



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

לפני כבוד השופטת רות רוני

המבקשים:

1. ארז לבנון
2. רן כפרי
3. דורית כפרי
- ע"י ב"כ עוה"ד אסנת וורוד

נגד

המשיבים:

1. אקסלנס השקעות בע"מ
2. אקסלנס נשואה חיתום (1993) בע"מ
4. אקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ
5. גיל דויטש
6. אהרון בירם
7. ערן אדמונד פוקס
- ע"י ב"כ עוה"ד ליבוביץ, רווח ויהוד

פסק דין

- 1
- 2 1. המשיבה 1, אקסלנס השקעות בע"מ (להלן: "אקסלנס השקעות") היא חברה
- 3 ציבורית הפועלת באמצעות חברות שבשליטתה (ובהן גם המשיבות 2 ו-4, שכולן
- 4 יכוננו יחד: "קבוצת אקסלנס") במגוון פעילויות בתחום שוק ההון ובכלל זה ניהול
- 5 השקעות, חיתום ובנקאות להשקעות, הנפקת מוצרים מובנים וכיוצ"ב.
- 6
- 7 בבקשה הנוכחית עתרו המבקשים כי בית-המשפט יאשר הגשת תובענה ייצוגית נגד
- 8 החברות בקבוצת אקסלנס וחלק מנושאי המשרה בהן. המבקשים טענו בבקשה כי
- 9 החל מהרבעון האחרון של שנת 2008 ובמהלך שנת 2009 (תקופה זו תכונה להלן:
- 10 "התקופה הרלוונטית") הסתירה קבוצת אקסלנס מידע מהותי בנוגע לאיגרות-חוב
- 11 אותן היא הנפיקה לציבור. לפי הטענה רכשו חברות בקבוצת אקסלנס במהלך
- 12 תקופה זו אגרות-חוב תוך ניצול מידע זה, וגרפו כתוצאה מכך רווחים משמעותיים
- 13 לזכות הקבוצה על חשבון מחזיקי אגרות-החוב הללו. לטענת המבקשים, קבוצת
- 14 אקסלנס הפרה בפעולות אלה חובות שונות המוטלות עליה מכוח חוק ניירות-ערך,



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות-ערך"), ומשום כך חייבים המשיבים להשיב את
2 הרווחים שהם הרוויחו לחברי הקבוצה אותה מבקשים המבקשים לייצג.

3

4

הצדדים

5 2. בתקופה הרלוונטית (או חלקה) היו שלושת המבקשים חברים בקופות-גמל מסוגים
6 שונים שנוהלו ע"י אקסלנס נשואה גמל בע"מ (להלן: "אקסלנס גמל"). אקסלנס גמל
7 היא חברה הנשלטת על-ידי אקסלנס השקעות, ועוסקת בשיווק ובניהול קופות-גמל
8 וחיסכון פנסיוני. המבקש 1 היה עמית באקסלנס קרן השתלמות ואקסלנס קרן
9 פיצויים עד הרבעון האחרון לשנת 2009 (ר' נספח 6 לבקשת האישור); המבקש 2 היה
10 עמית בקופת-הגמל "אקסלנס תגמולים ופיצויים" בשנים 2007-2013; ובאותן שנים
11 היתה המבקשת 3 עמיתה בקופת-הגמל "עמיד קופת תגמולים" (ר' נספח 7 לבקשת
12 האישור).

13

14 בקשת האישור הוגשה במקורה גם נגד אקסלנס גמל ונושאי משרה בה (המשיבים
15 3, 8 ו-9). בדיוני קדם המשפט שהתקיימו בימים 15.9.2016 ו-15.6.2017 הסכימו
16 המבקשים כי משיבים אלה יימחקו מבקשת האישור לאור הסכום הנמוך של הנזק
17 שנגרם - גם לשיטת המבקשים - לחברי הקבוצה. לכן החלטה זו איננה מתייחסת
18 אליהם.

19

20 3. המשיבה 2, אקסלנס נשואה מוצרים פיננסיים בע"מ (שתכונה להלן: "אקסלנס
21 מוצרים"), היא חברה פרטית שהתאגדה בישראל המצויה (בעקיפין) בשליטתה
22 המלאה של אקסלנס השקעות. אקסלנס מוצרים עוסקת בהנפקה ובמסחר במוצרים
23 פיננסיים שונים, ובכלל אגרות-החוב נושא בקשת האישור.

24

25 המשיבה 4, אקסלנס נשואה שירותי בורסה בע"מ (שתכונה להלן: "אקסלנס
26 שירותי בורסה"), היא חברה פרטית שאף היא נשלטת (בעקיפין) על-ידי אקסלנס
27 השקעות. אקסלנס שירותי בורסה היא בעלת רישיון לעסוק בשיווק השקעות על-פי
28 חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות,
29 התשנ"ה-1995, ובאמצעותה מנהלת קבוצת אקסלנס את עסקיה בתחום שירותי
30 הבורסה והמסחר (תרשימי האחזקות של קבוצת אקסלנס בדוחות השנתיים של
31 2008 ו-2009 צורפו כנספחים 8 ו-9 לבקשת האישור).



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 42419-09-15 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1
2 המשיב 5, גיל דויטש (להלן: "דויטש"), הוא ממייסדי אקסלנס השקעות והוא
3 החזיק בתקופת הרלוונטית (ביחד עם אשתו) ב-20.43% ממניותיה. הוא כיהן
4 בתקופה הרלוונטית כיו"ר (משותף) של אקסלנס השקעות, אקסלנס שירותי בורסה
5 ואקסלנס מוצרים. בעבר הוא שימש כמנכ"ל אקסלנס השקעות.

6
7 גם המשיב 6, אהרון בירס (להלן: "בירס"), הוא אחד ממייסדי אקסלנס השקעות
8 שהחזיק בתקופה הרלוונטית ב-20.43% ממניותיה. אף הוא כיהן במשותף כיו"ר
9 אקסלנס השקעות, וכנושא משרה ודירקטור בחברות שונות בקבוצת אקסלנס, בהן
10 חברות ה-SPC כפי שאלה יוגדרו להלן.

11
12 המשיב 7, ערן פוקס (להלן: "פוקס") כיהן בתקופה הרלוונטית כמנכ"ל אקסלנס
13 מוצרים, כיו"ר דירקטוריון בחברות ה-SPC (כפי שהן יוגדרו להלן), כראש תחום
14 מוצרים מובנים בקבוצת אקסלנס וכדירקטור בחברות נוספות בקבוצת אקסלנס.

רקע עובדתי

16
17 4. במהלך השנים 2002-2008 הנפיקה אקסלנס השקעות אגרות-חוב מובנות
18 (Structured Bonds), שיכוונו להלן: "האג"ח" או "האג"ח המובנות" בבורסה
19 בת"א, וזאת באמצעות חברות ייעודיות חד-תכליתיות שהוקמו לצורך כך (Special
20 Purpose Company) (להלן: "חברות ה-SPC"). חברות ה-SPC הן חברות פרטיות
21 אשר הוקמו ע"י אקסלנס השקעות באמצעות חברות בנות (ר' נספחים 8 ו-9 לבקשת
22 האישור). ייעודן של חברות ה-SPC היה להנפיק לציבור אג"ח מגובות בנכסים
23 ולרכוש את הנכסים המגבים אותן באמצעות כספי תמורת ההנפקה. על-פי
24 תשקיפיהן של חברות ה-SPC, נאסר עליהן לעסוק בפעילות אחרת מלבד הנפקת
25 האג"ח המובנות וטיפול בנכסים המגבים אותן (ר' סי' 7.2 לתשקיף שצורף כנספח 3
26 לבקשת האישור (להלן: "תשקיף אדיר"); סי' 7.2 לתשקיף שצורף כנספח 4 לבקשת
27 האישור (להלן: "תשקיף שיאון")). אין מחלוקת בין הצדדים כי חלק ניכר מאגרות-
28 החוב נרכשו על-ידי גופים מוסדיים שונים שעסקו בין היתר בניהול כספי עמיתים
29 בקופות-גמל וקרנות נאמנות (גופים מוסדיים אלה יכוונו להלן: "החברות המנהלות"
30 ובהמשך יורחב הדיבור לגביהם ולגבי מסגרת הפעולה שלהם).



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1

2 כפי שמצוין בתשקיפיהן של חברות ה-SPC, כל אחת מהן הקימה חברה בת למסחר
3 שהייתה בשליטתה המלאה (חברות אלה יכוננו להלן: "החברות הבנות"). החברות
4 הבנות הוקמו לצורך ביצוע רכישה ומכירה של האג"ח המובנות בעסקאות בבורסה
5 ומחוצה לה, ולצורך ביצוע פעולות עבור חברות ה-SPC לקיום התחייבויותיהן
6 לנאמן ולמחזיקי האג"ח (ר' למשל ס' 7.3 לתשקיף אדיר; ס' 7.4 לתשקיף שיאון).
7 לצורך הנוחות, שמותיהן של החברות הבנות מתבססים על שמותיהן של חברות ה-
8 SPC, כך שכל חברת SPC מחזיקה בחברה בת הנושאת את שמה: כך למשל,
9 אקסלנס רם אגרות-חוב בע"מ (להלן: "רם") החזיקה ברם אגרות-חוב מסחר בע"מ
10 (להלן: "רם מסחר"); אקסלנס שיאון אגרות-חוב בע"מ (להלן: "שיאון") החזיקה
11 בשיאון אגרות-חוב מסחר בע"מ (להלן: "שיאון מסחר"); אדיר אגרות-חוב בע"מ
12 (להלן: "אדיר") החזיקה באדיר אגרות-חוב מסחר בע"מ (להלן: "אדיר מסחר")
13 וכיוצ"ב.

14

15

האג"ח המובנות וה-Notes

16 5. אג"ח מובנה הוא מכשיר פיננסי שנדון בין היתר במסגרת דו"ח הוועדה לבחינת
17 היבטים הנוגעים להנפקת אגרות-חוב מגובות בנכסים (איגוח), יוני 2005 (להלן:
18 "דו"ח ועדת חיימוביץ'-אשר" או "הדו"ח"). הוועדה נועדה להסדיר את תחום
19 האיגוח בישראל תוך הסרת חסמים לטובת קידומו של השוק. הדו"ח התייחס
20 למורכבות הטמונה במכשיר פיננסי מסוג "אג"ח מובנה" ועל השימוש הגובר בו
21 בעולם. בדו"ח הוסבר כי –

22

23

24

25

26

27

28

29

30

"איגרות חוב מגובות נכסים הינן איגרות חוב, לזמן קצר או
ארוך, שפירעונן (קרון וריבית) מובטח על-ידי תזרים
מזומנים מוגדר מראש, הצפוי לנבוע מנכס או מקבוצת
נכסים מוגדרים. בשנים האחרונות הפכו איגרות חוב
מגובות בנכסים לאחד המכשירים הפיננסיים החשובים
בשוקי ההון בעולם נוכח היתרונות הגלומים בהן למנפיקים
ולמשקיעים כאחד, וסוגיית הנפקת איגרות חוב מגובות
בנכסים (איגוח או securitization) הפכה מוקד לדיון
בקרב פעילים בשוק ההון ורשויות הפיקוח השונות. על אף



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 42419-09-15 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 הניסיון שנצבר בתחום זה בעולם, ניתן לומר כי איגוח
2 נכסים עודנו קורא תיגר על התפישות המקובלות בתחומי
3 המשפט, החשבונאות, המימון והרגולציה, ומעורר בשל כך
4 שאלות סבוכות במיוחד. לצד יתרונותיו הרבים של האיגוח,
5 עלול שימוש לרעה במנגנון האיגוח להוביל לקריסה
6 פיננסית של הגופים המעורבים בעסקה ולפגיעה
7 במשקיעים ובצדדים שלישיים."

8
9 האג"ח המובנות דגן הינן אג"ח מסדרות שונות אשר הוצעו למסחר בבורסה בת"א .6
10 על-פי תשקיף על-ידי חברות ה-SPC והחברות הבנות. במסגרת ההנפקה התחייבו
11 חברות ה-SPC למחזיקי האג"ח לשלם להם את הערך הנקוב של האג"ח במועד
12 הפירעון, בתוספת תשלומי ריבית בשיעורים שונים הצמודה למדדים שונים.
13
14 על מנת לגבות את האג"ח המובנות, נרכשו על-ידי חברות ה-SPC נכסים לא סחירים
15 (שיכוננו להלן: "Notes") מגופים זרים שיכוננו להלן: "מנפיקי ה-Notes" או
16 "המנפיקים הזרים". מנפיקי ה-Notes היו ברוב המקרים מוסדות פיננסים
17 בינלאומיים המדורגים על-ידי S&P בדירוג בינלאומי של AA- לפחות (ר' למשל ס'
18 3.18.7 ועמ' ד-8 לתשקיף אדיר). ה-Notes הם תעודות התחייבות לתשלום,
19 ובמסגרתן מתחייבים המנפיקים הזרים להחזיר את הקרן וכן לשלם למחזיקים
20 תשלומי ריבית בשיעור מסוים במועדים קבועים מסוימים. בתשקיפי ההנפקה נקבע
21 כי התשלומים למחזיקי האג"ח ייעשו רק מתקבולים המתקבלים מה-Notes (ר'
22 למשל ס' 3 בעמוד ד-9 בתשקיף אדיר), שיהוו את מקור המימון היחיד לתשלום
23 החזרי האג"ח. לכן נקבע כי תנאי האג"ח יהיו חופפים בעיקרם לתנאי ה-Notes, הן
24 מבחינת היקפי התשלומים והן מבחינת עיתויי התקבולים מה-Notes וביצוע
25 התשלומים למחזיקי האג"ח (ר' ס' 7.2 לתשקיף אדיר). עם זאת צוין בתשקיפים כי
26 שיעור הריבית על ה-Notes יהיה גבוה משיעור הריבית המשולם למחזיקי האג"ח,
27 וזאת בין היתר לצורך תשלום הוצאותיהן השוטפות של חברות ה-SPC (עמ' ד-6
28 לתשקיף אדיר, ס' 2).
29



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

- 1 עיסוקן היחיד של חברות ה-SPC הוא הנפקת אגרות-חוב וטיפול בנכסים
2 המשועבדים (ה-Notes) לטובת מחזיקי אגרות-החוב. התכלית העסקית שלהן היא
3 צבירת רווחים הנובעים מההפרש בין גובה התשלומים המשולמים למחזיקי האג"ח
4 לבין גובה התקבולים מה-Notes, הפרש שאמור לממן גם את ההוצאות השוטפות
5 שלהן (עמ' ד-6 לתשקיף אדיר, ס' 2).
6
- 7 .7 בהתאם לתנאי התשקיף, למנפיקי ה-Notes יש זכות לבצע פדיון מוקדם של מלוא
8 קרן ה-Notes על-פי שיקול-דעתם הבלעדי, וחברות ה-SPC אינן יכולות להשפיע על
9 החלטה זו (ס' 3.18.7 לתשקיף אדיר, ס' ה'). במקרה של פדיון מוקדם של ה-Notes,
10 ישלמו המנפיקים הזרים לחברת ה-SPC את קרן ה-Notes וכן את הריבית שנצברה
11 עד לאותו מועד (ס' 3.8.17 לתשקיף אדיר, ס' ז'). כתוצאה מהפדיון המוקדם של ה-
12 Notes, יבצעו חברות ה-SPC פדיון מוקדם מלא של קרן האג"ח במועדים שנקבעו
13 בתשקיפים, וזאת ללא זכות ברירה למחזיקי האג"ח (ס' 3.14.1, 3.14.3 ו-
14 לתשקיף אדיר).
15
- 16 כנגד מסירת האג"ח המובנות במקרה של פדיון מוקדם, על חברות ה-SPC לשלם
17 למחזיקים בהן סכום השווה לערך הנקוב של אגרות-החוב הצמוד למדד ההנפקה
18 בהתאם לתנאי התשקיף, בתוספת הריבית שנצברה עד לתום תקופת הריבית
19 האחרונה הקודמת למועד הפדיון המוקדם (ס' 3.14.6 ו-3.14.7 לתשקיף אדיר).
20
- 21 בנוסף, תנאי התשקיפים אפשרו לחברות ה-SPC לרכוש את האג"ח ממחזיקי
22 האג"ח, ובמקביל למכור למנפיקים הזרים את ה-Notes המגבים את אגרות-החוב
23 הללו. רכישה כזו תבצע בתנאי שעלות רכישת האג"ח על-ידי חברות ה-SPC לא
24 תעלה על תמורת מכירת ה-Notes למנפיקים הזרים באותה עת (עמ' ד-9 לתשקיף
25 אדיר, ס' 5).
26
- 27 .8 בניגוד לאג"ח המובנות הנסחרות בבורסה לפי מחיר השוק שלהן, ל-Notes לא היה
28 מחיר בורסאי בהיותם נכסים לא סחירים (ר' עמ' ג-27 לתשקיף אדיר). חלף זאת,



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 המנפיקים הזרים העבירו לעיתים לחברות ה-SPC הצעות מחיר, בהן פורטו
2 המחירים בהם הם מוכנים לרכוש בחזרה מחברות ה-SPC את ה-Notes (מחיר זה
3 ייקרא להלן: "מחיר הציטוט"). יצוין כי לגישת המשיבים, המחיר הסופי בו יירכשו
4 חזרה ה-Notes מחברות ה-SPC נקבע רק לאחר הסכמה על הכמות הנמכרת, ולכן
5 מחיר הציטוט אינו מחיר רשמי וסופי, כי אם מחיר אינדיקטיבי (ס' 288-291
6 לתגובתם לבקשת האישור). לגישת המבקשים, מחיר הציטוט משקף את השווי
7 ההוגן של ה-Notes בעיני המנפיקים הזרים, אך הם הסכימו כי "לאחר פרסום מחיר
8 ה-Note נדרשת פעולה אקטיבית של הסכמה על מחיר וכמות בפועל לביצוע מכירה
9 חוזרת של ה-Note למנפיק הזר" (ס' 9.5 לבקשת האישור).

10

11 מחזיקי האג"ח זכאים לקבל מחברות ה-SPC את תשלומי הריבית והקרן בגין
12 האג"ח. אין למחזיקי האג"ח קשר חוזי או יריבות עם המנפיקים הזרים, ואין להם
13 גם זכות לרווחים שנוצרים לחברות ה-SPC. בתשקיפי ההנפקה של האג"ח הובהר
14 למחזיקים כי לא קיימת כל יריבות משפטית ביניהם לבין המנפיקים הזרים, כי כל
15 התחייבות של המנפיקים הזרים היא אך ורק כלפי חברות ה-SPC ולא כלפיהם, וכי
16 ה-Notes אינם רשומים למסחר בבורסה כלשהי (ר' ס' 7.18.3 ט לתשקיף אדיר).
17 מסקנה דומה עולה גם מעדותו של פרופ' גדעון עמיהוד, המומחה מטעם המבקשים
18 (להלן: "פרופ' עמיהוד") שאישר כי למחזיקי האג"ח המובנות אין קשר חוזי ישיר
19 עם מנפיקי ה-Notes הזרים, וכי אין להם יכולת לסחור ב-Notes עם המנפיקים
20 הזרים בשום צורה (פרוטוקול הדיון מיום 7.5.2018, עמ' 21, ש' 9-21).

21

תנאי השוק בתקופה הרלוונטית ומשבר ה"סאב פריים"

22
23 9. הצדדים התייחסו במסגרת הבקשה והתגובות בין היתר גם למצב השוק בתקופה
24 הרלוונטית ולנסיבות הייחודיות שאפיינו אותו. נראה כי אין מחלוקת בין הצדדים
25 כי נוכח המשבר הפיננסי שהתגבר בשנת 2008, תנאי השוק באותה תקופה לא היו
26 תנאים רגילים. חוסר אמון של הציבור במערכת הפיננסית גרם למשיכת כספים
27 מקופות-הגמל השונות, מה שאילץ אותן למכור נכסים בעצמם על-מנת לעמוד
28 בהיקף דרישות הפדיון (כך עולה בין היתר מעדותו של פרופ' עמיהוד, מיום 7.5.2018,
29 עמ' 45, ש' 3-4; עמ' 46 ש' 11-עמ' 47, ש' 11).



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 42419-09-15 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1
2 בדוח השנתי של בנק ישראל לשנת 2008, בפרק העוסק במערכת הפיננסית, פורט
3 בהרחבה המצב בו היה מצוי שוק ההון בכלל והאג"ח בפרט בתקופה הרלוונטית –
4 "המערכת הפיננסית הגלובלית חוותה ב-2008 את אחד
5 המשברים הפיננסיים הגדולים שידעה בפרספקטיבה
6 היסטורית... המשבר, שהוא עדיין בעיצומו, ועוצמתו אף
7 מתחזקת, נחשף בראשית 2007 בשוק המשכנתאות מסוג
8 'סאב-פריים' בארה"ב, התפשט בהדרגה לשווקים
9 ומגזרים נוספים בארה"ב ובאירופה, והחריף בספטמבר
10 2008, עם קריסת בנק ההשקעות 'ליהמן ברדרס' וגופים
11 פיננסיים נוספים, מהמרכזיים בעולם. בעקבות המשבר
12 נסדק האמון בתפקודה של המערכת הפיננסית הגלובלית;
13 שוק הכספים, שוק האיגוח והשוק הבינ-בנקאי השתתקו
14 כמעט לחלוטין, ונוצרה מצוקת נזילות קשה במערכת
15 הפיננסית הגלובלית; ומחיריהם של רוב הנכסים
16 הפיננסיים בעולם צנחו, תוך גידול המתאם בין השווקים
17 הגלובליים... השלכות המשבר העולמי ניכרו היטב גם
18 במערכת הפיננסית המקומית ובמצב הריאלי של המשק,
19 ועוצמת ההשפעה התגברה ברביע האחרון של השנה, עם
20 החרפת המשבר העולמי: שערי המניות ואיגרות החוב של
21 המגזר הפרטי ירדו בשיעורים חדים... והרווחיות של
22 המגזר העסקי, ובכללו הבנקים וחברות הביטוח,
23 נפגעה... חלק מעליית התשואות בשוק האג"ח הקונצרניות
24 קשור גם לעלייתה של פרמיית הנזילות בשוק זה בעקבות
25 ההאצה החדה שהייתה ב-2008 בפדיונות מקרנות
26 הנאמנות המתמחות בהשקעה ב'אג'ח אחר', וכן, בסכומים
27 קטנים יותר, מקופות-הגמל... בעקבות המשיכות הגבוהות
28 נאלצו הקרנות והקופות לממש נכסים בהיקפים גדולים,
29 וביניהם איגרות-חוב קונצרניות, ובכך תרמו לעליית
30 התשואות..."

31



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 42419-09-15 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

10. גם אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר (להלן: "אגף שוק ההון") היה ער לבהלה שאחזה בשוק האג"ח באותה תקופה. לכן הוצאה על-ידי ביום 4.11.2008 "הוראת שעה לעניין השקעה באגרות-חוב קונצרניות" (העתק ההוראה מצורף כנספח טו' לחוות-דעתו של המומחה מטעם המשיבים, פרופ' דן גלאי, שתכונה להלן: "חו"ד גלאי"). מטרת ההוראה הייתה לאפשר למשקיעים המוסדיים לחשב את שוויין של אגרות-החוב של חברות ישראליות לפי עלותן המתואמת ולא לפי שווי השוק שלהן או השווי ההוגן, בכפוף לתנאים מסוימים. הנימוק להוראה זו נבע מהתנודתיות שנגרמה במחיר האג"ח ובגידול במרווחי סיכון האשראי נוכח המשבר.
- 9
- אגף שוק ההון התייחס לשינויים בשוק האג"ח גם בדו"ח השנתי של שנת 2008. לפי הדו"ח "הפגיעה באמון הציבור באה לידי ביטוי בעלייה במשיכת כספים מקופות-הגמל, אשר חייבה את הגופים המוסדיים להגדיל את החזקתם במזומנים, וכך העצימה את ההיצעים בשוק ההון וכפועל יוצא את הירידה בערך הנכסים, ושיתקה את שוק האשראי החוץ-בנקאי." (עמ' 36 לנספח ה' לחו"ד גלאי).
11. העולה ממכלול האמור לעיל הוא כי תנאי השוק בתקופה הרלוונטית לא היו תנאים רגילים. כתוצאה מכך נסחרו איגרות-חוב מסוגים שונים במחיר נמוך משמעותית מ"הערך המתואם" שלהן (הידוע גם בשם "פארי"). ערך זה משקף את המחיר התיאורטי שהיו מחזיקי האג"ח מקבלים לו האג"ח הייתה עומדת לפירעון מיידי, וחישבוו נקבע לפי סכום הערך הנקוב של האג"ח בתוספת הפרשי הצמדה ובצירוף ריבית שנצברה ממועד התשלום האחרון (ר' ת"א (כלכלית) 3347-12-14 כלל תעשיות בע"מ נ' שטראוס, לזר חברה לנאמנות (1992) בע"מ, פס' 25 (28.12.2014)). כפי שצוין לעיל, גופי הפיקוח הרלוונטיים היו ערים למצב דברים זה ואף הפנו לכך את תשומת ליבם של החברות המנהלות ושל יתר המחזיקים.
- 25
- רכישת האג"ח על-ידי קבוצת אקסלנס
12. בתקופה הרלוונטית שהיתה כאמור תקופת משבר הסאב-פריים, החלו אקסלנס השקעות ואקסלנס מוצרים (שיכנוו להלן: "בעלות העניין") לרכוש אגרות-חוב מובנות מסדרות שונות שהונפקו לציבור, באמצעות אקסלנס שירותי בורסה. הרכישות נעשו מהחברות המנהלות (כהגדרתן לעיל), חברות שניהלו קופות-גמל ושהחזיקו באגרות-חוב לטובת עמיתיהן כפי שיובהר בפירוט להלן.



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1
2 בחלק מהמקרים החזיקו בעלות העניין את האג"ח שרכשו עד לפדיון מוקדם של ה-
3 Notes על-ידי המנפיקים הזרים, מה שהוביל כאמור לפדיון מלא של איגרות-החוב
4 על-ידי חברות ה-SPC, ולתשלום הערך הנקוב של איגרות החוב בתוספת הפרשי
5 ריבית והצמדה שנצברו למועד זה (כאמור בס' 3.14 ו-3.8.17 לתשקיף אדיר שהוזכרו
6 לעיל). נראה כי אין למבקשים טענה ביחס לרווחים שנצברו לקבוצת אקסלנס
7 כתוצאה מפדיון מוקדם כזה שנעשה ביוזמת המנפיקים הזרים (כפי שציין ב"כ
8 המבקשים במסגרת חקירתו הנגדית של פוקס, בדיון מיום 11.6.2018, עמ' 169, ש'
9 27-עמ' 170, ש' 10, וכפי שעולה מס' 20 לבקשת האישור).
10
11 13. במקרים אחרים, מכרו בעלות העניין את האג"ח שנרכשו על-ידיהן לחברות ה-SPC,
12 אשר מכרו את החלק היחסי של ה-Notes שגיבה את אותן סדרות חזרה למנפיקי
13 ה-Notes. במקרים אלה – ונראה כי גם על כך אין מחלוקת – המחיר בו רכשו בעלות
14 העניין את האג"ח המובנות מהציבור (ובכלל זה מהחברות המנהלות), היה נמוך
15 מהמחיר בו הן מכרו את אותן אגרות-חוב לחברות ה-SPC ומהמחיר בו חברות ה-
16 SPC מכרו את ה-Notes שגיבה אותן בחזרה למנפיקים הזרים.
17
18 ההפרש בין המחירים והרווח שנוקף לקבוצת אקסלנס כתוצאה ממנו הוא העומד
19 במרכז המחלוקת בענייננו. עמדת המבקשים היא כי היה על המשיבים לדווח לציבור
20 המשקיעים אודות מחירי הציטוט של ה-notes המגבים, דיווח שלטענתם היה מביא
21 להעלאת מחיר האג"ח בבורסה ולהקטנת הרווח של קבוצת אקסלנס, רווח שהיה
22 גבוה מהרווח המקובל והסביר.
23
24 בלשונם של המבקשים – " לו היו ניתנים בזמן אמת דיווחים על מחירי הציטוט
25 ועסקאות בעלי העניין בין בעלי העניין לחברות ה-SPC, בעלי/מחזיקי האג"ח [קרי
26 החברות המנהלות, ר.ר.] היו מכלכלים צעדיהם בהתאם, וודאי היו מעלים את
27 מחירי המכירה של האג"ח בהתאמה למחיר הציטוט. במקרה כזה, לכל המאוחר
28 לאחר ביצוע העסקה הראשונה, אם היתה מדווחת, פער המחיר בין מחיר הציטוט
29 למחיר האג"ח בבורסה היה מדליק אצלם [קרי אצל מחזיקי האג"ח, ר.ר.] אור



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 אדום ומביא לסגירה, או לכל הפחות לצמצום ניכר של הפער, עד למרווח המקובל
2 שלא עולה על 2% ולא היתה מתאפשרת גריפת הרווחים העצומים שגרפו בעלי
3 העניין ויתר המשיבים לכיסם" (ר' ס' 139 לסיכומים).

4

5 מנגד, עמדת המשיבים היא כי המידע אודות מחיר הציטוט ואודות העסקאות לא
6 היה מידע שהיה על המשיבים או מי מהם לדווח אודותיו, ולכן הרווחים של
7 המשיבים הם רווחים לגיטימיים שאין מקום להורות על השבתם למבקשים או למי
8 מהם.

9

10

טענות הצדדים בסיכומים

11

טענות המבקשים

12 14. המבקשים טענו כי קבוצת אקסלנס הסתירה במכוון מידע בנוגע למחיר הציטוט

13 של ה-Notes המגבים את האג"ח המובנות, מה שגרם ליצירת פערים משמעותיים
14 בין שוויון ההוגן של אגרות-החוב לבין המחיר הבורסאי שלהן. לטענתם, ניצלו
15 בעלות העניין את פערי המחירים והחלו לרכוש אג"ח מובנות בעסקאות בבורסה
16 במחיר הנמוך משמעותית ממחיר הציטוט. בסמוך לכך ולעיתים אף באותו יום,
17 מכרו בעלות העניין את האג"ח במחיר הציטוט הגבוה לחברות ה-SPC, אשר מכרו
18 את ה-Notes המגבים את האג"ח בחזרה למנפיקים הזרים – אף זאת במחיר
19 הציטוט. הפער העצום שנוצר בין המחיר בו רכשו בעלות העניין את אגרות-החוב
20 המובנות מהציבור לבין המחיר בו הן מכרו את אותן אגרות-חוב לחברות ה-SPC,
21 שהוא גם המחיר בו נמכרו ה-Notes בחזרה למנפיקים הזרים – נותר בידיה של
22 קבוצת אקסלנס.

23

24 לגישת המבקשים, מידע בדבר מחיר הציטוט, במיוחד כאשר נוצר פער משמעותי
25 בינו לבין מחיר האג"ח בבורסה, הוא מידע מהותי הרלוונטי לציבור המשקיעים.
26 זאת משום שמידע זה אמור לשקף את השווי ההוגן של האג"ח. ביצוע עסקאות בין
27 חברות מקבוצות אקסלנס בהתבסס על מידע זה תוך הסתרתו מהציבור, מהווה
28 הפרה של מספר הוראות חוק ובהן גם הוראות בחוק ניירות-ערך ובתקנות שהותקנו
29 מכוחו: החובה הכללית כי לא יהיה בדיווחי החברה פרט מטעה לפי ס' 1א44;
30 החובה לדווח דיווח מידי בנוגע לכל מידע מהותי למשקיע מכוח תקנה 36 לתקנות



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

- 1 ניירות-ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל – 1970; האיסור על שימוש במידע
2 פנים לפי ס' 52ג; והאיסור על ביצוע תרמית לפי ס' 54. עוד צוין כי ס' 38 ו-38ג
3 לחוק מאפשרים הטלת אחריות אישית על נושאי משרה בכירה, דירקטורים ובעלי
4 שליטה בחברה בשל דיווח מטעה.
5
- 6 15. המבקשים ציינו כי עמדתם נתמכת גם בעמדת רשות ניירות-ערך שניתנה לבקשת
7 המבקשים ובאישור ביהמ"ש ביום 16.7.2017 (להלן: "עמדת הרשות"). לפי עמדת
8 הרשות, חלה על חברות ה-SPC החובה לגלות לציבור את המידע הנוגע למחיר
9 הציטוט, שכן ה-Notes משמשים ככנס המגבה היחיד של האג"ח, ומשום שמחיר
10 הציטוט מעיד על חוסנו של המנפיק הזר, ועקב כך – גם על חוסנו של ה-Notes
11 עצמם.
12
- 13 16. המבקשים לא כפרו בכך ש"בנסיבות רגילות", טבעי שקבוצת אקסלנס תרוויח
14 מהפער שנוצר בין הרכישה והמכירה של האג"ח המובנות. אולם, כך הם טוענים,
15 הציפייה היא כי שיעור הרווח יהיה סביר. לפי חו"ד עמיהוד שצורפה לבקשת
16 האישור, המרווח הסביר בין מחיר הרכישה והמכירה של האג"ח אינו אמור לעלות
17 על כ-2%. במקרה דנן, שיעור הרווח בדוגמאות אותן סיפקו המשיבים עצמם נע בין
18 5.5% ל-11.1%. ניתן להניח כי דוגמאות אלה היו נוחות במיוחד למשיבים, וכי בפועל
19 הפערים היו גדולים אף יותר. ההפרש בין המחירים נבע כאמור לשיטת המבקשים
20 מניצול לרעה של כשל השוק שנגרם מפערי המידע בין קבוצת אקסלנס לבין
21 המשקיעים ביחס למחירי ה-Notes.
22
- 23 17. המבקשים התייחסו לטענת המשיבים לפיה משבר הסאב-פריים בו היה מצוי שוק
24 ההון באותה תקופה יצר בהלה בשוק מה שגרם למחזיקים לנסות לפדות את האג"ח
25 במהירות, גם במחיר חסר. המבקשים אינם חולקים על תיאור מצב השוק באותה
26 תקופה. לעמדתם, דווקא נוכח מצב זה, אסור היה לקבוצת אקסלנס לשמור את
27 המידע בנוגע למחיר הציטוט הגבוה רק ברשותה, והיה עליה לגלותו לכל ציבור
28 המשקיעים. היעדר הגילוי דווקא במצב בו השוק היה מצוי באותה עת, תרם ליצירת
29 הפער בין מחיר הציטוט למחיר האג"ח בבורסה למשך חודשים, פער אותו ניצלה
30 קבוצת אקסלנס לטובתה.



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

- 1
2 עוד טענו המבקשים כי השאלה האם מחזיקי האג"ח היו מוכרים אותן גם לו היה
3 להם המידע המלא אודות מחיר הציטוט של ה-Notes אינה רלוונטית. לגישתם,
4 לצורך בחינת שאלת מהותיות המידע למשקיע סביר, הדגש הוא על המידע שצריך
5 להיות בידיו ולא דווקא על השימוש שייעשה במידע זה לאחר מכן בפועל. לגישת
6 המבקשים, כדי לקבוע כי מידע הוא מהותי, אין זה הכרחי לקבוע כי הוא יהיה נתון
7 מכריע לצורך קבלת החלטה על-ידי המשקיע, ודי בכך כי נתון זה יהיה אחד מתוך
8 מכלול נתונים רלוונטיים להחלטת ההשקעה. מכל מקום, כך טענו המבקשים,
9 למחיר הציטוט של ה-Notes יש חשיבות רבה למשקיע האג"ח. זאת משום שאילו
10 היה מחזיק האג"ח יודע את מחיר הציטוט הגבוה בו יכולה הייתה קבוצת אקסלנס
11 לפדות מיידית את ה-Notes המגבים, הוא לא היה ממחר למכור את האג"ח במחיר
12 כה נמוך.
13
14 המבקשים התייחסו לדוגמאות אליהן הפנו המשיבים בתגובתם, שנועדו להראות כי
15 בין המועד בו רכשו בעלות העניין את האג"ח ועד המועד בו הן מכרו אותן לחברות
16 ה-SPC חלף פרק זמן בלתי מבוטל, וכי רכישת האג"ח נעשתה במהלך תקופה ולא
17 באופן מרוכז. לגישת המבקשים, עיון בדוגמאות מעיד דווקא על כך כי ברוב
18 המקרים רכישות האג"ח נעשו באותו יום בו נמכרו האג"ח לחברות ה-SPC וה-
19 Notes נמכרו בחזרה למנפיקים הזרים (פרק ו' לסיכומי המבקשים). עוד נטען כי
20 מהתכתבות בין נציג מאקסלנס מוצרים לבין נציג של אחד המנפיקים הזרים (JP-
21 MORGAN) עולה כי אקסלנס מוצרים עקבה באופן רציף אחר מחיר הציטוט של
22 ה-Notes, קיבלה לגביהם "מחיר ציטוט אינדיקטיבי", ואף ידעה על הפער הגדול
23 שנוצר בין מחיר הציטוט למחיר האג"ח בבורסה. בכך יש כדי ללמד על החשיבות
24 הרבה אותה ייחסו גורמים בקבוצת אקסלנס למחיר הציטוט.
25
26 המבקשים כפרו בטענת המשיבים לפיה המידע בדבר מחיר הציטוט של הנכס
27 המגבה הוא בגדר "סוד מסחרי" וכי משום כך הם אינם מחויבים בגילוי לציבור.
28 ראשית, טענה זו אינה מתיישבת עם עמדת הרשות, שלפיה מחיר הציטוט של הנכס
29 המגבה הוא מידע מהותי למשקיע. שנית, אם אכן מדובר ב"סוד מסחרי", הרי



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 שמדובר במידע שהיה ידוע לחברות ה-SPC בלבד, אותו הן קיבלו כאמור
2 מהמנפיקים הזרים. בנסיבות אלה אין למשיבים הסבר מדוע המידע הועבר לבעלות
3 העניין שהרוויחו מאותו פער, במקום שחברות ה-SPC יעשו בו שימוש בעצמן
4 וירכשו את אגרות-החוב מהמחזיקים במחיר הנמוך. עוד הוסיפו המבקשים כי אם
5 אכן מדובר בסוד מסחרי, לא ברור מדוע הוא הועבר רק לבעלות העניין ולא לכל
6 מחזיקי האג"ח.

7
8 המבקשים כפרו במסקנות חו"ד גלאי מטעם המשיבים לפיה המשיבים לקחו על
9 עצמם סיכון בלתי-מבוטל כאשר הם רכשו את האג"ח בתקופת משבר. בפועל – כך
10 טענו המבקשים – לא הובא ולו מקרה אחד בו קבוצת אקסלנס הפסידה כתוצאה
11 מרכישת האג"ח. עובדה זו מעלה סימני שאלה קשים בנוגע לאותם "סיכונים".
12 המבקשים חלקו גם על עמדת פרופ' גלאי לפיה פרסום מחיר הציטוט של ה-Notes
13 לא היה מוביל לעלייה במחיר האג"ח. המבקשים התייחסו לעמדתו של פרופ' גלאי
14 בחוות-דעתו לפיה גם לאחר הודעת המנפיקים הזרים על ביצוע פדיון מוקדם,
15 מחזיקי האג"ח בחרו "להיפטר" מהן, למרות שידעו כי יזכו למלוא תמורת השקעתם
16 אם ימתינו פרק זמן קצר נוסף. ואולם המבקשים טענו כי לא אלה היו פני הדברים
17 משום שבפועל, לאחר פרסום הודעת הפדיון המוקדם, חלה קפיצה משמעותית
18 במחיר השוק של סדרות האג"ח השונות.

19
20 המבקשים טענו כי דיווחיהן של חברות ה-SPC בנוגע לעסקאות בהן רכשו מבעלות
21 העניין את האג"ח היו חלקיים ואף מטעים. במספר מקרים לא ניתן דיווח מיידי
22 ב"זמן אמת" בנוגע לאותן עסקאות, אלא רק דיווח בדיעבד. במקרים אחרים ניתנו
23 דיווחים כלליים ולא מפורטים, בלא התייחסות לעובדה שמדובר בעסקאות בעלי
24 עניין. דיווח חלקי זה הוא שאיפשר לקבוצת אקסלנס להמשיך ולעשות רווחים
25 משמעותיים נוכח הפער בין מחיר הציטוט למחיר הבורסה. ניתן להניח כי לו הייתה
26 קבוצת אקסלנס מדווחת דיווח מלא בזמן אמת על אותן עסקאות בהן רכשו חברות
27 ה-SPC את האג"ח במחיר הציטוט הגבוה ממחיר האג"ח בבורסה – הדבר היה
28 משפיע על מחזיקי האג"ח, והפער בין מחיר הציטוט למחיר האג"ח בבורסה היה
29 נסגר או לפחות מצטמצם.

30



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 42419-09-15 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

20. עוד טענו המבקשים כי מתקיימים בענייננו התנאים להגשת תובענה ייצוגית
הקבועים בס' 8(א)(1) לחוק תובענות ייצוגיות התשס"ו-2006 (להלן: "**חוק תובענות
ייצוגיות**"). הם אף טענו כי עומדת להם עילת תביעה מכוח פרט 5 לתוספת השנייה
לחוק.

לבסוף טענו המבקשים כי נוכח הסתרת המידע בגין מחיר הציטוט, הנזק שנגרם
להם הוא מכירת האג"ח בו הושקע כספם במחיר חסר. גובה הנזק משתקף ברווח
שהרוויחה קבוצת אקסלנס ממכירת האג"ח בניכוי המרווח המקובל הראוי
בעסקאות כאלה. לשיטת המבקשים, הוכח ברמה הלכאורית כי אכן נגרם נזק כזה,
וכי ניתן יהיה לחשבו באופן מדויק בהינתן מידע נוסף שיתברר במהלך הדיון
בתובענה עצמה לאחר שבקשת האישור תאושר.

טענות המשיבים

21. המשיבים טענו כי יש לדחות את הבקשה על הסף, ולחלופין לדחות אותה לגופה.

ראשית נטען כי יש לסלק את הבקשה על הסף שכן המבקשים לא החזיקו ישירות
באג"ח נושא התובענה, אלא היו עמיתים בקופות-גמל שנוהלו על-ידי החברות
המנהלות שהן החזיקו באג"ח. לכן, לא עומדת למבקשים (כמו גם ליתר חברי
הקבוצה) עילת תביעה מכוח ה"זיקה" לנייר-הערך הנדרשת בפרט 5 לתוספת
השנייה בחוק תובענות ייצוגיות. לטענת המשיבים, נפסק לא אחת כי עילת התביעה
מכוח פרט 5 הנ"ל נתונה למחזיקים באג"ח – קרי לחברות המנהלות – ולא
לעמיתים. עוד הודגש כי המבקשים כלל לא היו צד לעסקת מכירת האג"ח המובנות
לחברות ה-SPC וממילא גם לא היו אלה שקיבלו את ההחלטה האם למכור אותן
ובאיזה מחיר. מי שמכר את אגרות-החוב הן החברות המנהלות, ולכן הן אלה
שיכולות היו להעלות טענות בדבר הסתרת מידע מהותי בקשר לנכס שמכרו
ולהשפעה האפשרית של מידע כזה על מחירן של אגרות-החוב.

22. לגופו של ענין טענו המשיבים כי אין ממש בטענה המרכזית נושא בקשת האישור
לפיה אי-פרסום מחיר הציטוט על-ידי קבוצת אקסלנס הוא שגרם ליצירת הפער בין



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

- 1 מחיר הציטוט לבין המחיר הבורסאי של האג"ח, באופן שאיפשר לקבוצת אקסלנס
2 לרכוש את האג"ח במחיר נמוך מהשווי ההוגן שלהן.
3
4 לגישת המשיבים, בתקופה הרלוונטית ספג שוק ניירות-ערך ירידות משמעותיות
5 בשל משבר הסאב-פריים. המשבר הזה הביא לפדיונות רחבי היקף בקופות-הגמל
6 ובקרנות הנאמנות. כתוצאה מכך נוצרו בקופות-הגמל בעיות נזילות, והן נאלצו
7 למכור את נכסיהן על-מנת לעמוד בהתחייבויותיהן. כך נוצר מצב בו נכסים רבים –
8 בהם גם האג"ח המובנות – נסחרו במחירים הנמוכים באופן משמעותי משווי
9 ההוגן. לכן טענות המבקשים בנוגע לשווי "האמיתי" של אגרות-החוב אינן
10 רלוונטיות למציאות זו, אלא למציאות "סטריילית ותיאורטית". בנסיבות אלה,
11 לקחו החברות מקבוצת אקסלנס על עצמן סיכון משמעותי בכך שהחליטו לרכוש את
12 אגרות-החוב בבורסה – סיכונים מהם ביקשו המחזיקים באותן אגרות-חוב
13 "להשתחרר". בפעילות זו אין כל פסול. זאת ועוד, במציאות בה שרר עודף היצע
14 בשוק, הביקושים שיצרו המשיבים דווקא מיתנו את ירידת הערך של אגרות-החוב,
15 ולמעשה היטיבו את מצבם של המחזיקים.
16
17 המשיבים אף כפרו בטענת המבקשים לפיה רכישות האג"ח בבורסה מהחברות
18 המנהלות התבצעו כאשר עסקאות מכירת ה-Notes למנפיקים הזרים במחיר
19 הציטוט "נסגרו מראש" באופן המעיד על שיתוף הפעולה בין המשיבים, החברות
20 המנהלות והמנפיקים הזרים. טענה זו – כך טענו המשיבים – הסתמכה רק על עדות
21 שמיעה של מי שלא הגיש תצהיר בהליך הנוכחי, והמבקשים עצמם הודו כי אין להם
22 ידיעה אישית בקשר לכך. עוד צוין כי משטענת המבקשים לא הוכחה ואף נסתרה
23 לחלוטין, שינו המבקשים את טעמם וטענו בסיכומים כי גם אם הרכישות נעשו ללא
24 הבטחה מראש של מחיר הציטוט, ביצוען עדיין מהווה עוולה. המשיבים טוענים כי
25 מדובר בהרחבת חזית שהם מתנגדים לה. על-כל-פנים, לגישת המשיבים –
26 המבקשים חזרו בהם מהתביעה נגד אחת החברות המנהלות (קרי מהתביעה נגד
27 נשואה גמל), ואף לא ביקשו את התייצבותן של מי מהחברות המנהלות לעדות. מכאן
28 שיש לדחות גם כל טענה בנוגע לשיתוף פעולה בין מי מהמשיבים לחברות המנהלות.
29
30 המשיבים התייחסו לטענת המבקשים לפיה צריכה להיות "זהות" בין מחיר הציטוט
31 לבין שער האג"ח או לכל היותר או מרווח של עד 2% ביניהם, וכי לכן מרווח של 10%



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

- 1 – אינו סביר. המשיבים ציינו כי המבקשים ביססו את טענתם הזו על שני עניינים –
2 הראשון הוא דף תנאים של אחד ממנפיקי ה-Notes שצורף לחו"ד עמיהוד, ממנו
3 עולה – לשיטת המבקשים – כי המרווח הסביר בין מחיר הציטוט למחיר הבורסאי
4 לא יעלה על 2% ; והשני הוא דברים שנאמרו בהליך אחר על-ידי גברת דרייבלט, אשת
5 כספים בקבוצת אקסלנס, מהם עולה לכאורה כי שווי ה-Note המגבה אמור לשקף
6 את שווייה ההוגן של האג"ח.
7
8 בהתייחס לדף התנאים, ציינו המשיבים כי פרופ' עמיהוד הודה בחקירתו שמסמך
9 זה אינו מתייחס כלל למרווח בין מחיר הציטוט לבין שער האג"ח, אלא לפער בין
10 המחיר בו המנפיק הזר מוכן לקנות את ה-Note לבין המחיר בו הוא מוכן למכור את
11 ה-Note (Bid-Offer Spread). לכן – כך טענו המשיבים – למרווח זה אין כל נפקות
12 בענייננו, ולא ניתן לגזור ממנו את המרווח ה"סביר". עוד נטען כי בדף התנאים צוין
13 מפורשות כי הוא חל רק בתנאי שוק רגילים, שלא חלו בבתקופה הרלוונטית. יתרה
14 מזאת, גם פרופ' עמיהוד הודה כי בתנאים בהם היה מצוי השוק באותה תקופה –
15 כאשר שוק האג"ח נסחר בחסר משמעותי ביחס לערך המתואם – מרווח של 10%
16 בין מחיר הציטוט לבין המחיר הבורסאי היה סביר.
17
18 בנוגע לדברי גברת דרייבלט, נטען כי היא ציינה שמבחינת הכללים החשבונאיים, יש
19 להציג במאזן את שווי ה-Notes (המוצגים כנכסים) לפי שווי האג"ח (המוצגות
20 כהתחייבויות). ואולם, לגישת המשיבים, אין לכללים אלה כל השפעה מסחרית-
21 כלכלית, ואין להסיק מאופן ההצגה החשבונאית אודות זהות בין מחיר אגרות-החוב
22 לבין מחירי ה-Notes.
23
24 עוד טענו המשיבים כי קיימים הבדלים משמעותיים בין ה-Notes לבין האג"ח. לכן
25 אין ממש בניסיונם של המבקשים להשוות ביניהם ולטעון כי מדובר למעשה באותו
26 מוצר כך שמחירם של שני אלה צריך להיות זהה. כך, ה-Note הוא נכס לא סחיר,
27 שניתן לרכוש אותו רק בחו"ל בעסקה מול מנפיק אחד בלבד, ומחירו מושפע בין
28 היתר מהשיקולים הספציפיים של אותו מנפיק. האג"ח לעומתו היא נכס סחיר, ניתן
29 לרכוש אותה בישראל בלבד ומחירה תלוי בגורמים השונים המשפיעים על שוק



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 האג"ח. בנוסף, על-פי תשקיפי האג"ח, מערכת היחסים שבין חברות ה-SPC לבין
2 מנפיקי ה-Notes מופרדת ומנותקת לחלוטין ממערכת היחסים שבין חברות ה-SPC
3 למחזיקי האג"ח – שאין להם כל אפשרות לסחור עם המנפיקים הזרים ולקבל את
4 מחיר הציטוט, ואף אין להם כל יריבות עם המנפיקים.
5
6 לביסוס טענותיהם, צירפו המשיבים את חו"ד גלאי ממנה עולה כי בתקופה .25
7 הרלוונטית נסחרו כל האג"ח בשוק במחיר חסר, שהגיע לפעמים ל-45% לעומת
8 הערך המתואם של האג"ח. עוד צוין בחו"ד גלאי כי גם פרסום מידע שאין חולק כי
9 הוא מהותי למחזיקי האג"ח – כגון הערך המתואם של האג"ח ודירוגה – לא בלם
10 את ההיצע האדיר בשוק האג"ח ואת הירידה במחיריהן כתוצאה מכך. לגישתו של
11 פרופ' גלאי, גם פרסום של מחיר הציטוט של האג"ח – דרישה שאינה סבירה
12 כשלעצמה – לא היה משפיע על החלטת החברות המנהלות למכור את האג"ח
13 בבורסה, ולכן לא היה משפיע גם על מחיר האג"ח.
14
15 זאת ועוד, המשיבים ציינו כי גם לאחר הודעת המנפיק הזר על ביצוע פדיון מוקדם
16 של ה-Notes, בחר חלק ניכר מהמשקיעים למכור את אגרות-החוב שברשותם,
17 למרות שהם יכלו לקבל את מלוא תמורת השקעתם אילו היו ממתניים פרק זמן
18 נוסף. מכאן שלא הייתה משמעות מהותית לפרסום מחירי הציטוט של ה-Notes,
19 שכן גם המידע שהיה גלוי למשקיעים ושאין חולק לגבי מהותיותו (כמו הערך
20 המתואם של האג"ח ודירוגה) לא בלם את הידרדרות מחירי האג"ח בשוק המשני.
21
22 עוד טענו המשיבים כי בתקופה הרלוונטית לא הייתה חובה על מי מהמשיבים – וכך
23 גם על חברות ה-SPC אשר לא נתבעו כלל – לפרסם דוחות מידיים לגבי ציטוטי
24 מחיר שהתקבלו בקשר ל-Notes. טענות המבקשים בנוגע להפרת חובות פרסום
25 ודיווח – עמומות ככל שהיו – נוגעות לדיווחים שרק חברות ה-SPC היו עשויות לחוב
26 בהם, ולא המשיבים. המבקשים לא פירטו את האופן או התדירות שבהם נדרשו
27 לשיטתם הדיווחים בנוגע למחירי הציטוט. מנגד, המשיבים הוכיחו כי תשקיפי
28 ההנפקה של האג"ח שאושרו על-ידי הרשות, לא הטילו כל חובה כזו בשלב ההנפקה
29 או באופן שוטף.
30



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 42419-09-15 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

26. המשיבים הוסיפו וטענו כי גם לפי הנחיות הרשות בקשר לחובות הדיווח המוטלות
על מנפיקי אג"ח מובנות שפורסמו במהלך תקופת התביעה ולאחריה, לא הייתה כל
דרישה לדווח על מחירי הציטוט ועל המרווחים שנוצרים מההפרשים במחירים.
חובת הפרסום היחידה (שהמשיבים קיימו אותה) נגעה לזהות מנפיקי הנכסים
המגבים ולסיכונים אליהם חשופים המשקיעים. כמו כן, לא רק שהעסקאות לא
הוסתרו מהציבור, אלא שהן אושרו במלואן על-ידי הנאמן למחזיקי אגרות-החוב
של הסדרות השונות, כלומר על-ידי נציגם של מחזיקי האג"ח.
8
המשיבים אף ביקשו שבית-המשפט ידחה את טענות המבקשים המבוססות על
עמדת הרשות, ממספר טעמים שפורטו על-ידיהם. עוד הדגישו המשיבים כי מנהלי
קבוצת אקסלנס באותה תקופה ובראשם מר פוקס שריכוז את תחום הפעילות
במוצרים המובנים, העריכו שהבהלה בה היה מצוי השוק היא מוגזמת. הם העריכו
כי קיימת אפשרות ריאלית שהמנפיקים יבקשו לפרוע את ה-Notes בפירעון מוקדם,
מה שיוביל לתשלום מלוא הקרן למחזיקי אגרות-החוב. אפשרות זו טמנה בחובה
הזדמנות להפקת רווחים כתוצאה מהפירעון המוקדם, בגובה ההפרש בין מחיר
השוק של האג"ח באותה עת לבין המחיר שישולם בפועל למחזיקים. הערכה זו
התבססה על נתונים מאקרו-כלכליים שהיו גלויים וידועים לכל המשקיעים, וודאי
שהיו ידועים לחברות המנהלות מהן רכשה קבוצת אקסלנס את אגרות-החוב שהן
גופים מוסדיים מתוחכמים. העובדה כי הערכתם של מנהלי קבוצת אקסלנס
התבררה בדיעבד כנכונה, אינה גורעת מהסיכון שלקחו המשיבים על עצמם, סיכון
שכתוצאה ממנו היתה החלטת ההשקעה עשויה גם להסתיים בהפסדים.
22
המשיבים התייחסו גם לטענת המבקשים לפיה בעלי העניין הם אלה שפעלו על מנת
לרכוש את האג"ח במחיר מוזל בבורסה ולא חברות ה-SPC, וכי עובדה זו מעידה על
הניסיון להסתיר מהנאמן ומהציבור את הרווחים שנצברו. המשיבים השיבו כי
חברות ה-SPC הן חסרות אמצעים כספיים. בהתאם לתסקיפיהן, הן אינן יכולות
ליטול אשראי על מנת לבצע רכישות בבורסה. לפעולות אלה יש גם הצדקות בהיבט
המיסוי, מה עוד שבפועל הופיעו הרווחים בדוחות של אקסלנס השקעות, כך
שהדברים היו גלויים.
30



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 42419-09-15 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

דין

1
2 שתי שאלות עיקריות טעונות הכרעה בהחלטה דנן. **השאלה הראשונה** נוגעת
3 בעיקרה להיקפה של חובת הדיווח והאם חובה זו הופרה על-ידי המשיבים או מי
4 מהם ככל שהדבר נוגע למחירי הציטוט של ה-Notes שגיבו את האג"ח ולתנאי
5 העסקאות שבוצעו על-ידי בעלי העניין; **השאלה הנוספת** – שהדיון בה קודם לשאלה
6 הראשונה, נוגעת לזהותו של מי שזכאי להעלות טענות בהקשר זה. באופן יותר
7 ספציפי השאלה היא האם מי שאינו מחזיק בנייר-ערך, לא החזיק בו בעבר ולא שקל
8 לרכוש אותו – רשאי להעלות טענות הנוגעות להפרת חובת הדיווח, כמי שנפגע
9 בעקיפין מהפרת החובה כעמית בקופת-גמל. טענה זו היא טענת סף שכן הכרעה בה
10 עשויה להביא למסקנה לפיה אין מקום לדון בבקשת האישור לגופה לאור זהות
11 המבקשים והעדר היריבות ביניהם לבין המשיבים.
12
13 כפי שיובהר להלן, אני סבורה כי יש לקבל את טענת הסף של המשיבים, ולדחות את
14 בקשת האישור. לכן, אין מקום לדון לגופה בשאלה הראשונה שנתייחס אליה בשולי
15 הדברים רק בקצרה.

טענות הסף – האם המבקשים זכאים להגיש את בקשת האישור?

16
17
18 שתי טענות סף הכרוכות זו בזו טעונות הכרעה – **הראשונה** נוגעת לפרשנותו של חוק
19 תובענות ייצוגיות ובעיקר לפרשנות פרט 5 לתוספת השנייה בחוק. השאלה היא האם
20 עמיתים בקופות-גמל המנוהלות על-ידי החברות המנהלות אשר הן המחזיקות
21 בניירות-ערך, מוגדרים כמי שיש להם "זיקה לנייר ערך" בהתאם להוראת פרט 5
22 הנ"ל, באופן המאפשר להם להגיש תביעה ייצוגית בעילה הנוגעת להטעה בדיווח
23 שפגעה בשווי ניירות-הערך המוחזקים על-ידי קופות-הגמל; **והשנייה** נוגעת לא רק
24 לאפשרות של הגשת תביעה ייצוגית, אלא לשאלה הכללית של היריבות בין עמית
25 בקופת-גמל לבין החברה המנהלת בהתייחס לתביעה בעילה של דיווחים מטעים
26 (כמו גם ביחס ליתר עילות התביעה נושא הבקשה). סוגיות אלה יפורטו להלן.

"עמית", "קופת-גמל" ו"חברה מנהלת"

27
28
29 בטרם יידונו שתי הסוגיות הללו לגופן, נבהיר בקצרה מהם "עמית", "קופת-גמל"
30 ו"חברה מנהלת", ומהו מערך הזכויות והחובות ביניהם הרלוונטי לענייננו.
31



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

- 1 נקדים ונציין כי בעבר לא הוסדר מעמדן של קופות-הגמל בחקיקה ראשית אלא
2 בתקנות מס הכנסה (כללים לניהול ואישור קופות-גמל), התשכ"ד-1964. בהמשך,
3 במסגרת רפורמה מקיפה בשוק קופות-הגמל הפנסיוניות ובעקבות המלצות שניתנו
4 על-ידי צוות בין-משרדי בראשות מנכ"ל משרד האוצר באותה עת, ד"ר יוסי בכר
5 (דו"ח הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון (ספטמבר 2004)), נחקק חוק
6 הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות-גמל), התשס"ה-2005 (להלן: **"חוק הפיקוח
7 על קופות-הגמל"**). חוק זה הוא המסדיר את פעילותן של קופות-הגמל כיום (רי"ע"א
8 6187/15 פסגות קופות-גמל ופנסיה בע"מ במעמדה כנאמן לעמיתי **"קרן הפנסיה
9 של הסתדרות העובדים הלאומית בע"מ" נ' צולר**, פס' 31 (28.05.2018)).
10
11 במסגרת הרפורמה חויבו קרנות הפנסיה לבצע שינוי מבני כך שתיווצר הפרדה בין
12 הבעלות בקרן הפנסיה (קופת-הגמל בענייננו), לבין הניהול השוטף של הקרן אשר
13 ייעשה באמצעות "חברה מנהלת" (רי"פ (מחוזי מרכז) 22055-09-10 **לעתיז חברה
14 לניהול קרנות פנסיה בע"מ נ' זקס**, פס' 12 (06.02.2013)).
15
16 סעיף ההגדרות בחוק הפיקוח על קופות-גמל מגדיר **"קופת-גמל"** כ"קרן או תכנית
17 ביטוח שניתן לגביהן אישור קופת-גמל לפי הוראות סעיף 13"; **"עמית"** מוגדר שם
18 כ"מי שרשומים על שמו כספים ברישומי קופת-גמל או מי שזכאי לקבל כספים
19 מקופת-גמל, למעט מוטב ולמעט עובד של עמית-מעביד". ס' 22 ו-23 בחוק קובעים
20 את אופן הפקדת הכספים של העמית בקופת-הגמל ואת אפשרויות העמית למשיכת
21 כספיו מהקופה.
22
23 **"חברה מנהלת"** היא החברה המנהלת את קופת-הגמל, והיא מוגדרת בחוק כ"חברה
24 שקיבלה רישיון חברה מנהלת". תפקידה של החברה המנהלת מעוגן בס' 2 לחוק
25 הקובע כי –
26 **"(א) לא ינהל אדם קופת-גמל אלא אם כן ניתן לו רישיון**
27 **חברה מנהלת, ובהתאם לתנאי הרישיון, והכל אם**
28 **לא נקבע אחרת בחוק זה.**
29 **(ב) חברה מנהלת תנהל קופת-גמל, בהתאם לתנאים**
30 **באישור קופת-הגמל ובתקנון הקופה.**" (ההדגשה
31 היא שלי – ר.ר.)



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 42419-09-15 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1

2

החובות המוטלות על החברה המנהלת מפורטות בס' 3 לחוק –

3

”(א) חברה מנהלת תשמש נאמן על נכסי קופות-הגמל

4

שבניהולה, לטובת העמיתים.

5

(ב) בניהול נכסי קופות-הגמל, במתן שירות לעמיתיהן

6

ובמילוי שאר תפקידיה לפי הוראות חוק זה, תפעל החברה

7

המנהלת באמונה ובשקיפה לטובת כל אחד מהעמיתים, לא

8

תפלה בין הזכויות המוקנות לאותם עמיתים ולא תעדיף כל

9

ענין וכל שיקול על פני טובתם.

10

(ג) חברה מנהלת תנהג בזהירות וברמת מיומנות שנאמן

11

מיומן היה נוהג בהן בנסיבות דומות, ותנקוט את כל

12

האמצעים הסבירים לשם שמירה על נכסי קופות-הגמל

13

שבניהולה ועל הזכויות הנובעות מנכסים אלה.”

14

15 .31 נכסי קופת-הגמל מוגדרים כ”סך כל הנכסים המנוהלים על-ידי חברה מנהלת,

16

בעבור עמיתי קופת-גמל שבניהולה”, וכספי קופת-גמל מוגדרים כ”סך כל הכספים

17

וההכנסות שנתקבלו על-ידי חברה מנהלת לקופת-גמל שבניהולה, לאחר ניכוי כל

18

אלה...”

19

20 ס' 26 לחוק מסדיר את האופן בו תשקיע החברה המנהלת את כספי קופת-הגמל

21

שבניהולה וס' 27 מורה כי החברה המנהלת תחזיק ותנהל את נכסי קופת-הגמל

22

שבניהולה בנפרד מרכושה. לפי ס' 16 לחוק, קופת-הגמל תתנהל לפי תקנון שאושר

23

לה על-ידי הממונה על הביטוח, וזכויותיהם וחובותיהם של העמיתים ייקבעו על-פי

24

תקנון זה.

25

26 .32 מערכת היחסים בין העמית, קופת-הגמל והחברה המנהלת כפי שהיא עולה מסעיפי

27

החוק שפורטו לעיל היא כזו: העמית (ולעיתים גם המעביד של העמית) מפקיד

28

כספים לקופת-הגמל (גוף שככל הנראה איננו בעל אישיות משפטית נפרדת). הכספים

29

הללו – הם ”כספי קופת-הגמל” – מנוהלים על-ידי החברה המנהלת. החברה

30

המנהלת משקיעה כספים אלה לפי מדיניות ההשקעות של הקופה, והיא רוכשת

31

באמצעותם נכסים שונים – הם ”נכסי קופת-הגמל”. החברה המנהלת משמשת



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 כנאמן על נכסים אלה לטובת העמיתים. הכספים אותם מפקיד העמית בקופת-הגמל
2 רשומים ברישומי קופת-הגמל על שמו, והוא זכאי לקבל אותם מקופת-הגמל.

3

4 דרישת פרט 5 לתוספת השנייה - "זיקה לנייר ערך"

5 33. לאור האמור לעיל, יש לבחון האם לעמית בקופת-גמל יש "זיקה לניירות-ערך"

6 שנרכשים בכספי קופת-הגמל על-ידי החברה המנהלת, לצורך פרט 5 בתוספת
7 השנייה בחוק תובענות ייצוגיות.

8

9 ס' 3(א) לחוק תובענות ייצוגיות קובע כי –

10 " לא תוגש תובענה ייצוגית אלא בתביעה כמפורט בתוספת

11 השניה או בענין שנקבע בהוראת חוק מפורשת כי ניתן

12 להגיש בו תובענה ייצוגית.."

13

14 בהמשך לכך, ס' 4(א) לחוק תובענות קובע מי רשאי להגיש בקשה לאישור תובענה
15 ייצוגית –

16 "אלה רשאים להגיש לבית-המשפט בקשה לאישור

17 תובענה ייצוגית כמפורט להלן:

18 (1)אדם שיש לו עילה בתביעה או בענין כאמור

19 בסעיף 3(א), המעוררת שאלות מהותיות של עובדה

20 או משפט המשותפות לכלל החברים הנמנים עם

21 קבוצת בני אדם – בשם אותה קבוצה; ..."

22

23 34. בדברי ההסבר לסעיף 3 להצעת חוק תובענות ייצוגיות, התשס"ו – 2006 (ה"ח 234

24 ביום 26/1/06) נקבע בהקשר זה כי:

25 "כאמור במבוא, תחולתו של החוק המוצע מוגבלת לאותם

26 עניינים המנויים בתוספת השנייה... מאחר שמטרת הצעת

27 החוק היא, בין השאר, להגדיר את היקף העניינים שבהם

28 ניתן להגיש תובענות ייצוגיות, מוצע לקבוע במפורש כי

29 תובענה ייצוגית לא תוגש אלא לפי הוראות החוק המוצע,

30 ככל שאין בחוק אחר הוראה מפורשת לענין זה"

31



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 לאור האמור לעיל ציינתי בהחלטה בת.א. 1694/07 בש"א 18181/07 פן נ' רכבת
2 ישראל בע"מ (15.10.2007) (להלן: "ענין רכבת ישראל") כי "המחוקק הותיר בעינו
3 את המצב לפיו ניתן להגיש תביעות ייצוגיות רק במספר מוגבל של מקרים, שהם
4 המקרים המנויים בתוספת השנייה לחוק. מקרה שאיננו כלול בתוספת השנייה,
5 לא יוכל להיות נדון כתביעה ייצוגית – אף אם הוא 'מתאים' להידון כתביעה ייצוגית
6 מבחינות אחרות".

7
8 מכאן כי יש לבחון האם עומדת למבקשים עילת תביעה בהתאם לאחד הפרטים
9 שבתוספת השנייה לחוק, שאלמלא כן – לא ניתן יהיה לדון בבקשתם לאישור תביעה
10 ייצוגית, גם אם היא "מתאימה" לכך מבחינות אחרות.

11
12 35. בקשת האישור הוגשה לפי פרט 5 לתוספת השנייה לחוק, המאפשר להגיש "תביעה
13 בעילה הנובעת מזיקה לנייר-ערך או ליחידה". כן הובהר בהמשך הסעיף כי "לענין
14 זה – 'זיקה' – בעלות, החזקה, רכישה או מכירה".

15
16 המונח "זיקה" החליף את הדרישה שהייתה בחוק החברות הישן, לפיה על התובע
17 להיות "מחזיק" בנייר-ערך. הביטוי "זיקה לנייר-ערך" הוא רחב יותר. המונח
18 "זיקה" הוגדר על-ידי המחוקק ככולל בעלות, החזקה, רכישה או מכירה של נייר-
19 הערך. ההרחבה שיוצר המונח "זיקה" נוגעת למי שהיה בעבר בעלים או מחזיק
20 בנייר-ערך של החברה וחדל להחזיק בו. התובע הייצוגי אינו חייב אם כן להיות מי
21 שמחזיק בנייר-הערך במועד התביעה. גם מי שאינו מחזיק עוד בנייר-הערך לאחר
22 שמכר או רכש אותו בעבר זכאי, מכוח ה"זיקה" שלו לנייר-הערך, להגיש תביעה
23 ייצוגית בגין נזק שגרמו לו מעשה או מחדל שנעשו בעת שהחזיק בנייר-הערך (ר'
24 בש"א (מחוזי חיפה) 7998/03 קלינברגר נ' הפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ,
25 פס' 10 (26.12.2004); ואביאל פלינט וחגי ויניצקי תובענות ייצוגיות 438-439
26 (2017)).

27
28 36. המשיבים טענו כאמור כי למבקשים אין עילה הנובעת מ"זיקה" לנייר-ערך, שכן הם
29 אינם ואף לא היו מי שהחזיקו בניירות-הערך – האג"ח, אלא החברות המנהלות
30 החזיקו בהם לטובתם ולטובת יתר חברי הקבוצה, עמיתי הקופות. המבקשים טענו
31 מנגד כי לפי פרט 5 לתוספת השנייה בחוק תובענות ייצוגיות, התובע הייצוגי אינו



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 חייב להיות בעצמו בעלים או מחזיק של נייר-ערך, אלא די בכך שיש לו "זיקה"
2 לנייר-הערך, ודי בכך שהוא נפגע מרכישה או ממכירה שלו. המבקשים הוסיפו כי
3 גישתו של חוק תובענות ייצוגיות כמו גם גישת הפסיקה בנושא, היא גישה מרחיבה
4 ולא דווקנית בכל הנוגע לזהותו של התובע הייצוגי.

5

6 הזכויות והחובות של העמיתים ושל חברת הניהול בנכסי קופת-הגמל

7 37. כדי לבחון האם לעמיתים בקופות-גמל יש "זיקה" לניירות-הערך שנרכשו על-ידי
8 החברות המנהלות, יש לבחון תחילה ביתר פירוט את הוראות החוק והתקנות
9 השונות ביחס לזכויות העמיתים ולזכויותיה וחובותיה של החברה המנהלת בקופת-
10 הגמל. בחינת זכויות אלה תהיה רלוונטית גם בבחינת השאלה השנייה – האם יש
11 לעמיתים יריבות ישירה כלפי החברות המדווחות שאת ניירות-הערך שלהן רכשה
12 החברה המנהלת.

13

14 38. המסקנה העולה מהוראות חוק הפיקוח על קופות-גמל, היא כי החברה המנהלת –
15 כשמה כן היא – מנהלת את נכסי קופת-הגמל. העמיתים אינם מנהלים את הנכסים
16 אלא הניהול הוא עבורם ולטובתם (ר' את הגדרת המונח "נכסי קופת-הגמל" בסעיף
17 ההגדרות כפי שצוטטה לעיל). לכן, על שמו של העמית לא רשומים נכסים אלא –
18 וכעולה מהגדרת המונח "עמית" בסעיף ההגדרות – רשומים על שמו **כספים**
19 ברישומי קופת-הגמל או שהוא רשום כמי שזכאי לקבל כספים מקופת-הגמל. לעמית
20 אין אם כן זכות ישירה בנכסים שקופת-הגמל משקיעה בהם – ובכלל זה בניירות-
21 ערך.

22

23 המבקשים דגן לא החזיקו – ואף לא נטען כי החזיקו בעבר – באג"ח נושא בקשת
24 האישור באופן ישיר. מי שהחזיק באג"ח היו כאמור החברות המנהלות שרכשו את
25 האג"ח לטובתם. כך עולה גם מהאופן בו הוגדרה הקבוצה המיוצגת על-ידי
26 המבקשים עצמם (ס' ב' לבקשת האישור) – **"כל העמיתים בקופות-גמל ו/או**
27 **משקיעים בקרנות נאמנות אשר נפגעו עקב מכירה של אגרות-החוב המובנות**
28 **(כהגדרתן בס' 9.4 להלן), שהיו בידי קופות-הגמל ו/או קרנות הנאמנות"** (ההדגשה
29 היא שלי, ר.ר.).

30



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 42419-09-15 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

39. המסקנה לפיה הנכסים בהם משקיעה החברה המנהלת אינם נכסי העמיתים וכי לעמיתים אין זיקה ישירה לנכסים אלה, עולה גם מתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות-גמל) (כללי השקעה החלים על גופים מוסדיים), התשע"ב-2012. בתקנות אלה מוגדר "משקיע מוסדי" בין היתר כ-"חברה מנהלת – לגבי השקעות המבוצעות בעבור קופת-גמל שבניהולה". "נכסים של משקיע מוסדי" (ובכלל זה אם כן גם נכסי חברה מנהלת) מוגדרים לגבי חברה מנהלת כ-"נכסי קופות-הגמל שבניהולה". תקנה 6 מתירה למשקיע מוסדי להשקיע בכל נכס בכפוף למגבלות שנקבעו בתקנות, בעוד תקנה 21 מוסיפה וקובעת כי "משקיע מוסדי יחזיק בנכס רק אם זכותו בו היא זכות בעלות, לרבות זכות חכירה לדורות, ושליטתו בו מלאה, שלמה וישירה ולא רובצים עליו שעבוד או משכנתה."
- המשקיע המוסדי – ובכלל זה החברה המנהלת את קופת-הגמל - רשאי אם כן לרכוש נכסים מסוגים שונים באמצעות כספי קופת-הגמל, והוא רשאי להחזיק בהם בתנאי שהנכסים הללו יהיו בבעלותו ובשליטתו המלאה, השלמה והישירה. אכן, ההחזקה של החברה המנהלת בנכסים היא לטובת העמיתים, אולם הבעלות בהם צריכה כאמור להיות שלה ולא של העמיתים.
- ההפרדה בין העמיתים לבין נכסי קופת-הגמל ובכלל זה בין העמיתים לבין ניירות-ערך בתאגידים שהחברה המנהלת רוכשת, עולה גם מהעובדה שהמשקיע המוסדי – ולא העמיתים בקופה – הוא הרשאי להשתתף באספות הכלליות של התאגיד ו"להצביע" את המניות שהוא מחזיק בהן. כך בס' 31 לחוק הפיקוח נקבע כי "השר יקבע הוראות לענין השתתפות חברה מנהלת, בעבור קופת-גמל שבניהולה, בהצבעות באסיפה כללית של תאגיד שהחברה היא בעלת זכות הצבעה בו בשל ניהול נכסי אותה קופת-גמל". מכוח סעיף זה הותקנו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות-גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט-2009. תקנה 2 לתקנות האמורות קובעת כי "משקיע מוסדי ישתתף ויצביע באסיפה כללית של תאגיד שהוא בעל זכות הצבעה בו, בעד או נגד הצעת החלטה המובאת לאישור."
40. מעבר לעובדה ש"נכסי קופת-הגמל" (ובכלל זה ניירות-ערך כמו האג"ח נושא הבקשה) המנוהלים על-ידי החברה המנהלת אינם בבעלותם או בהחזקתם של



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 העמיתים, הרי גם לא כל "כספי קופת-הגמל" שייכים במלואם לעמיתים. זאת
2 משום שהחברה המנהלת רשאית לנכות מכספים אלה דמי-ניהול והוצאות שונות.
3 כך קובע ס' 32 לחוק הפיקוח כי חברה מנהלת רשאית לגבות מהעמית דמי-ניהול,
4 הוצאות ישירות הנובעות מעסקות בנכסי קופת-הגמל וכן דמי-ביטוח שונים.

5
6 בהוראה שפרסם אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר ביום 29.9.2016
7 לגבי אופן הדיווח השנתי והרבעוני שיינתן לעמיתים ומבוטחים בגוף מוסדי, מוצגת
8 (בעמ' 30) טבלה המפרטת את התנועות בחשבון העמית. יתרת הכספים המצויים
9 בחשבון העמית בסוף השנה היא תוצאה של יתרת הכספים שהיו מצויים בחשבון
10 בתחילת השנה, בתוספת הכספים שהופקדו והועברו לחשבון והרווחים או
11 ההפסדים שנצברו מניהול ההשקעות בחשבון, בחיסור הכספים שהועברו מהחשבון
12 **ובניכוי דמי הניהול** שנגבו. ההסדר האמור לעיל יוצר נתק נוסף בין כספי הקופה
13 לבין העמיתים, שזכאים לקבל את הכספים רק לאחר שהחברה המנהלת גובה מהם
14 את חלקה בהם. גם עניין זה מדגיש את החשיבות לכך שהכספים יעברו "דרך"
15 החברה המנהלת והקופה לפני שהם מגיעים לידיהם של העמיתים.

16
17 יישום – למי יש "זיקה" לניירות-הערך?

18 41. את כל האמור לעיל יש ליישם אם כן כדי לבחון האם לעמיתים יש "זיקה" לניירות-
19 הערך לצורכי פרט 5 בתוספת השנייה.

20
21 כדי לבחון את שאלת קיומה של "זיקה" לעמיתים, נתייחס קודם כל ללשונה של
22 ההגדרה למונח זה כפי שהיא הובאה לעיל, שכן נקודת המוצא של כל הליך פרשני
23 היא לשון החוק עצמו (ר' ע"א 8569/06 **מנהל מיסוי מקרקעין חיפה נ' פוליטי**, סב(4)
24 280, פס' 26-27 (2008)). "זיקה" כוללת כאמור **בעלות, החזקה, רכישה או מכירה**
25 של ניירות-ערך. כפי שעולה ממכלול האמור לעיל, לא ניתן לקבוע כי לעמיתים
26 בקופת-הגמל יש בעלות בניירות-הערך המנוהלים על-ידי החברה המנהלת, שהם
27 נכסי הקופה ולא נכסי העמיתים. העמיתים אף אינם מחזיקים בניירות-הערך הללו,
28 ואינם בעלי הזכויות הכרוכות בהחזקתם כמו הזכות להשתתף באספות הכלליות
29 של החברה וכד'. העמיתים אינם מי שרכשו או מכרו, או יכלו לרכוש את למכור את
30 ניירות-הערך. מכוח לשונה של ההגדרה האמורה אין לכן לעמיתים "זיקה" לאגרות-
31 החוב נושא בקשת האישור.



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1
2 מסקנה דומה עולה ממספר החלטות של בתי-המשפט המחוזיים במקרים בהם .42
3 התעוררה שאלה דומה של זיקתם של עמיתים בקופות-גמל לנייר-הערך לצורך פרט
4 5 הנ"ל בתוספת השנייה.

5
6 כן, בת"צ (מחוזי ת"א) 1461-09 **ברקוביץ נ' יחיאל** (12.05.2010) (להלן: "**עניין**
7 **ברקוביץ**") הוגשה תובענה ייצוגית על-ידי עמית בקופת-גמל נגד נושאי משרה
8 בקופה, בטענה לניהול רשלני של נכסי הקופה שגרמו להפסדים לעמיתים. עילת
9 התביעה התבססה על פרט 5 בתוספת השנייה לחוק תובענות ייצוגיות. בהחלטה
10 באותו ענין קבע בית-המשפט (השופט י' פרגו) כי חברות בקופת-גמל – לאור
11 מאפייניה השונים ממאפייני בעלות במניה – אינה יוצרת "זיקה לנייר-הערך". לכן
12 לעמית בקופת-גמל לא עומדת עילת תביעה לפי פרט 5. מאחר שעילת התביעה
13 התבססה על פרט 5, קבע בית-המשפט כי יש למחוק את הבקשה לאישור על הסף.
14

15 בת"צ (כלכלית) 14227-04-11 **פלד נ' פנומל החזקות בע"מ** (03.05.2012) (להלן: .43
16 "**עניין פלד**") הוגשה בקשה לאישור כנגד החברה המנהלת של קופות-גמל על-ידי
17 עמיתים בקופה, בעילה של ניהול רשלני לפי פרט 5 לתוספת השנייה. בית-המשפט
18 (הש' קרת-מאיר) קבע (בהתאם להחלטה בענין **ברקוביץ**) כי בקשה כזו צריכה להיות
19 מוגשת לפי פרט 2 לתוספת השנייה – תביעה נגד מבטח, סוכן ביטוח או חברה מנהלת
20 – ולא לפי פרט 5. משכך נקבע כי הסמכות העניינית לדון בבקשה איננה נתונה
21 למחלקה הכלכלית המוסמכת לדון רק בתביעות ייצוגיות מכוח פרט 5.
22

23 בית-המשפט הבהיר בהחלטה בענין **פלד** את מהותה של מערכת היחסים בין העמית
24 לבין קופת-הגמל לאור חוק הפיקוח על קופות-הגמל. מערכת יחסים זו – כך נקבע
25 שם – שונה לחלוטין ממערכת היחסים נושא זכות התביעה בהתאם לפרט 5, ולכן
26 היא אינה יוצרת "זיקה" בין העמית לבין נייר-הערך המהווה חלק מנכסי הקרן.
27

28 בית-המשפט התייחס באופן ספציפי לטענה לפיה ניתן לראות בעמיתים כבעלים של
29 הנכסים המנוהלים על-ידי קופת-הגמל ודחה אותה. בית-המשפט הפנה בהקשר זה
30 לפסק-הדין בד"נ 1/76 **רפק אלקטרוניקה בע"מ נ' פקיד השומה למפעלים גדולים**,
31 לא(1) 681, 694 (1976), בו נקבע כי בנסיבות אותו מקרה ונוכח ההוראות הברורות



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 בתקנון קופת-הגמל, הנכסים וניירות-הערך הנרכשים על-ידי קופת-הגמל, הם
2 נכסיה של הקופה ולא נכסי העמיתים. יובהר עם זאת כי בשולי ההחלטה בענין פלד
3 ציין בית-המשפט כי "עניין זה עולה אך ורק לצורך הטענה בדבר סמכותה של
4 המחלקה הכלכלית, ואין מקום, לצורך זה בלבד, לפרש באופן מלאכותי את המונה
5 'זיקה' לניירות-ערך".

6
7 בת"צ (מחוזי חיפה) 1318-99 פסגות קופות-גמל ופנסיה בע"מ נ' אלסינט בע"מ .44
8 (27.09.2017, להלן: "ענין אלסינט"), הוגשה בקשה לאישור תובענה ייצוגית על-ידי
9 חברות מנהלות שהחזיקו במניות חברת אלסינט, נגד בעלי השליטה בחברה ונושאי
10 משרה שמונו מטעמם, בטענות לקיפוח בעלי-מניות המיעוט. בהחלטה הנוגעת
11 לאישור הסדר הפשרה שהושג בין הצדדים התייחס בית-המשפט (הש' א' קיסרי)
12 לאחד מנימוקי המתנגדים להסדר, לפיו מאחר שהתובעות הן חברות מנהלות, הרי
13 שהפיצוי שישולם להן לא יגיע למי שהחזיק בעקיפין במועד הרלוונטי במניות
14 אלסינט – העמיתים בקופות-הגמל והמשקיעים בקרנות הנאמנות – אלא יגדיל את
15 נכסי קופות-הגמל וקרנות הנאמנות.

16
17 בית-המשפט קבע כי אין בטענה זו כדי לקבל את ההתנגדות, ואף הוסיף ברוח
18 פסיקת בתי-המשפט שפורטה לעיל כי –

19 **"...מעמדן של באות-כוח הקבוצה בהקשר של אישור הסדר**
20 **הפשרה הוא כשל מי שמייצגות את חברי הקבוצה שאינם**
21 **התובעות. במילים אחרות, מי שהיו בעת הרלוונטית**
22 **עמיתים בקופות-הגמל ומשקיעים בקרנות הנאמנות לא**
23 **החזיקו במניות אלסינט ולכן אינם נמנים עם חברי**
24 **הקבוצה. הם כונו אמנם 'מחזיקים בעקיפין' במניות**
25 **אלסינט, ועל-פי הטענה הם אלה שסבלו את הנזק בפועל,**
26 **אולם אף-על-פי-כן הם אינם חברי הקבוצה (ראו הגדרת**
27 **הקבוצה על שני חלקיה כאמור בהחלטה מיום 30.5.13),**
28 **וספק בעיניי אם באות-כוח הקבוצה יכולות לפעול בשמם.**
29 **שנית...התביעה הייצוגית בתיק זה היא תביעה לפי סעיף 5**
30 **לתוספת השנייה לחוק, היינו 'תביעה בעילה הנובעת**
31 **מזיקה לנייר ערך או ליחידה', כאשר 'זיקה' משמעה לפי**



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 42419-09-15 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 אותו סעיף 'בעלות, החזקה, רכישה או מכירה'. על-פי
2 הגדרות אלה, מי שבתקופה הרלוונטית היו עמיתים
3 בקופות-הגמל ומשקיעים בקרנות הנאמנות שניהלו
4 התובעות לא היו בעלים או מחזיקים של מניות אלסינט,
5 והתביעה הייצוגית אינה תביעתם או תביעה בשמם...
6 (ההדגשות הן שלי – ר.ר.)

7
8 יוער כי ההחלטה הנ"ל בענין אלסינט מדגימה היטב את מה שיובהר בהמשך – כי
9 תביעה ייצוגית כמו התביעה דנן צריכה ויכולה להיות מוגשת על-ידי החברות
10 המנהלות ולא על-ידי העמיתים בהן. עוד יובהר כי מהציטוט שהובא לעיל עולה כי
11 אף שמדובר בהחלטה הנוגעת להסדר פשרה בהליך בו העמיתים לא היו חלק מחברי
12 הקבוצה, בית-המשפט הביע מפורשות את דעתו לפיה העמיתים אינם ולא היו
13 בעלים או מחזיקים של המניות, ולכן לא יכלו לבוא בגדרה של תביעה מכוח פרט 5.

14
15 העדרה של "זיקה" לנייר-הערך לעמיתים בקופות-גמל, עולה גם מההבדלים בין מי
16 שהם עמיתים בקופת-גמל מצד אחד ומי שרוכשים מניות בחברות מהצד השני, כפי
17 שאלה תוארו בהחלטה בפש"ר (מחוזי ת"א) 1551/02 **עצמה קופת תגמולים**
18 **לעצמאיים ליד בל"ל לישראל בע"מ נ' בהט**, בעמ' 35-37 (27.07.2003), השופט ע'
19 מודריק, להלן: "ענין בהט"). כך הבהיר בית-המשפט באותו ענין את ההבדלים הללו
20

21 "הרוכש מניה של חברה מבקש לעצמו חלק בהון החברה
22 והלכה למעשה הוא מגשים בכך רצון להשתתף, במישרין
23 או בעקיפין, בפעילות הכלכלית של החברה. האם זה רצונו
24 וזו תכליתו של עמית בקופת-גמל הזוכה במניה מכוח
25 חברותו בקופה? נראה שהתשובה שלילית. עמית מפקיד
26 את כספו בקופת-גמל בלי שהוא משווה את המנייה לנגד
27 ענינו כל עיקר. אין הוא חפץ בחלק בהון החברה המנהלת
28 את הקופה ואין לו חלק ונחלה בפעילות הכלכלית של
29 החברה כחברה. עניינו של העמית הוא שהקופה תקבל את
30 כספו ותנהל את הכסף בשום שכל, בהגינות וביושר כלפיו
31 כך שתושג תוצאה מיטבית מן הכסף המושקע. עמית



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 **בקופת-גמל, כמוהו כרוכש יחידה בקרן נאמנות, שם**
2 **מבטחו במנהל הקופה ומידיו ידרוש שהשקעתו תגשים את**
3 **יעדה... מקובלת עלי השקפת המבקשות ולפיה תכלית**
4 **הצטרפותו של עמית לקופה אינה דומה לתכלית המגולמת**
5 **ברכישת מניה של חברה בעלת הון מניות. המצטרף לקופת-**
6 **גמל שם את מבטחו במנהלי הקופה שיפעלו עבורו בנאמנות**
7 **כדי להשיג תשואה מיטבית. (ההדגשה היא שלי, ר.ר.).**

8
9 במילים אחרות, ה"זיקה" הרלוונטית של העמית בקופת-הגמל אינה זיקה לנייר-
10 הערך אלא זיקה לקופת-הגמל – שבה שם העמית את מבטחו. אכן, החברה המנהלת
11 רוכשת עבור העמיתים ניירות-ערך והיא מנהלת את השקעותיה כדי להשיא ערך
12 עבור העמיתים. אולם פעולות אלה שנעשות לטובת העמיתים, אינן יוצרות זיקה
13 ישירה שלהם לניירות-הערך הללו, כפי שמונח זה מוגדר בפרט 5 לתוספת השנייה.

14
15 לכן, לאור כל האמור, אני סבורה כי לעמית בקופת-גמל אין "זיקה" לנייר-הערך
16 כמשמעותו של מונח זה בפרט 5 בתוספת השנייה. יובהר למען שלמות התמונה כי
17 המסקנה האמורה אינה משתנה גם ככל שמדובר בקרנות נאמנות (ור' בהקשר זה
18 את חקירתו הנגדית של פרופ' עמיהוד, פרוטוקול יום 7.5.2018, עמד 23 שורות 14-
19 20).

21 46. אציין בשולי הדברים כי באותם מקרים בהם מוגשת בקשה לאישור תביעה ייצוגית
22 מכוח פרט 5, וכאשר בית-המשפט מוצא כי לא קיימת למבקש "זיקה לנייר-ערך",
23 אולם ישנה אפשרות להגיש את הבקשה מכוח פרט אחר בתוספת השנייה – ניתן
24 לשקול את האפשרות להורות למבקש לתקן את הבקשה ולהגישה בהתאם לפרט
25 המתאים, תוך העברת הדיון (ככל שיש בכך צורך) מהמחלקה הכלכלית (המוסמכת
26 לדון בבקשות אישור מכוח פרט 5) למחלקה האזרחית בבית-המשפט או לבית-הדין
27 לעבודה במקרים המתאימים. אולם במקרה דנן, המבקשים לא טענו לעילת תביעה
28 אחרת המתאימה לפרט אחר בתוספת השנייה, ולא נראה כי עילה כזו קיימת. נזכיר
29 עוד כי הבקשה הנוכחית הוגשה מלכתחילה גם נגד אקסלנס גמל שהיא החברה
30 המנהלת של אחת מקופות-הגמל שהחזיקו בניירות-ערך עבור חברי הקבוצה, אולם
31 אקסלנס גמל נמחקה בהמשך מהבקשה.



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1
2 לכן, משהבקשה הוגשה מכוח פרט 5, מאחר שהמבקשים לא היו זכאים להגיש את
3 הבקשה מכוח פרט זה ומשאין פרט אחר בתוספת השנייה מכוחו ניתן היה להגיש
4 את הבקשה, יש לסלק את הבקשה על הסף (כפי שנקבע גם בהחלטות בענין **רכבת**
5 **ישראל** ובענין **ברקוביץ** שנזכרו לעיל). זאת גם בהנחה שהתנאים האחרים להגשת
6 הבקשה היו מתקיימים במלואם.

7

8 האם יש יריבות בין העמיתים בקופת-הגמל לבין המשיבים?

9 47. אני סבורה כי לא היה מקום לדון בבקשת האישור גם לולא היתה מוגשת כתביעה
10 ייצוגית אלא כתביעה אישית של המבקשים נגד המשיבים. במקרה כזה לא היה סי'
11 3(א) הנ"ל לחוק תובענות ייצוגיות מונע את הגשת התביעה, והיה מקום לבחון האם
12 ישנה בין התובעים לבין הנתבעים יריבות, והאם עומדת למבקשים עילת תביעה נגד
13 המשיבים.

14

15 כפי שהובהר לעיל, המבקשים לא החזיקו באופן ישיר באג"ח, שהוחזקו לטובתם
16 על-ידי החברות המנהלות. מי שביצע את העסקאות באג"ח ובכלל זה מי שמכר אותן
17 לבעלות הענין בעסקאות המתוארות בבקשה במועדים ובמחירים בהן הן נמכרו, היו
18 מטבע הדברים אלה שהחזיקו בהן – כלומר החברות המנהלות (ר' למשל סי' 25
19 לבקשת האישור), וזאת בהתאם לצרכיהן של החברות המנהלות ותוך הפעלת
20 שיקול-דעתן.

21

22 כפי שהובהר בראשית הדברים, הטענה העיקרית נושא הבקשה היא טענה הנוגעת
23 להפרת חובות הדיווח של בעלות הענין בנוגע למחירי הציטוט של ה-Notes. ואולם,
24 חובות הגילוי והדיווח מיועדות למשקיעים - קרי למי שמחזיק בניירות-הערך (כמו
25 גם למי שרוכש ניירות-ערך על-סמך הדיווח). הדיווחים לא נועדו ולא יכולים להיות
26 מיועדים למי שאינו מחזיק, לא החזיק ואינו שוקל להחזיק בניירות-הערך – אלא
27 שהם מוחזקים לטובתו על-ידי החברות המנהלות.

28

29 48. המסקנה לפיה תכלית הדיווח נוגעת למשקיעים בניירות-ערך עולה בין היתר מדברי
30 המלומדים מוטי ימין ואמיר וסרמן בספרם **תאגידיים וניירות-ערך**, בעמ' 39 (2006),
31 הסבורים כי "חוק ניירות-ערך והתקנות מכוחו מבהירים כי הגילוי הנאות אכן



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 **מכוון למשקיעים**". כך עולה גם מס' 2 לחוק ניירות-ערך הקובע את תפקידה של
2 הרשות כ"**שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות-ערך**".

3
4 החלטה של משקיע – רוכש או מוכר של ניירות-ערך – מתקבלת לאור המידע הקיים
5 ובכלל זה המידע המדווח על-ידי החברות שהנפיקו את נייר-הערך. הדיווח נועד אם
6 כן כדי לאפשר למשקיעים – המחזיקים או השוקלים לבצע עסקה בניירות-ערך,
7 לקבל את כל המידע הנדרש לצורך החלטת השקעה נכונה. מי שאינו אמור לקבל את
8 החלטת ההשקעה – איננו אם כן ה"נמען" של הדיווחים. לכן אין לו יריבות עם
9 הגורם המדווח, והוא אינו מי שניזוק ישירות מדיווחים מטעים ככל שישנם כאלה.

10
11 דברים דומים עולים גם מההחלטה בענין **בהט** שנזכרה לעיל. כעולה מהאמור שם,
12 עמית בקופת-גמל המפקיד בה את כספו אינו משווה לנגד עיניו את המנייה או
13 האג"ח שנרכשים על-ידי הקופה, ואין לו ענין בפעילות הכלכלית של החברה שנייר-
14 הערך שייך לה (פעילות עליה מדווחת החברה במסגרת דיווחיה). העמית שם את
15 מבטחו בקופת-הגמל, שהיא זו שאמורה לקבל את החלטות ההשקעה בהתאם
16 לדיווחים השונים של החברות ובהתאם למכלול הנתונים האחרים. כפי שהובהר
17 לעיל – ככל שהחברה המנהלת סבורה כי החברה המדווחת פעלה תוך הפרת
18 חובותיה - החברה המנהלת יכולה להגיש תביעה נגד החברה המדווחת, כפי שאכן
19 קרה בפסק-הדין בענין **אלסינט**.

20
21 התנהלותם של המבקשים דנן כמו גם של יתר העמיתים בקופות-הגמל, לא היתה .49
22 משתנה גם לו היה הדיווח של המשיבים כולל את כל הפרטים שלגישת המבקשים
23 היה על המשיבים לדווח אודותיהם. מי שהיה משנה אולי את התנהלותו, אילו
24 הדיווחים של המשיבים היו כוללים גם מידע אודות מחירי הציטוט, הן (כך גורסים
25 המבקשים) החברות המנהלות שהחזיקו באג"ח. חובות הדיווח שהוטלו על
26 המשיבים לא נועדו אם כן למבקשים (או ליתר העמיתים בקופות-הגמל), אלא הן
27 נועדו למי שהחזיקו בניירות-הערך – קרי לחברות המנהלות.

28
29 מכאן כי אם המשיבים או מי מהם הפרו את חובות הדיווח, הפרה זו היא הפרה
30 כלפי מי שחובת הדיווח מכוונת כלפיהם – החברות המנהלות. גם הנזק – ככל שנגרם
31 מההפרות הללו, הוא נזק שנגרם לחברות המנהלות ולא לעמיתים (אף בהנחה שהם



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 ניזוקו בעקיפין מההפרה). זכות התביעה ה"ראשונית" בגין הפרה של חובת הדיווח
2 או דיווח מטעה היא זכותם של מי שהחזיקו בניירות-הערך – קרי החברות
3 המנהלות. למבקשים – שהם הנפגעים המשניים בלבד, אין לכן יריבות עם המשיבים
4 בעילות הנוגעות להפרת חובת הדיווח, וככל שחובות אלה הופרו – מי שיכול היה
5 לתבוע את המשיבים בקשר לכך היו החברות המנהלות.
6

7 האם העדר יריבות של העמיתים יסכל את האפשרות להגיש תביעות בעילה של הטעיה
8 בדיווח?

9 50. ישנם מקרים בהם כשל מבני מונע הגשת תביעה נגד תאגיד או נושאי משרה בו בקשר
10 להפרות חובותיהם. בחלק מהמקרים האלה נמצאו בדין פתרונות שימנעו את הכשל
11 המונע את הגשת התביעות, באופן שיאפשר אכיפה של החובות שהופרו ופיצוי הגוף
12 שנפגע מהפרתן.
13

14 המבקשים טענו כי גם במקרה דנן יש מקום לפרשנות מרחיבה שתאפשר למבקשים
15 כעמיתים של החברות המנהלות להגיש את בקשת האישור. החברות המנהלות לא
16 הגישו במקרה דנן תביעה דומה לזו שהוגשה על-ידי המבקשים. משום כך – טענו
17 המבקשים – יש לאפשר להם להגיש את התביעה, וזאת – כדי ש"לא ייצא חוטא
18 נשכר". המבקשים הוסיפו כי אין טעם ממשי למנוע מהם לתבוע פיצוי בגין נזק
19 שנגרם להם, ואין סיבה להציב "מחסום פרוצדוראלי" כך שרק לחברות המנהלות
20 את קופת-הגמל יתאפשר לתבוע בגין הנזק שנגרם.
21

22 51. ככל שלמבקשים אין עילת תביעה וככל שלא קיימת יריבות בינם לבין המשיבים,
23 אינני סבורה כי ניתן "ליצר" עילה כזו "יש מאין". גם כאשר בית-המשפט סבור כי
24 פתרון מסוים אינו משולל היגיון במסגרת הדין הרצוי, הרי "דין רצוי לחוד ודין מצוי
25 לחוד. פעמים שניים מתמזגים זה בזה, פעמים קיימת ביניהם חפיפה חלקית,
26 ופעמים שהם מוציאים זה את זה" (ר' ברע"א 4958/15 שירותי בריאות כללית נ'
27 אהרון (23.10.2017) (להלן: "עניין אהרון")). ככל שבהתאם לדין המצוי אין
28 למבקשים יריבות עם המשיבים - הרי המפתח לפתרון (ככל שנדרש כזה) נמצא בידי
29 המחוקק, כפי שנקבע גם בענין אהרון הנ"ל. זאת ועוד, ה"מחסום" הניצב בפני
30 המבקשים איננו מחסום טכני, אלא מחסום הנובע ממהות ההסדר הכולל של



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

- 1 קופות-הגמל, בו מי שמקבל את החלטות ההשקעה בכספי העמיתים ורוכש את
2 הנכסים בשוק ההון - הן החברות המנהלות ולא העמיתים עצמם.
3
- 4 52. כפי שציינתי לעיל, אכן ישנם מקרים בהם המחוקק מאפשר הגשת תביעה גם למי
5 שאינו ה"יריב" האמיתי של הנתבע. אולם כפי שיובהר להלן, גם במקרים אלה
6 מוגשת התביעה **עבור** מי שהוא בעל העילה, כאשר הפיצוי נושא התביעה מגיע לידי
7 מי שיש לו יריבות עם הנתבעים, ולא לידי התובע. אלה הם פני הדברים במקרה של
8 תביעה נגזרת, שם איפשר המחוקק באופן חריג לבעל-מניות, שהוא נפגע "עקיף"
9 מהפרת חובה כלפי חברה, להגיש תביעה בשמה של החברה נגד מי שגרם לה נזק.
10 זכות חריגה זו מעוגנת היום מפורשות בחקיקה. הפיצוי – ככל שנפסק בתביעה נגזרת
11 – משתלם לחברה (כאשר התובע, בעל-המניות, נהנה מהתשלום הזה בעקיפין).
12
- 13 במקרה דנן, אין הסדר מקביל המאפשר לעמיתים בקופת-גמל "לריב את ריבה של
14 הקופה" בשם החברה המנהלת ובמקומה. העדרו של הסדר כזה של תביעה של
15 עמיתים בשם קופת-הגמל, עולה גם מההלכה הפסוקה שקבעה כי מפורשות כי חרף
16 האינטרס הרכושי שלו – עמית בקופת-גמל אינו יכול לתבוע בשם החברה המנהלת
17 (ר' עניין **אהרון** שנזכר לעיל).
18
- 19 53. זאת ועוד - המבקשים במקרה דנן כלל אינם מבקשים לתבוע בשמן של החברות
20 המנהלות, אלא בשמם שלהם. ככל שבקשת המבקשים והתביעה היו מתקבלות,
21 הפיצוי לא היה משולם לחברה המנהלת אלא – כך עתרו המבקשים – לחברי
22 הקבוצה עצמם. העברה ישירה כזו של הכספים לעמיתים בקופת-הגמל, בלא שהם
23 יעברו דרך קופת-הגמל, איננה עולה בקנה אחד עם מבנה היחסים המשולש בין
24 הצדדים כפי שהוא תואר לעיל, ואינה מאפשרת בין היתר ל"חברה המנהלת" לגבות
25 את דמי-הניהול וההוצאות שהיא זכאית לגבות מהעמיתים.
26
- 27 54. יתרה מכך, בניגוד לעמדת המבקשים, אינני סבורה כי מתן זכות תביעה ישירה
28 לעמיתי קופות-גמל וקרנות נאמנות הוא הכרחי כדי למנוע כשל מובנה בהתייחס
29 לתביעות הנוגעות לדיווחים מטעים. לכן, אינני סבורה כי המסקנה לפיה למבקשים
30 אין יריבות עם המשיבים, וכי רק החברות המנהלות או כל מחזיק אחר בניירות-
31 הערך יכול לתבוע בגין דיווחים מטעים, פוגעת בתמריציהן של החברות המדווחות



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 42419-09-15 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 לפעול כחוק ולדווח דיווחי אמת. פרשנות שתעניק למבקשים יריבות ישירה בעילות
2 של הפרות חובת הדיווח, איננה הכרחית לכן גם מנקודת מבט תכליתית, והיא אף
3 עלולה ליצור מצב בלתי-רצוי בו עמיתים בקופות-גמל יוכלו להגיש תביעות ישירות
4 כל אימת שיהיו סבורים כי קופות-הגמל בהן מופקדים הכספים שלהם נפגעו באופן
5 כזה או אחר.

6
7 ראשית, ככלל אין מניעה כי אם חברה מנהלת סבורה כי ישנו דיווח מטעה שגרם .55
8 לנזק – כי היא תגיש תביעה בעצמה (בין תביעה אישית או תביעה ייצוגית – כפי
9 שקרה בענין אלסינט). כאמור, האינטרס והחובה של החברות המנהלות הוא להשיא
10 את רווחיהם לזכות עמיתיהם. לכן אם חברה מנהלת סבורה שעומדת לה עילת
11 תביעה טובה נגד חברה שדיווחה דיווח שגוי (או שנמנעה מדווח מקום בו היה עליה
12 לעשות כן), היא עשויה להגיש בעצמה את התביעה הזו נגד החברה המדווחת. אם
13 תביעה כזו תתקבל, הפיצוי שיתקבל בגינה יעבור להיות חלק מנכסי קופת-הגמל,
14 באופן שייטיב בעקיפין גם את מצבם של העמיתים.

15
16 המבקשים טענו בהקשר זה בין היתר כי לקופת-הגמל ולחברות המנהלות אותן
17 עשויים להיות שיקולים שונים מדוע להגיש או לא להגיש תביעה, שיקולים
18 שהעמיתים אינם יכולים לדעת אותם, שיקולים שאינם עולים בהכרח בקנה אחד
19 עם טובת העמיתים. אינני סבורה כי המבקשים הוכיחו טענה כללית זו. זאת משום
20 שככלל ובהעדר ניגוד עניינים, לא הוכחה סיבה בשלה החברה המנהלת תימנע
21 מהגשת תביעה נגד חברה שגרמה לה נזק כאשר דיווחה באופן מטעה אודות ניירות-
22 הערך שלה.

23
24 המבקשים טענו עוד כי אקסלנס גמל, החברה המנהלת של קופת-הגמל שנתבעה על-
25 ידיהם מלכתחילה, לא תבעה את המשיבים משום שקבוצת אקסלנס שולטת בה.
26 כזכור אקסלנס גמל ונושאי המשרה בה נמחקו על-ידי המבקשים מבקשת האישור
27 משום שהנזק שנגרם לעמיתי הקופה לא היה משמעותי, והמבקשים היו סבורים כי
28 לא היה טעם בניהול ההליך נגדה. אכן, ככל שמדובר בחברה שהיא חלק מקבוצת
29 אקסלנס, ישנו חשש מפני ניגוד עניינים שכתוצאה ממנו לא תוגש תביעה בגין דיווח
30 מטעה – גם בנסיבות בהן עומדת לה לכאורה עילת תביעה. יחד עם זאת – השאלה
31 הנוגעת ליריבות של עמיתים בקופת-גמל מול החברות שהחברות המנהלות רכשו



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

- 1 את ניירות-הערך שלהן בעילה של דיווח מטעה, היא שאלה כללית שאיננה נוגעת רק
2 למקרה דנן.
3
- 4 יתרה מזאת, גם במקרה דנן ביקשו המבקשים (בס' ב' לבקשת האישור) לייצג לא
5 רק את העמיתים של אקסלנס גמל, אלא את העמיתים של כלל קופות-הגמל וקרנות
6 הנאמנות שהחזיקו באג"ח המובנות ("כל העמיתים בקופות-גמל ו/או משקיעים
7 בקרנות נאמנות אשר נפגעו עקב מכירה של אגרות-החוב המובנות (כהגדרתן בס'
8 9.4 להלן) שהיו בידי קופות-הגמל ו/או קרנות הנאמנות..."). ביחס לכל אותם גופים
9 אחרים שאינם חלק מקבוצת אקסלנס (וכן ככל שמדובר במי שהחזיקו ישירות
10 באג"ח המובנות ושאינם קופות-גמל או חברות המנהלות אותן), לא נטען ולא הוכח
11 כי היתה מניעה שתוגש על-ידי מי מהם תביעה או בקשה לאישור תביעה ייצוגית נגד
12 המשיבים, אילו הוא היה סבור כי הדיווחים שדווחו היו דיווחים מטעים. לכן – אין
13 מדובר במצב בו מבחינה מבנית אין מי שיכול לתבוע את המזיקים, ומכאן שלא קיים
14 חשש של העדר אכיפה.
15
- 16 57. יודגש כי גם לו הייתה מוגשת תובענה ייצוגית על-ידי תובע פרטי שהחזיק באג"ח
17 (קרי מי שאינו קופת-גמל או חברה מנהלת אלא מי שהחזיק באג"ח עבור עצמו), הרי
18 הקבוצה המיוצגת על-ידי היתתה כוללת את מחזיקי האג"ח עצמם (קרי החברות
19 המנהלות), ולא את העמיתים. במקרה של זכייה בתביעה כזו, הפיצוי לא היה
20 משולם לעמיתים בקופות-הגמל כי אם לחברות המנהלות עצמן, והעמיתים היו
21 נהנים מהפיצוי רק באופן עקיף. זאת בניגוד לטענת המבקשים לפיה במקרים כאלה
22 משולם הפיצוי ישירות לעמיתים.
23
- 24 58. זאת ועוד, וזה העיקר. אם סבור עמית בקופת-גמל כי החברה המנהלת של הקופה
25 איננה פועלת כנדרש לאכיפת זכויותיה מטעמים שאינם עניינים, ישנם מספר צעדים
26 שהוא יכול לנקוט בקשר לכך. ראשית, העמית יכול לתבוע את הקופה עצמה
27 המנהלת את כספיו בגין הנזק שהקופה גרמה לו (וניתן אף להגיש גם בקשה לאישור
28 תביעה ייצוגית בהקשר זה לפי פרט 2 לחוק תובענות ייצוגיות). כפי שהובהר לעיל,
29 העמית "שם את מבטחו" בקופה ובחברה המנהלת את כספיה, עליה הוא סומך והיא
30 זו שצריכה לתת לו דין-וחשבון. העמית אף יכול – במסגרת התביעה נגד החברה
31 המנהלת – לעתור לסעד לפיו החברה המנהלת תמצה את זכות התביעה שלה, ככל



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 שישנה, כנגד גורם הנזק. המבקשים יכלו לפעול כך במקרה דנן (וכך אף עשו
2 מלכתחילה, וחזרו בהם רק לאור הסכום הנמוך יחסית שהיה כרוך בתביעה כזו).

3

4 אפשרות נוספת היא אפשרות של הגשת תביעה בשמה של קופת-הגמל. כפי שציינתי
5 לעיל, עמיתים בקופת-גמל אינם מוסמכים להגיש תביעה בשמה של הקופה (נגד
6 חברה שדיווחה דיווח מטעה או בכל עילה אחרת). סמכות זו נתונה ליועץ המשפטי
7 לממשלה מכוח ס' 54 לחוק הפיקוח על קופות-גמל. סעיף זה קובע כי –

8 **"היועץ המשפטי לממשלה רשאי, לבקשת הממונה, לתבוע**
9 **בשם חברה מנהלת, בעבור קופת-גמל שבניהולה, נושא**
10 **משרה בחברה המנהלת, בשל נזק שנגרם לקופת-הגמל או**
11 **לעמיתים בקופה, ממעשה או ממחדל בניגוד לחובותיו**
12 **כלפיה או כלפי העמיתים לפי הוראות חוק זה, הוראות**
13 **התקנון או הוראות כל דין אחר."**

14

15 59. הסעיף מתייחס לאפשרות של הגשת תביעה בשמה של קופת-הגמל נגד נושאי משרה
16 בה. נראה כי המחוקק היה סבור כי זוהי האפשרות הטעונה הסדר (שכן במקרה בו
17 קיימת עילת תביעה של קופת-הגמל נגד נושאי משרה בה, מתעורר החשש של כשל
18 מבני שימנע ממקבלי ההחלטות בקופת-הגמל להגיש את התביעה). במקרים אחרים
19 כמו המקרה דנן, נראה כי המחוקק לא היה סבור כי יש מקום להסדר דומה, משום
20 שאין מניעה כי החברה המנהלת עצמה תגיש את התביעה נגד צדדים שלישיים
21 שאינם נושאי משרה בה.

22

23 בפסק הדין בענין אהרון שנוכר לעיל, התייחס בית-המשפט (השופט י' עמית) לסעיף
24 זה וקבע –

25 **"הדמיון בין ההסדר הקבוע בסעיף 54 לחוק הפיקוח**
26 **(קופת-גמל) ובסעיף 59א לחוק הפיקוח (ביטוח), לבין**
27 **ההסדר הקבוע בסעיף 37 לחוק ביטוח בריאות ממלכתי,**
28 **ברור על פניו. ניתן לראות בכך חיזוק למסקנה כי שני**
29 **ההסדרים נועדו להעניק את סמכות התביעה ליועמ"ש**
30 **בלבד. דהיינו, כשם שהסמכות להגיש תביעה בשם החברה**
31 **המנהלת קופת-גמל אינה מסורה לעמית, וכשם שהזכות**



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 42419-09-15 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 להגיש תביעה בשם חברת הביטוח אינה מסורה למבוטח,
2 כך הזכות להגיש תביעה בשם קופת החולים אינה מסורה
3 לחבר קופת החולים. אף ניתן לטעון כי אם עמית בקופת-
4 גמל – שכספו מנוהל על-ידי קופת-הגמל באופן המצמיח לו
5 אינטרס רכושי מובהק – אינו יכול לתבוע בשם החברה
6 המנהלת את קופת-הגמל, קל וחומר שחבר קופת חולים
7 אינו יכול לעשות כן בשם קופת-החולים. " (ההדגשות הן
8 שלי – ר.ר.)

9
10 המסקנה מהאמור לעיל היא כי הדין אינו מאפשר לעמיתים בקופת-גמל לתבוע בשם
11 הקופה. מפסק-דין אהרון עולה כי מסקנה זו עומדת בעינה חרף העובדה שלעמית
12 בקופת-הגמל יש "אינטרס רכושי מובהק" ברכושה של הקופה.

13
14 60. הדגמה של הדברים שצוינו לעיל, עולה מפסק דינו של בית-המשפט העליון בבג"ץ
15 764/13 אלראי נ' בית הדין הארצי לעבודה (05.02.2013) (להלן: "עניין אלראי").
16 באותו ענין עתר עמית בקרן הגמלאות של אגד לביטול פסק-דינו של בית-הדין
17 הארצי לעבודה במסגרתו סולקה על הסף בקשה לאישור תובענה ייצוגית שהוגשה
18 על-ידיו נגד הקרן.

19
20 טענת העמית הייתה כי אגד חייבת לקרן הגמלאות סכומי כסף נכבדים. העמית פנה
21 לקרן ודרש ממנה להגיש תביעה נגד אגד להשבת סכומים אלה, לרווחת כלל עמיתי
22 הקרן. הקרן דחתה את בקשת העמית בטענה כי לא נמצאה עילה משפטית לתביעה
23 נגד אגד. לכן הגיש העמית בקשה לאישור תביעה ייצוגית בשם העמיתים נגד הקרן,
24 בה הוא עתר כי הקרן תמצה את זכויות התביעה שלה נגד אגד. לחילופין הוא ביקש
25 כי הקרן תפצה את עמיתה בגין מחדלה לתבוע את אגד.

26
27 61. בהמשך אכן הגישה הקרן תביעה נגד אגד להשבת החוב האמור, כפי שדרש העמית
28 מלכתחילה. במקביל היא ביקשה לדחות את בקשת האישור שהוגשה נגדה על הסף.
29 חרף הגשת התביעה נגד אגד, סבר העמית כי יש לקבל את בקשת האישור, נוכח
30 החשש לניגוד עניינים בין הקרן לבין אגד. לחילופין הוא ביקש להצטרף להליך
31 כתובע נוסף.



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1

2

בית הדין הארצי לעבודה דחה את בקשתו וקבע כי –

3

"מעיון בנימוקי הבקשה עולה כי לא קיימת יריבות בין

4

המבקש לבין אגד לגבי זכויותיו של המבקש מאגד ואין כל

5

סיבה להרחיב את חזית המריבה ולסרב את ההליכים.

6

המבקש לא הצביע על כל עילת תביעה אישית העומדת לו

7

כנגד אגד בעניינים נשוא התביעה, אשר נובעים מחובות

8

והתחייבויות אגד כלפי הקרן. המבקש אף אינו טוען שיש

9

לו זכות תביעה ישירה נגד אגד וכל עניינו הוא בהצטרפות

10

לתביעה של הקרן. ולראיה המבקש, כך לטענתו, לאורך

11

שנים היה במגעים מול הקרן על מנת שזו תגיש תביעה כנגד

12

אגד ובסופו של דבר אף הגיש בקשה לאישור תובענה

13

כתובענה ייצוגית ובה הסעד העיקרי המתבקש הוא כי

14

מנהלי הקרן יפעלו למיצוי ההליכים העומדים לרשותם

15

כדי לגבות את חובה של קגא מאגד'....ומכאן, כי מעת

16

שהקרן הגישה את התביעה כנגד אגד, ממילא מתייתרת

17

עילת התביעה שלו... כאמור, מנוהלת הקרן על-ידי ניהול

18

מיוחד שהוא הגורם המוסמך לקבל החלטה בנוגע לתביעה

19

נגד אגד ואופן ניהולה ואין למבקש, כמו גם ליתר עמיתי

20

וגימלאי הקרן, זכות להתערב בכך. המבקש לא הביא כל

21

ראיה לכך שהנהלת הקרן אינה פועלת בהגינות ובתום לב

22

להגשמת תפקידה וששיקוליה בהגשת התביעה אינם

23

ענייניים." (ק"ג (אזורי ת"א) 1869-09-10 עמיחי - קרן

24

הגימלאות של חברי אגד בע"מ (07.09.2011).

25

26

בית-המשפט העליון לא מצא טעם להתערב בקביעת בית הדין ודחה את העתירה.

27

עובדות פסק-הדין מדגימות את דרך הפעולה בה יכול לנקוט עמית בקופת-גמל

28

שסבור כי קופת-הגמל אינה מפעילה זכות תביעה שעומדת לה כנגד צד שלישי שאינו

29

נושא משרה בקופת-הגמל. עמית כזה יכול כאמור לתבוע את החברה המנהלת בגין

30

הנזקים שנגרמו לו וליתר העמיתים, או לדרוש מהחברה המנהלת להגיש את

31

התביעה נגד אותו צד שלישי. מה שהוא אינו יכול לעשות הוא "לעקוף" את החברה



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

- 1 המנהלת ולהתייצב בחזית נגד המפר, תוך העלאת טענות הנובעות מההחזקה
2 בניירות-הערך, ותוך דרישה לקבלת הפיצוי ישירות לידיו.
3
- 4 המסקנה של כל האמור לעיל היא כי למבקשים כעמיתים בקופות-הגמל אין יריבות .62
5 עם המשיבים. היריבות היא של מי שהדיווחים נועדו אליהם – החברות המנהלות,
6 שהן מי שהחזיקו בניירות-הערך וקבלו החלטות השקעה בהתאם לדיווחים אלה.
7
- 8 המבקשים העלו במסגרת הבקשה טענות הנוגעות להפרתן של מספר הוראות בחוק .63
9 ניירות-ערך: החובה הכללית כי בדיווחי החברה לא יהיה פרט מטעה; החובה לדווח
10 דיווחי מידיי בנוגע למידע מהותי למשקיע; האיסור על שימוש במידע פנים ועל
11 ביצוע תרמית וכיוצ"ב. עוד נטען כי המשיבים הפרות גם חובות חוזיות שונות (חובת
12 תום-הלב, הפרה חוזית של תנאי התשקיף והטעיה חוזית) וחובות נזיקיות (גרם
13 הפרת חוזה). כפי שפורט לעיל, כל ההפרות הללו, ככל שאכן בוצעו - נעשו כלפי
14 המחזיקים באג"ח. החברות המנהלות הן אלה שהיו צריכות לתבוע את המשיבים
15 אילו סברו כי עומדת להם עילת תביעה. משהן לא עשו כן, היו המבקשים רשאים
16 לתבוע את מי שהוא בעל דברם – החברות המנהלות את קופות-הגמל עצמן, או
17 לחלופין לפנות ליועץ המשפטי לממשלה ולדרוש כי הוא יגיש בשמן של הקופות
18 תביעה נגד נושאי המשרה בקופות-הגמל, ככל שישנה עילת תביעה נגדם.
19
- 20 עוד טענו המבקשים כי קבוצת אקסלנס התעשרה שלא כדין על חשבונם ועל חשבון
21 יתר העמיתים בקופות-הגמל ובכך הפרו המשיבים את חובות האמון כלפי
22 העמיתים. לגישתם, על אף שחובת האמון במקרה של המשיבים חלה לכאורה בעיקר
23 כלפי מחזיקי האג"ח, הרי שהיא משתרעת גם כלפי צדדים שלישיים שנפגעו
24 מהתנהלות המשיבים, שכן היה על המשיבים לדעת כי אלה יינזקו.
25
- 26 אינני סבורה כי יש לקבל את הטענה ולבסס עליה את היריבות הנטענת בין
27 המבקשים לבין המשיבים. ראשית המבקשים לא הבהירו את המקור המשפטי
28 לטענה אודות קיומה של חובת אמון של המשיבים כלפי העמיתים בקופות-הגמל –
29 מעבר לחובותיהם כלפי החברות המנהלות עצמן. בנוסף, קביעה לפיה חובת אמון
30 כזו אכן קיימת – מנוגדת לכלל הנימוקים שפורטו לעיל אודות היריבות הישירה בין
31 המשיבים לבין החברות המנהלות, שלהן – לא לעמיתים – עומדת זכות התביעה בגין



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 נזקים שהמשיבים או מי מהן גרמו. מכלול הנימוקים שפורטו לעיל מביא למסקנה
2 כי אין בסיס ואף לא צורך להרחיב את גדריה של חובת האמון באופן שתכלול גם
3 את מי שניצב ב"שורה השנייה" של הניזוקים, קרי את העמיתים בקופות-הגמל. די
4 בחובת האמון שאף המבקשים מכירים בהם – חובתותיהן של החברות המדווחות
5 כלפי החברות המנהלות את קופות-הגמל.

6
7 לכן, גם מאחר שלמבקשים אין יריבות עם המשיבים, אני סבורה כי יש לסלק את
8 בקשת האישור על הסף. אוסיף כי במקרה דנן אין מקום לבחון את האפשרות
9 להחליף את המבקשים שכן כל האמור לעיל בהחלטה איננו מאפיין רק את
10 המבקשים אלא את כל חברי הקבוצה אותם הם ביקשו לייצג.

11
12 בשולי הדברים יצוין כי המשיבים טענו כי חובות הדיווח נושא הבקשה הוטלו לכל
13 היותר על חברות ה-SPC שהן שהנפיקו את האג"ח ולא על מי מהמשיבים. חברות
14 ה-SPC לא נתבעו בבקשת האישור וגם מטעם זה – כך נטען – היה מקום לסלק את
15 בקשת האישור על הסף. המבקשים טענו מנגד כי הם לא תבעו את חברות ה-SPC
16 משום שבאופן מעשי חברות אלה כלל לא קיימות, ולכן לא היה טעם לתבוע אותן.
17 המשיבים כפרו בטענה זו. לגישתם, היא נטענה ללא שום ביסוס או אסמכתא. הם
18 ציינו כי חברת ה-SPC אינה "חברה שקופה" ו"יש לה נכסים, יש לה התחייבויות.
19 היא לא בלתי קיימת." (פרוטוקול מיום 11.6.2018, עמ' 171, ש' 17-עמ' 172, ש' 4).
20 משקבעתי כי יש לסלק את בקשת האישור על הסף מהנימוקים שפורטו לעיל, אינני
21 סבורה כי יש לבחון טענות אלה לגופן.

התייחסות קצרה ולמעלה מן הצורך לקשיים בטענות הצדדים לגופן

22
23
24 66. לאור כל האמור בחלק הראשון של פסק הדין, ממנו עולה כי יש לסלק את בקשת
25 האישור אף בלא לבחון את קיומה של עילת תביעה לכאורית למבקשים וליתר חברי
26 הקבוצה, אינני רואה לנכון להתייחס בפירוט ליתר טענות הצדדים.

27
28 אציין בקצרה רק כי שאלת קיומה של עילת תביעה לחברי הקבוצה מחייבת בירור
29 של מספר שאלות מורכבות. בכלל זה – לו היה מתקיים דיון בטענות הצדדים לגופן,
30 היה מקום לבחון את טענת הדיווח השגוי של המבקשים ככל שהיא מתייחסת לנייר-



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

- 1 הערך עצמו (קרי לאג"ח המובנות), ואת הטענה ככל שהיא מתייחסת ל"יכולת
2 המיקוח" של המשקיעים – החברות המנהלות - שביקשו למכור את נייר-הערך,
3 יכולת שהיתה משתנה - כך נטען – אילו היה המידע המלא ידוע לחברות המנהלות.
4
5 כפי שעולה מטענות המבקשים שהובאו בפירוט לעיל, המבקשים העלו טענות ביחס .67
6 למידע הנוגע למחירי הציטוט כמידע רלוונטי ומהותי. פרסום מחיר הציטוט – כך
7 נטען – היה מאפשר לחברות המנהלות להתנהל בצורה שונה מול המשיבים. החברות
8 המנהלות היו משנות את אופן ההתנהלות שלהן לו הן היו יודעות את מחירי הציטוט
9 ואת שיעור הרווח שהמשיבים עשויים להרוויח כתוצאה מרכישת האג"ח (ר' למשל
10 ס' 8. ד לסיכומי התשובה של המבקשים). העד פרופ' עמיהוד העיד כי לו היה המידע
11 הזה ידוע להן, היו החברות המנהלות "לוחצות" על אקסלנס לשלם מחיר גבוה יותר
12 עבור האג"ח (ר' פרוטוקול מיום 7.5.2018 עמ' 76 ש' 9-3), וכך הן היו מעלות את
13 מחירי המכירה של האג"ח באופן שהפער בין מחירי הציטוט לבין מחירי המכירה
14 היה מצטמצם למרווח המקובל (ר' ס' 139 לסיכומי המבקשים).
15
16 ככל שטענת המבקשים נוגעת לקיומו של מידע שנועד לאפשר למשקיעים (קרי
17 לחברות המנהלות) לשפר את עמדותיהם בהליך המכירה של האג"ח (כלומר –
18 "ללחוץ" על המשיבים ולהסכים למכירת האג"ח במחירים גבוהים יותר מאלה
19 שבהם הם נמכרו בפועל), ספק רב אם מדובר במידע מהותי שהיה על המשיבים
20 לדווח אודותיו. ככלל, המחזיקים בניירות-ערך זכאים למידע אודות ניירות-הערך
21 ולא אודות האינטרסים והאפשרויות של מי שהם מוכרים לו או רוכשים ממנו את
22 נייר-הערך.
23
24 יחד עם זאת, המבקשים העלו גם טענות ביחס למידע הנוגע לנייר-הערך : טענות על- .68
25 פיהן המידע אודות מחיר הציטוט הוא מידע מהותי משום שהוא מהווה "איתות"
26 ביחס לחוסנו של הבנק המנפיק, איתות המשליך על מחיר האג"ח. כך, שאלת חוסנו
27 של המנפיק הזר (שהתשלום על-ידיו הוא המקור היחיד לפידיון האג"ח) היא מידע
28 הנוגע לאג"ח ועשוי לשנות את תימחורה.
29
30 מבחן המהותיות הוגדר בפסיקה כנוגע למידע הסביר הדרוש למשקיע כדי לגבש
31 החלטה מושכלת בקשר לניירות-ערך. ביחס להיקפה של חובת הגילוי, נקבע למשל



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 בע"א 5320/90 א. צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות-ערך, מו(2)
2 818, (1992), כי חובה זו "משתרעת על עובדה אשר לו המשקיע הסביר בניירות-
3 ערך היה יודע אודותיה, היה בכך כדי לשנות באופן משמעותי את מכלול
4 האינפורמציה שעל בסיסה יקבל החלטות הנוגעות להשקעה בניירות-ערך בחברה
5 הנוגעת לעניין."

6
7 69. המבקשים טענו כאמור כי המידע אודות מחירי הציטוט הוא מהותי משום שהוא
8 מהווה אינדיקציה לאפשרות של המנפיק הזר לעמוד בחובתו לתשלום למחזיקי
9 האג"ח במועד הפירעון. אולם, השאלה האם המידע אודות מחירי הציטוט שנמסרו
10 על-ידי המנפיק הזר הוא אכן מידע מהותי, אף היא איננה חד-משמעית בנסיבות
11 המקרה דנן.

12
13 מדובר – במקרה דנן – במידע חיובי לפיו מחירי הציטוט הם גבוהים בהרבה
14 מהמחיר בו נסחרו האג"ח בבורסה. כדי לקבוע שמדובר במידע מהותי, יש לקבוע כי
15 מדובר במידע שהיה בו כדי לשנות את "מכלול האינפורמציה שעל בסיסה התקבלו
16 החלטות ההשקעה" של המחזיקים באג"ח המובנות. במקרה דנן, החברות המנהלות
17 היו מודעות לדירוג הגבוה של הבנקים הזרים, לדירוג הגבוה של האג"ח עצמן ולכך
18 שהרגולטור הודיע כי האג"ח נסחרות במחירי חסר לעומת המחיר המתואם שלהן,
19 נוכח התנאים בהם היה מצוי השוק באותה עת. לכן אין זה ברור אם המידע הנוסף
20 אודות מחירי הציטוט היה משנה את מכלול המידע הנוגע להחלטות ההשקעה של
21 מי שהחזיק באג"ח - כאשר רק אם התשובה לשאלה זו היא חיובית, יש לראות את
22 המידע אודות מחירי הציטוט במקרה דנן כמידע מהותי.

23
24 70. יתרה מזאת, המבקשים אף לא הבהירו עד תום האם ומאיזה טעם מחירי ציטוט
25 גבוהים הם אכן אינדיקציה חזקה לחוסנו של הבנק המנפיק (ולא נובעים מטעמים
26 הנוגעים לכוח מיקוח במשא-ומתן מול מחזיקי האג"ח), והם אף לא הבהירו מדוע
27 מדובר לשיטתם במידע משמעותי יותר למחזיקי האג"ח לעומת מידע בדבר הדירוג
28 של המנפיקים ושל האג"ח עצמן, באופן שהיה משנה את החלטות ההשקעה של
29 המחזיקים. פרופ' עמיהוד נחקר בהקשר זה בחקירתו הנגדית (ר' פרוטוקול מיום
30 7.5.2018, עמ' 26, ש' 7 עד עמ' 30, ש' 9; עמ' 50, ש' 8 עד עמ' 53, ש' 2; ועמ' 55, ש' 1)



המחלקה הכלכלית בבית-המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

ת"צ 15-09-42419 לבנון ואח' נ' אקסלנס השקעות בע"מ ואח'

1 19 עד עמ' 57, ש' 8) אולם לא היתה לו תשובה ברורה די הצורך לקשר בין מחירי
2 הציטוט לבין מצבו של המנפיק הזר.

3
4 לכן, אף לו היתה הבקשה נדונה לגופה, אין זה ברור האם היה מקום לקבוע כי
5 המידע אודות מחירי הציטוט הוא אכן מידע מהותי שהיה על המשיבים לדווח
6 אודותיו, וכי דיווח כזה היה עשוי לשנות את החלטות ההשקעה של המשקיעים
7 באג"ח.

8
9 71. במסגרת דיון בבקשה לגופה, היה כמובן מקום לבחון גם את מעמדה של עמדת
10 הרשות ביחס לשאלות השנויות במחלוקת, ואת השאלה מה ניתן ללמוד מעמדה זו
11 בכלל, ולאור התנהלותה של הרשות לגבי חברות ה-SPC והמשיבים בפרט.

12
13 כל השאלות הללו הן כאמור שאלות מורכבות, שהתשובה להן איננה חד משמעית.
14 אינני סבורה כי מן הראוי לבחון אותן בנסיבות המקרה דנן, ויש להותיר את הדיון
15 בהן לדיון עתידי אחר.

16
17 72. לכן, לאור כל האמור לעיל, אני דוחה את בקשת האישור.
18 אני מחייבת את המבקשים לשאת בהוצאות המשיבים בסכום כולל של 50,000 ₪.

19
20
21 ניתן היום, י"ב אדר א' תשע"ט, 17 פברואר 2019, בהעדר הצדדים.

22


רות רונן, שופטת

23

24

25

26