

פרק י'

תרמית בניירות ערך

תוכן עניינים

576	1. הרציונל בחקיקה
576	1.1 כללי
581	1.2 הרקע החקיקתי
	2. חלופה ראשונה – "מי שהניע אדם אחר לרכוש או למכור ניירות ערך" –
583	סעיף 54(א)(1) לחוק
583	2.1 מהי "הנעה"
586	2.2 האם מדובר בעבירת התנהגות או בעבירת תוצאה?
589	2.3 ניסיון להניע
	2.4 אימרה, הבטחה, או תחזית, בכתב או בעל פה או בדרך אחרת או
589	בהעלמת עובדות מהותיות
589	2.4.1 כללי
	2.4.2 פרסום דיווח שקרי מטעם חברה – "הנעה" אסורה
593	באמצעות אימרה ותחזית כוזבת
596	2.4.3 "הנעה" באמצעות אימרה כוזבת
598	2.4.4 היסוד של "בהעלמת עובדות מהותיות"
603	2.4.5 "מהותיות" לעניין סעיף 54(א)(1) לחוק
606	2.4.6 חובת הגילוי של "עובדות מהותיות" – על מי היא חלה?
607	2.4.7 תרמית באמצעות האינטרנט
609	2.5 היסוד הנפשי
612	2.6 הקשר הסיבתי
615	2.7 מושא ההנעה – האם אדם פרטי בלבד או גם ציבור בלתי מסוים?
621	2.8 האם תיתכן "הנעה" במחדל?

דיני ניירות ערך

	.3 חלופה שנייה – "השפעה בדרכי תרמית על שער נייר ערך" – סעיף 54(א)(2)	3.0
623	לחוק	
623	3.1 מהי "השפעה"	
627	3.2 מהן "דרכי תרמית"	
627	3.2.1 כללי	
632	3.2.2 השפעה אסורה	
	3.2.3 השפעה אסורה על שערי ניירות ערך באמצעות ביצוע פעולות בשוק ההון	
632	3.3 האם יש הבחנה בין מניפולציה לבין תרמית: האם יש מניפולציה "מותרת" ומניפולציה "אסורה"?	
656	3.3.1 כללי	
658	3.3.2 האם קיימת הבחנה בין תרמית לבין מניפולציה?	
659	3.3.3 ההבדל בין תרמית למניפולציה	
664	3.4 ויסות מניות ופעולות ל"ייצוב" שער כתרמית בניירות ערך	
664	3.4.1 כללי	
668	3.4.2 גורם החשאיות	
670	3.4.3 תיאוריית ה"ייצוב"	
678	3.4.4 האם יש הבחנה בין פעולת "ייצוב" לבין פעולת "ויסות"?	
	3.4.5 האם לגיטימי מצד חברה בורסאית להשפיע על שערי ניירות ערך שלה כדרך ל"אותת" למשקיעים על שוויה האמיתי של החברה?	
681	3.4.6 האם לגיטימי מצד "בעל עניין" בנייר ערך לתמוך בשער המניה?	
683	3.4.7 "עושי שוק"	
684	3.5 מה ייחשב כ"תנודות שער"	
685	3.5.1 כללי	
686	3.5.2 האם התנודתיות תיבחן בתום יום המסחר או גם במהלכו?	
688	3.6 היסוד הנפשי	
690	3.7 הקשר הסיבתי	
692	3.8 נטל ההוכחה	
693	3.9 האם מדובר בעבירה התנהגותית או בעבירת תוצאה?	
696	3.10 חשיבות מטרות המשקיע ומניעיו לעניין ביצוע תרמית בניירות ערך	
696	3.10.1 כללי	
	3.10.2 מניע ומטרה לגיטימיים – האמנם הגנה לגיטימית בעבירת התרמית בניירות ערך?	
697		
702	.4 שיקולי ענישה	
702	4.1 כללי	
706	4.2 סקירת רמת הענישה בעבירת התרמית בניירות ערך	

פרק י': תרמית בניירות ערך

718	זכות התביעה האזרחית בגין תרמית בניירות ערך	.5
718	5.1 כללי	
719	5.2 עוולת התרמית – סעיף 56 לפקודת הנזיקין	
721	5.3 עילת ההטעיה – סעיף 15 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973	
721	5.4 הפרת חובה חקוקה – סעיף 63 לפקודת הנזיקין	
722	5.5 התובענה הייצוגית בגין תרמית בניירות ערך	

1. הרציונל בחקיקה

1.1 כללי

סעיף 54 לחוק קובע:

“(א) מי שעשה אחד מאלה, דינו — מאסר חמש שנים או קנס פי חמישה מן

הקנס כאמור בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין:

(1) הניע או ניסה להניע אדם לרכוש או למכור ניירות-ערך ועשה זאת

באמרה, הבטחה או בתחזית — בכתב, בעל-פה או בדרך אחרת

— שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או בהעלמת

עובדות מהותיות;

(2) השפיע בדרכי-תרמית על תנודות השער של ניירות-ערך.

(ב) בסעיף זה 'ניירות-ערך' — לרבות ניירות-ערך שאינם כלולים בהגדרה

שבסעיף 1 ולרבות יחידות של קרן סגורה לפי חוק השקעות משותפות

בנאמנות.”

כפי שפורט בספר זה לעיל (ראו, בסעיף 1 לפרק ט' לספר זה, העוסק ברציונל לאיסור השימוש במידע פנים), הרי ששוק ההון הינו בעל חשיבות מרכזית לכל פעילות כלכלית במשק המודרני. בלעדי שוק הון פעיל, תקין ומתקדם, לא יתבצעו גיוסי הון לחברות היצרניות, לפיתוח תשתיות ולקידום כל ענפי הכלכלה והעסקים. יתר על כן, בלעדי שוק הון תקין לא יוכל הציבור הרחב להשקיע את מיטב כספו. הדברים ברורים, ואין מקום להרחיב על כך לענייננו.

העובדה החשובה לצורך דיוננו היא, ששוק הון לעולם לא יוכל להתקיים, קל וחומר — לשגשג, אם הוא יתנהל כשוק של "מקורבים", כשוק מושחת, שאינו מסודר ושאינו מוסדר, שכל דאליים בו גבר.

על מנת שיתקיים שוק הון בכל מדינה, חייב הוא להבטיח — ראשית לכל — את יסוד ההגינות והשוויון בין כל הנוטלים בו חלק. ויודגש, אין מדובר ברטוריקה גרידא: שוק הון שהציבור אינו נותן בו עוד אמון, סופו שיגווע מעצמו. במילים אחרות, שוק ההון חייב ליהנות מאמון הציבור הרחב כי הוא אכן שוק שוויוני והוגן. בלעדי תחושת אמון וביטחון זו של ציבור המשקיעים, יקטן ציבור המשתתפים ב"משחק" הקרוי בורסה, ויותר בו גרעין מוגבל בלבד של שחקנים, שפעילותם הכוללת תהא ממילא מוגבלת. לשוק כזה לא יהא כל סיכוי לצמיחה או להתרחבות. ככל שיבטח הציבור בדרכי ניהול הבורסה, בכך שיש בה כללים ברורים והוגנים לניהול מסחר בניירות ערך, וחשוב לא פחות — כי יש מי שאוכף חוקים אלו, כך יגדל ציבור המשתתפים בהשקעות בניירות ערך. גודלו של הציבור, הנוטל חלק בשוק ההון, יקבע במידה רבה את יכולתו להתפתח, את יכולת גיוס ההון בו ואת יכולתו להפוך למנוף של צמיחה כלל-משקית.

בניסיון להגשים את התכלית של רכישת אמוץ הציבור, שמורה לעבירה של תרמית בניירות ערך מקום מרכזי. זוהי, ללא עוררין, אחת מעבירות המפתח בחוקי ניירות ערך בכלל. זוהי עבירה שבמרבית המקרים אינה פשוטה לביצוע כלל, והיא מחייבת מידה בלתי מבוטלת של מחשבה מוקדמת, של תכנון ושל הכרת כללי המשחק. זו אף הסיבה שחשיפת ביצוע העבירה אינה פשוטה כל עיקר, והיא מאלצת את רשויות האכיפה למתוח את איבריהן, כמיטב יכולתן. שימוש בתוכנות פיננסיות מתקדמות נדרש לא-אחת לשם חשיפת תרמית בניירות ערך.

העבירה של תרמית בניירות ערך משמשת, לצד אחותה – עבירת השימוש במידע פנים, כזוג "המלכותי" של העבריינות בתחום ניירות הערך. שתי עבירות אלו אולי אינן הנפוצות ביותר, אך הן הקשות ביותר לביצוע, וכאמור – גם ללכידה. מאפיין חשוב נוסף בעבירת התרמית בניירות ערך, ההופך אותה למרכזית בתחום ניירות הערך, הוא, כמובן, יסוד התרמית הגלום בה והמקנה לה – מלכתחילה – חומרה יחסית. ביטוי בולט לחומרה זו מצוי ברמת הענישה המחמירה, כקבוע בחוק לעבירה זו, ביחס לעבירות אחרות בתחום ניירות הערך.

באחד מפסקי הדין המרכזיים בסוגיית התרמית קבע בית המשפט העליון (מפי השופט גולדברג):

"הסלידה ממניפולציה בניירות ערך יסודה בשאיפה לשמור על עקרון השוק החופשי, שהוא הברית התיכון של שוק ניירות הערך... השפעות מניפולטיביות על שעריהם של ניירות ערך נתפסות כמסכנות את פעולתו התקינה של שוק ההון. הן מאיימות על אמוץ הציבור, שכספיו מושקעים בבורסה... אמוץ זה הוא חיוני לפעילותו של השוק."¹

בדו"ח מטעמה, קבעה ועדת גבאי עוד באמצע שנות ה-80 כי:

"...אחד מסימני ההיכר לקיומו של שוק תקין והוגן הוא ששערי ניירות הערך נקבעים על ידי כוחות הביקוש וההיצע ללא כל השפעה מלאכותית עליהם. עיקרה של שיטת המסחר הנהוגה היא כמציאת נקודת האיזון בין ההיצע לביקוש לנייר ערך, והיא המהווה בסיס לקביעת מחירו בכל יום מסחר."²

1 ע"פ 8573/96, 8620, 8710 מרקדו ואח' נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת הדיסקונטאים-עליון"), פ"ד נא(5) 481, בעמ' 519. ראו גם רע"פ 2184/96 חרובי ואח' נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת חרובי ודהן-עליון"), פ"ד נד(2) 114, בעמ' 121. כן ראו ועדת החקירה לענין ויסות מניות הבנקים (ירושלים, ניסן-התשמ"ו, אפריל-1986) (להלן: "דו"ח ועדת בייסקי"), בעמ' 338.

נושא אמוץ הציבור בשוק ההון הודגש גם על ידי בית המשפט העליון, ראו ע"פ 2910/94 יפת ואח' נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת הבנקאים-עליון"), פ"ד נ(2) 221, בעמ' 480.

כן ראו – י' ניצני, ד' קרת, "הבורסה לניירות ערך והמערכת השיפוטית – טיפול במניפולציה בניירות ערך" (להלן: "ניצני וקרת") עיוני משפט א 609.

2 ראו דין וחשבון הוועדה להצעת הסדרים תחיקתיים בתחום שוק ההון (ירושלים, אלול-התשמ"ה, אוגוסט-1985) (להלן: "דו"ח ועדת גבאי"), בעמ' 15 וכן בעמ' 43.

דיני ניירות ערך

ועדת בייסקי, שאף היא דנה בהיבטים שונים של שוק ההון הישראלי, בעקבות ויסות מניות הבנקים, ציינה כי מטרת הוראת סעיף 54 לחוק הינה –

”מניעת ניצול יתרון בלתי הוגן ממי שעומדים לרשותו מקורות אינפורמציה שאינם פתוחים בפני הזולת”.³

ועדת בייסקי הצביעה על חשיבות שוק ההון:

”שוק הון יעיל הוא גורם בעל חשיבות יתרה בצמיחתו של המשק. המוסדות הפיננסיים הפועלים בשוק ההון משמשים כ'גשר' בין המגזרים המשקיים הנזקקים להון לבין ספקי ההון, כלומר החוסכים”.⁴

ועוד הוסיפה וקבעה הוועדה:

”תפקידו העיקרי של שוק ההון הוא להפנות חסכון להשקעה, ומכאן השפעתו על הקצאת המקורות במשק”.⁵

בפרשת ואקנין עמד הנשיא ברק על הרציונל העומד מאחורי חקיקת סעיף 54 לחוק:

”הוראה זו באה להגן על הציבור הרחב בכלל, ועל ציבור המשקיעים בפרט, מפני תרמית בניירות ערך. היא נועדה להבטיח הגינות במסחר בניירות ערך. היא באה למנוע יתרון בלתי הוגן. היא באה לאפשר קיומו של שוק ניירות ערך משוכלל ובורסה תקינה.

היא מכוונת להבטיח מידע אמין אשר יאפשר הערכת הסיכון והסיכוי בכל השקעה. היא מבוססת על הצורך לקיים את אמון הציבור בשוק ניירות הערך. אכן מטרתו של סעיף 54(א)(1) לחוק ניירות ערך היא להבטיח, ככל שניתן, מודעות של הצדדים לעיסקה בניירות ערך לעובדות הרלוונטיות המהותיות שביסודה, בלי שצד אחד ינצל באורח בלתי לגיטימי יתרון שיש לו על פני הצד האחר”.⁶

3 דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 338. בנושא חשיבות השוויון במידע בין השחקנים בשוק ההון ראו גם ע' ידלין, "חידת מחיר המקסימום בהנפקות ופתרונה (הזמני)" עיוני משפט יט (1) 91, בעמ' 143–145.

4 דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 55.

5 שם, שם.

6 ע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת ואקנין-עליון"), פ"ד נ(2) 642, בעמ' 653–654 וכן בעמ' 656. באופן דומה, ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 15. כן ראו ע"פ 1027/94 זילברמן נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת זילברמן-עליון"), פ"ד נ(4) 502, בעמ' 514–515. וכן ת"פ (ת"א) 4268/97 מדינת ישראל נ' אורן (להלן: "פרשת אורן-שלום") (לא פורסם), דינים שלום, כרך כ, 304. וכן פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 121–122. וראו גם ע"פ 5383/97 טמפו תעשיות בירה בע"מ נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת טמפו-עליון"), פ"ד נד(1) 557, בעמ' 567–568.

ראוי להדגיש עוד את המשך דברי הנשיא ברק, בפרשת ואקנין דנן:

“ודוק: סעיף 54(א)(1) לא בא להבטיח השקעות מוצלחות; הוא לא בא למנוע מעשי טפשות וסכלות; הוא לא בא להסיר סיכונים טבעיים המונחים ביסוד השקעות כספיות. כל מטרתו של סעיף 54(א)(1) לחוק ניירות ערך היא לאפשר הכרעה רציונאלית, על בסיס מידע גלוי ונאות.”⁷

בהמשך פסק הדין באותה פרשה, התייחס בית המשפט העליון להיבט נוסף של רציונל החקיקה, והוא, הרצון שלא להרתיע משקיעים פוטנציאליים מלהשקיע בשוק ההון, מחשש שהשערים בו אינם משקפים תחזית כלכלית, אלא נובעים אך ורק מפעולות מלאכותיות שבוצעו.⁸

אין ספק, כי האיסורים בדבר ביצוע תרמית או מניפולציה מכל סוג נועדו למנוע הפרעות לפעילות התקינה של שוק ההון, וכל הפרעה לכך ששערי ניירות הערך ייקבעו אך ורק על פי כוחות ההיצע והביקוש, והן בלבד.⁹

בפרשת ואקנין וחברת “מיקבץ תשואות” התייחס בית המשפט המחוזי (מפי השופט עמית) לטיב העבירה של תרמית בניירות ערך, כעבירה המאפיינת את שלהי המאה ה-20, תקופה בה מבוצעות עבירות מתוחכמות, על ידי אנשים אינטלגנטים ביותר, המתמצאים בנהלי המסחר בניירות ערך. עבריינים אלו, כך השופט עמית, מבצעים עבירות לא בכח הזרוע אלא בחלקלקות ובערמומיות. לאור זאת, לא מגלים, לעתים, הקורבנות את דבר התרמית ובשל כך אף קשה הוכחתן של עבירות אלו.¹⁰

פסיקת בתי המשפט בישראל הגדירה את הוראת סעיף 54 לחוק כהוראה שנועדה לשמש “שומר סף” לכל מי שסוחר בניירות ערך.¹¹ מטרת הסעיף היא להקנות אמון, עיוור ממש, של הציבור הרחב בשוק ההון ובתקינות ובהגינות המסחר בו ובהגינותו.¹²

7 פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 654.

8 שם, בעמ' 657. ראו גם ניצני וקרת, לעיל הערה 1, בעמ' 609. כן ראו דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 55.

כן ראו ת"פ (ת"א) 207/95, 208 מדינת ישראל נ' ה'לדשטיין ואח' (להלן: “פרשת הדיסקונטאים-מחוזי”) (לא פורסם), בעמ' 113.

9 ראו גם ז' גושן, “תרמית ומניפולציה בניירות ערך: תאומים לא זהים” משפטים ל 591, בעמ' 592-593. ראו גם ת"פ (ת"א) 7019/00 מדינת ישראל נ' מועלם ומלחי (להלן: “פרשת מועלם ומלחי-שלום”) (לא פורסם), בעמ' 54-55.

10 ת"פ (ת"א) 73/91 מדינת ישראל נ' מקבץ תשואות ניירות ערך והשקעות בע"מ ואח' (להלן: “פרשת ואקנין-מחוזי”), פ"מ תשנ"ו (2) 157, בעמ' 161.

11 שם, בעמ' 162.

12 שם, שם. יצוין, כי יש הסוברים שתרמית ומניפולציות בשוק ההון דווקא מקשות על המשקיעים המתוחכמים, אשר אמורים לייעל את השוק. ראו גושן, לעיל הערה 9, בעמ' 598-599. איני שותף לדעה זו ואיני רואה את הסכנה בקיומן של תרמית ומניפולציות דווקא בפגיעה במשקיעים המתוחכמים, אלא בפגיעה הרחבה והכוללת של תופעות אלו על כלל ציבור המשקיעים. האבחנה כאילו הפגיעה קשה יותר אצל המשקיע המתוחכם אינה נכונה לא במישור העובדתי, קל וחומר שלא במישור העקרוני-רעיוני. איני סבור, כי כספו של המשקיע המתוחכם שונה מכספו של

דיני ניירות ערך

בפרשת לוינקופ, הפרשה המרכזית הראשונה בה נדונה בישראל עבירת התרמית בניירות ערך, פסק בית המשפט, כי מטרת החקיקה בנושא זה הינה למנוע את הפיכת הבורסה לניירות ערך למעין קזינו של הימורים. תכלית החקיקה לשמור על ייחודה של הבורסה כמוסד כלכלי רב-עוצמה, הנותן ביטוי לתופעות כלכליות, תוך שמירה על "הליכות מסחר הוגנות".¹³

באופן דומה קבע הנשיא ברק בפרשת חרובי ודהן, כי סעיף 54 לחוק לא נועד לסלק כל אלמנט של סיכון משוק ההון, אלא אך ורק להסיר "סיכונים לא טבעיים", כדבריו, שמקורם בעיוותים ובפערי מידע הקיימים בשוק זה.¹⁴ מטרת הוראת סעיף 54, מוסיף וקובע הנשיא ברק, להגן על המשקיע הסביר ועל "שקיפות המידע" והרציונליות בקבלת החלטותיו בשוק ההון.¹⁵

על מנת שהמסחר בשוק ההון יהא הוגן, שוויוני ותקין, עליו לקיים שני תנאים מקדימים:

ראשית, צריכה להתקיים בו זרימה סדירה של מידע ביחס לתאגידים שניירות הערך שלהם נסחרים על ידי הציבור.

שנית, חובה לאסור באותו שוק על כל עסקאות מלאכותיות, או על כאלו שנועדו להשפיע בתרמית על שערי ניירות ערך.

ועדת גבאי, שהוקמה בעקבות משבר המניות הבנקאיות של ראשית שנות ה-80, היטיבה לאפיין את העקרונות הבסיסיים לפעולתו של שוק הון תקין:

"יש לקיים שלושה עקרונות בסיסיים כדי להבטיח פעילות תקינה במסחר בניירות ערך:

- (1) כל מידע רלוונטי המובא לידיעת הציבור העשוי להשפיע על שער נייר ערך חייב להיות אמיתי ונכון.
- (2) כל עיסקה המתבצעת בשוק צריכה להיות עיסקה אמיתית של קניה או מכירה.
- (3) אסור לבצע עסקאות בשוק המכוונות להשפיע על שערי ניירות ערך, לרבות בדרך של השפעה על היקף הפעילות המסחרית בנייר הערך, פרט לחריגים הקבועים בחוק".¹⁶

המשקיע הקטן או כי ערכו גבוה יותר. יצוין, כי גם קביעתו של המלומד גושן, כאילו המשקיע המתוחכם חשוף יותר למניפולציות, שכן הוא מתבסס על מידע בהחלטות ההשקעה שלו, הינה קביעה שניתן לערער עליה, ולא ברור על אלו יסודות אמפיריים היא מבוססת. ואו גושן, לעיל הערה 9, בעמ' 599–600.

13 ע"פ (ת"א) 352/79 מדינת ישראל נ' לוינקופ (להלן: "פרשת לוינקופ-מחזוי"), פ"מ תש"ם (2) 221, בעמ' 234.

14 פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 121.

15 שם, שם.

16 דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, עמ' 16–17.

פסיקה מאוחרת יותר אכן אימצה והדגישה את חשיבותם של עקרונות אלו:

"הואיל וקשה לציבור המשקיעים להעריך את שווי ה'סחורה', שהרי לרוב הציבור אין הכישורים של אנליסטים בעלי ידע כלכלי, הופך הנתון של 'מחיר שוק' לנתון דומיננטי בשיקולי המשקיעים, בבואם לקנות או למכור מניה. חשוב ביותר שהמסחר בבורסה ינוהל בצורה שתבטיח ש'מחיר השוק' של המניות אכן יקבע באופן חופשי, ללא התערבות חיצונית מניפולטיבית או מלאכותית, והוא ישקף את נקודת המפגש האמיתית בין ההיצע לביקוש.

שערו של נייר ערך צריך להיקבע בשוק תקין והוגן על פי כוחות ההיצע לביקוש, ועל פי התמורות הכלכליות המתרחשות במשק כולו, בענף אליו משתייך התאגיד שנייר הערך שלו נסחר בבורסה, ועל פי מצבו של התאגיד עצמו, וזאת בנוסף לגורמים של סחירות, תשואה וסיכון".¹⁷

1.2 הרקע החקיקתי

עד לחקיקת חוק ניירות ערך, בשנת 1968, לא היתה כל התייחסות בחקיקה הישראלית לנושא התרמית בניירות ערך, כענף נפרד ועצמאי של עבירות התרמית, אשר הוסדרו בפקודת החוק הפלילי. החוק לתיקון דיני העונשין (עבירות סחיטה, מירמה ועושק), התשכ"ג-1963, החליף את הוראות הסעיפים 300-308 לפקודת החוק הפלילי, ובו נקבע האיסור על קבלת דבר בתחבולה או תוך ניצול-מכוון של טעות הזולת. חוק זה אף הגדיר "מירמה" כדלקמן — "טענה עובדתית בענין שבעבר, בהווה או בעתיד, הנטענת בכתב, בעל פה או בהתנהגות, אשר הטוען אותה יודע שאינה אמת, או שאינו מאמין שהיא אמת". החקיקה הישנה, והגדרת עבירת המירמה בה, לא התאימה לעבירות המרמה בתחום ניירות הערך, שכן — בין היתר — היא לא כללה את האפשרות של מעשי מירמה המבוססים על עסקאות שבוצעו בפועל, כגון מה שמכונה "עסקאות מתואמות".¹⁸ יתרה מזאת, העבירה של קבלת דבר במירמה שבחוק העונשין מחייבת, כחלק מיסודות העבירה, הוכחת קיומה של "קבלה" (של "דבר"), קרי, הוכחת הטבה כלשהי או רווח או הנאה אצל ה"עושה".¹⁹

באופן דומה, אף עוללת התרמית שבפקודת הנוזיקין מחייבת הוכחת גרימת "נזק ממון" למי שנפגע מהתרמית.²⁰ להבדיל, עבירת התרמית בניירות ערך, כפי שגובשה בחוק ניירות ערך, אינה כוללת כלל את הפקת הרווח כאחד מיסודות העבירה. קושי נוסף בחקיקה, אשר קדמה לסעיף 54 לחוק, הינו הצורך להוכיח פגיעה בניזוק מסוים, ובקשר סיבתי בין מעשה התרמית לבין הטעיית הנפגע מהתרמית,

17 ראו — פרשת מועלם ומלחי-שלום, לעיל הערה 9, בסעיף 93 לפסק דינו של השופט בנימיני (אז בבית משפט השלום).

18 ראו להרחבה בנושא זה בסעיף 3.2.3 לפרק זה להלן.

19 ראו סעיף 415 לחוק העונשין, התשל"ז-1977 (להלן: "חוק העונשין").

20 ראו סעיפים 56, 57 לפקודת הנוזיקין [נוסח חדש], התשכ"ח-1968 (להלן: "פקודת הנוזיקין").

דרישה אשר אינה קיימת על פי לשון סעיף 54 לחוק (לפחות לא בחלופה של סעיף 54(א)(2)).

מספר ועדות ציבוריות דנו בהיבטים שונים של חקיקת שוק ההון והבורסה.²¹ ועדות אלו, אשר עם חבריהן נמנו מבכירי מערכת הבנקאות, שוק ההון והפיננסים בישראל, הן במגזר הציבורי והן הפרטי, הציעו רפורמות שונות בתחיקת שוק ההון. לא כל המלצותיהן אומצו, אך כפי שיובהר להלן, חלקן העלו על סדר היום הציבורי נושאים וקשיים אשר איפיינו בעבר (וחלקם אולי עדיין מאפיינים גם כיום) את שוק ההון הישראלי.

ביקורת על סעיף 54 לחוק

לא אחת נמתחה ביקורת נוקבת על נוסחו (המקורי) הלוקה בחסר של סעיף 54 לחוק. כך סברו, למשל, שלוש ועדות מקצועיות שהוקמו לבחון היבטים שונים של שוק ההון: הן ועדת גבאי, הן ועדת בייסקי והן ועדת מינטקביץ קבעו באופן חד-משמעי, כי סעיף 54 בנוסחו המקורי אינו מספק.²² כל שלוש ועדות נכבדות אלה, בהן חברו יחדיו מיטב אנשי המקצוע בשוק ההון, היו תמימות דעים, כי הביטוי "בדרכי מרמה", כאמור בסעיף 54 לחוק, הינו לקוי, מעורפל ואינו עונה על צרכי מציאות החיים. כך למשל, סברה ועדת בייסקי, כי הביטוי "דרכי תרמית" הינו מעורפל וקשה להגדרה.²³ המלצותיהן של ועדות אלו היו להרחיב את ההגדרה הסטטוטורית באופן שתכלול גם פעולות, כגון "תחבולה, תכסיס, פרסום עובדות מטעות, העלמת עובדות או בדרך פסולה אחרת".²⁴

השופטת בן-ענת בבית משפט המחוזי סברה בפרשת רוזנבוך, כי אילו היו מתקנים את הסעיף במועד, ניתן אולי היה למנוע את המפולת בבורסה בשנות ה-80, שבעקבותיה מונתה ועדת בייסקי.²⁵ השופטת בן-ענת מתחה ביקורת קשה על המחוקק, אשר הותיר פרצות בחוק ניירות ערך. תחום ניירות הערך בכלל, ועבירות התרמית בניירות ערך בפרט, הינם, לדברי בן-ענת, "שדה בור", שאין בו פסיקה ברורה.²⁶ חסר תחיקתי מהסוג שהיה קיים בשנות ה-70 וראשית שנות ה-80 בישראל, הוביל, לדעת בית המשפט

21 ראו דו"ח ועדת מינטקביץ, "הערות והצעות הצוות לבדיקת דו"ח ועדת החקירה לענין ויסות מניות הבנקים" (ירושלים, תמוז-התשמ"ו, יולי-1986) (להלן: "דו"ח ועדת מינטקביץ"). כן ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, ודו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1.

22 ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 26 ובעמ' 47. כן ראו דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 339. כן ראו דו"ח ועדת מינטקביץ, לעיל הערה 21, בעמ' 6-7.

23 דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 339-340.

24 ראו שם, בעמ' 368, וכן ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 47-49. עוד ראו דו"ח ועדת מינטקביץ, לעיל הערה 21, בעמ' 6-7.

25 ראו ע"פ (ת"א) 1327/86 מדינת ישראל נ' רוזנבוך (להלן: "פרשת רוזנבוך-מחוזי"), פ"מ תשמ"ט (2) 309, בעמ' 316-317.

26 יצוין, כי דברים אלו נאמרו בשלהי שנות ה-80 ומאז התפתחו מאוד, ללא ספק, הן החקיקה והן הפסיקה בנושא זה, אם כי הגדרת המונח "דרכי תרמית" לא זכתה לתיקון המיוחל.

בפרשת רוזנבוך, לכך, שהפרצות נוצלו עד תום על ידי עברייני שוק ההון, בעוד שמנגד נמנעה התביעה מלהעמיד לדין בגין עבירות מסוג זה.²⁷ גם בפרשת טמפו נמתחה ביקורת על ניסוחו של סעיף 54(א)(2) לחוק. בית משפט השלום הביע שם את דעתו, כי הניסוח המעורפל של הסעיף אינו נובע מ"כוונת מחוקק", אלא הינו תוצר של "מחדל ניסוחי הדורש תיקון".²⁸ כל דברי הביקורת האמורים נפלו עד כה על אופן ערלה של המחוקק. מפתיע, כי בעוד שחוק ניירות ערך עבר שורה ארוכה של תיקונים שונים, לא נמצאה הדרך לתקן ולשפר את ניסוחו של סעיף 54 לחוק, באופן שיאפשר יתר בהירות וודאות בשוק ההון.

2. חלופה ראשונה "מי שהניע אדם אחר לרכוש או למכור ניירות ערך" – סעיף 54(א)(1) לחוק

2.1 מהי "הנעה"

כאשר אדם משכנע אדם אחר לרכוש נייר ערך מסוים, הוא "מניע" אותו לכך. כאשר הוא עושה כן באמצעות הבטחה, אימרה או תחזית שאינה אמת, והוא יודע – או אמור לדעת – על כך, עובר הוא עבירה של "הנעה בתרמית", כאמור בסעיף 54(1)(א) לחוק.

עבירת ה"הנעה", כפי שעולה מלשון סעיף 54(א)(1) לחוק, הינה בעלת ארבעה מרכיבי יסוד:

האחד, הנעה אקטיבית. השני (הנעה), באמצעות אימרה, הבטחה או תחזית. השלישי (האימרה וכו'), הינה כוזבת, או שהיא ניתנה תוך "העלמת עובדה מהותית". הרביעי, היסוד הנפשי: המטעה ידע, או שהיתה עליו חובה לדעת, אודות הכוזב.

מלשון הסעיף עולה, כי "הנעה" יכולה להיעשות הן במעשה והן במחדל, שכן כוללת הוראת הדין גם הנעה בתרמית בדרך של "העלמת עובדה מהותית".

שני מקרים מאלפים של "הנעה" בתרמית, באמצעות הבטחות, תחזיות ואימרות שאין בהן אמת, עלו בפסיקת בתי המשפט בישראל. המקרה האחד הוא פרשת ואקנין, ואילו הפרשה השנייה הינה פרשת חרובי ודהן, ושתייהן ייסקרו להלן. לאחריהן אירעו מספר פרשות נוספות אשר הדמיון ביניהן לבין הפרשות הראשונות דלעיל, רב.

פרשת ואקנין ממחישה היטב כיצד יכול אדם ל"הניע" אדם אחר, בדרכי מירמה ובאמצעות מצגי שווא לבצע פעולות בניירות ערך. שלושת הנאשמים בפרשת ואקנין היו בעלי השליטה בחברת ייעוץ והשקעות בניירות ערך בשם "מקבץ". הם החזיקו

27 שם, שם.

28 ת"פ (ת"א) 5470/92 מדינת ישראל נ' לוינהר ואח' (להלן: "פרשת טמפו-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז', 624.

במניות "מבוכרות א" של בנק החקלאות, בשיעור ניכר מכלל שיעור המניות אשר נסחרו בבורסה בתל אביב באותה עת.²⁹ הנאשמים שכנעו שני לקוחות שלהם (שמחוני ולוטן) לרכוש מניות אלו, תוך יצירת מצגי שווא כי מדובר בהשקעה סולידית ובטוחה, וכי בידיהם שיעור ניכר ממניות אלו, חלקן עבור עצמם וחלקן עבור לקוחותיהם. עוד הציגו הנאשמים בפני שני לקוחותיהם, כי בכונתם להמשיך ולהחזיק באותן מניות של בנק החקלאות. שמחוני ולוטן אכן שוכנעו לרכוש את המניות, אלא שבלא ידיעתם מכרו ואקנין ושני חבריו את המניות שהחזיקו בידיהם עד לאותה עת.

מאחר ששמחוני ולוטן מסרו לנאשמים ייפוי כח לפעול בחשבונותיהם, לא ידעו הללו על דבר התרמית. הנאשמים אף חרגו מייפוי הכח שניתן להם, ורכשו בעבור שני הלקוחות כמות גדולה יותר של מניות מזו שהורשו לרכוש. הנאשמים לא יידעו את לקוחותיהם על כך שהם עצמם חיסלו את אחזקותיהם באותן מניות, וזאת, בניגוד גמור למצגיהם בפני שמחוני ולוטן, כאילו מדובר בהשקעה מבטיחה.³⁰

בפרשה אחרת, פרשת חרובי ודהן, פעלו הנאשמים באופן דומה להפליא לנאשמים בפרשת ואקנין.

בפרשה זו הואשמו שני הנאשמים, ביחד עם חברת ניהול התיקים "אקוויטי", בתרמית בניירות ערך, הן בחלופה האמורה בסעיף 54(א)(1) ("הנעה") והן בחלופה האמורה בסעיף 54(א)(2) ("השפעה בתרמית על שער ניירות ערך").

חרובי, בעל השליטה בחברת אקוויטי, ודהן, שעבד בה כשכיר, בעל ייפוי כח לביצוע פעולות בניירות ערך, הואשמו, בין היתר, בכך שקשרו קשר להניע אחרים ולשכנעם בדרכי תרמית לרכוש את ניירות הערך של חברת "אנדין" שנסחרה באותה עת בבורסה. חרובי ודהן יצרו חרושת של שמועות בדבר העלייה הצפויה במניית אנדין, תוך העלמת העובדה כי הם עצמם מתכוונים למכור את אחזקותיהם באותה מניה ממש. הם הבטיחו לאנשים, שאותם "הניעו" לרכוש את מניית "אנדין", כי מדובר במניה ש"הולכים לטפח אותה", קרי – שערה צפוי לעלות במידה ניכרת. ואולם, נשכח מאותם שני נאשמים ליידע אותם אנשים, כי לא רק שהם כבר רכשו לעצמם את המניה, אלא שבכונתם למכור, ומיד, אותה מניה שהם, כביכול, הולכים ל"טפח".

בית המשפט המחוזי קבע, בניגוד לדעת בית משפט השלום, כי הנאשמים הניעו אחרים לרכוש את המניה וכי עשו זאת בדרכי מירמה, תוך העלמת עובדות מהותיות.³¹ בפרשת חרובי ודהן ניסה בית המשפט העליון (מפי הנשיא ברק) להגדיר את המונח המורכב של "הנעה":

29 כמחצית המניות היו בידי המדינה, ולא נסחרו.

30 פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 646. בגין מעשיהם האמורים הועמדו הנאשמים לדין גם על עבירות של קבלת דבר במירמה בנסיבות מחמירות.

31 ע"פ 1112/93 מדינת ישראל נ' חרובי ואח' (להלן: "פרשת חרובי ודהן-מחוזי"), פ"מ תשנ"ו (3) 221, בעמ' 229-231.

"משמעותה הינה השפעה על הליך קבלת ההחלטה של המשקיע. השפעה זו אינה חייבת להיות בלעדית או מכרעת".³²

מקרה שלישי ודומה לפרשת ואקנין עלה בפרשת בוכניק, שם הורשעו שלושת הנאשמים, בעלים ומנהלים של חברות השקעה וניהול תיקי ניירות ערך, בכך שקשרו קשר להשפיע בדרכי תרמית על שערי מניית קניטקס, שנסחרה בבורסה בתל אביב.³³ התרמית בפרשת בוכניק בוצעה, באופן שבשלב הראשון, ביקשו הנאשמים מלקוחותיהם שלא ימכרו מניות קניטקס שברשותם, בציינם בכזב כי בידיהם השליטה במרבית המניות המצויות בידי הציבור (אלו אשר אינן מוחזקות בידי בעלי השליטה). בשלב השני, סיכמו הנאשמים עם גורם חיצוני, כי ירכוש מניות קניטקס ולא ימכור אותן במשך חצי שנה, תוך ערבות להפסדים שייגרמו לו. לאחר מכן, ניסו הנאשמים להניע את מנכ"ל קניטקס לרכוש את מניות החברה שבשליטתו, בהבטחה, כי הם יגרמו לעליית שער המניה, מאחר שבידיהם או בידי גורמים אחרים הקשורים אליהם, מרוכזים כ-95% ממניות קניטקס שבידי הציבור.³⁴

פרשת אליעזר אורן מדגימה, פעם נוספת, הנעה בתרמית במטרה לגרום לאחרים לרכוש ניירות ערך. בפרשה זו פעל הנאשם, איש שוק ההון ותיק ומנוסה, לשם העלאת מלאכותית של שערי מניות החברה אפנת ברוך.³⁵

בית משפט השלום מצא, כי אורן הטעה שורה של משקיעים ואנשי שוק ההון ויצר בפניהם שורה של מצגי שווא: אורן טען בפני חלק מקורבנותיו, כי הוא רק מתווך בעסקה למכירת מניות חברת "אפנת ברוך", בעוד שבפועל היה לו אינטרס אישי שהם ירכשו את המניות. זאת, מאחר שהוא עצמו החזיק בכמות גדולה מאוד של מניות אלו והמתין לעליית שעריהן, על מנת למכור את מניותיו ברווח. כן הסתיר אורן מקורבנותיו, כי אחזקותיו במניות "אפנת ברוך" מעמידות אותו בחזקת "בעל עניין" בחברה זו. עובדה מהותית נוספת שהסתיר אורן היא, כי הוא המתין לכך שבעקבות רכישותיהם של קורבנותיו, יעלו שערי המניה והוא יממש את רצונו למכור את מניותיו ברווח. נפסק, כי זו היתה הסיבה האמיתית לכך שאורן עשה נפשות לאותה מניה.³⁶

מסקירת הפרשות לעיל מתחוויר הדמיון הרב בין המקרים, דמיון המתמצה בכך שהעבריינים הטעו ורימו את לקוחותיהם, בכך שלא גילו להם את תוכניתם "לחלק" עצמם מאחזקותיהם במניות מסוימות, וזאת, לאחר שהלקוחות, מושא התרמית, ירכשו אותן מניות.

32 ראו פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 126.

33 ראו ת"פ (ת"א) 12876/97 מדינת ישראל נ' בוכניק ואח' (להלן: "פרשת בוכניק-שלום") (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז, 607.

34 שם, בעמ' 607-608.

35 פרשת אורן-שלום, לעיל הערה 6.

36 ראו שם, בסעיף 82 לפסק הדין.

יסוד התרמית וההטעיה בולט בכל הפרשות הללו, במיוחד בשל העובדה שהתקיימו בהן שני התנאים הבסיסיים לעבירת התרמית, כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק: ראשית, העבריינים הניעו אחרים לרכוש מניות מסוימות, קרי – שכנעו, השפיעו ובסופו של דבר גרמו לאחרים לרכוש ניירות ערך, שהם היו מעוניינים כי הללו אכן ירכשו. שנית, העבריינים העלימו עובדות מהותיות והסתירו מלקוחותיהם מידע, שאילו ידעו אותו, היו נמנעים, ככל הנראה, מרכישת אותם ניירות ערך.

2.2 האם מדובר בעבירת התנהגות או בעבירת תוצאה?

לשונו של סעיף 54 לחוק יוצרת קושי פרשני באשר לשאלה אם מדובר בעבירה התנהגותית גרידא, קרי, כזו שאינה דורשת, כחלק מהוכחת הרכיבים העובדתיים של יסודות העבירה, את הוכחת קיומה של תוצאה; או שמא מדובר בעבירה תוצאתית, קרי, כזו הדורשת הוכחת תוצאה כאמור.

ראשית לכל ייאמר, כי העובדה שהמחוקק לא דרש במפורש הוכחת יסוד עובדתי של תוצאה, אמורה לחזק את הדעה הסוברת, כי מדובר בעבירה התנהגותית גרידא, בה אין כל דרישה להוכחת התקיימותה של תוצאה זו או אחרת.³⁷ מן העבר השני, יש מקום לסברה, כי בחירת המחוקק בנקיטת שתי חלופות בסעיף 54(א)(1) לחוק, הן של הנעה והן של ניסיון להניע, מרמזת על קיומה של דרישה להוכחת היסוד התוצאתי, כרכיב בעבירה, שאחרת לא ברור מה טעם מצא המחוקק להוסיף גם את התיבה "או ניסה להניע" באותו סעיף, כחלופה שוות מעמד לביצוע שצלח.

מנגד, ניתן להעלות על הדעת הסבר אחר לחלוטין להכללת שתי החלופות באותה הוראת דין, והוא, שהמחוקק ביקש להבהיר כי לדעתו גם ניסיון בלבד של עבירת ההנעה, הוא חמור דיו על מנת שייענש, ממש כשם שתייענש ההנעה שעלתה יפה. משמע, כלל אין נדרשת תוצאה, אלא די בהתנהגות של "הנעה" או "ניסיון הנעה".

אכן, השופטת אופיר-תום בבית המשפט המחוזי בפרשת עיני סבורה דווקא כי –

"... משראה המחוקק לדבר בנשימה אחת על הנעה ועל ניסיון הנעה כמגבשות אותה עבירה, התכוון כפי הנראה להודיע בכך, כי עבירה התנהגותית היא, המתקיימת גם מבלי שהוכחה תוצאה בשטח".³⁸

נדמה כי, בכל הכבוד, השקפה כזו חוטאת ללשון החוק ואף לתכליתו. לא ברור כיצד ניתן לדבר על "הנעה" ללא השגת תוצאת ההנעה והגשמתה. יתר על כן, אין דרך הגיונית לנמק את קיומה של חלופת הניסיון להניע, אלא כאמצעי להבחין בין מצב

³⁷ השוו, למשל, עם עבירת הרצח, כאמור בסעיף 300 לחוק העונשין, או עבירת גרימת חבלה חמורה, כאמור בסעיף 333 לחוק העונשין, או עבירת השימוש ברעל מסוכן, כאמור בסעיף 336 סיפא לחוק העונשין, ועבירות נוספות, בהן נדרשת תוצאה. ראו בעניין זה גם מאמרו של ז' גושן, לעיל הערה 9, בעמ' 628.

³⁸ ראו ת"פ (ת"א) 92/97 מדינת ישראל נ' י.מ. עיני ואח' (להלן: "פרשת עיני-מחוזי") (לא פורסם), דינים-מחוזי, כרך לג(6), 424, בסעיף 116 לפסק הדין.

בו הושגה תוצאה של הנעה לבין מצב בו לא הושגה כזו. נימוק אפשרי אחר לכך שמדובר בעבירה תוצאתית, הוא – כפי שקבע בית המשפט העליון –

“...מן ההיבט הלשוני, אין לך ‘הנעה’ אלא במקום שזו צולחת, לאמור – במקום שבו משיגה היא את מטרתה.”³⁹

ואמנם, בפרשת זילברמן עולה מניתוחו של הנשיא ברק, כי המבדיל בין חלופת “ההנעה” לבין חלופת “הניסיון להנעה” הוא אלמנט התוצאה. עובדה זו מחזקת את הטענה, כי עסקינן בעבירת תוצאה ולא בעבירת התנהגות, לפחות ככל שנוגע הדבר לחלופה הראשית של “הנעה” (להבדיל מחלופת “הניסיון”):

“אשר לאישום השלישי שהוסכם כי לא הוכח כי מאן דהוא רכש את המניות נשוא הכתבות על יסוד האמור בכתבות, ועל כן ממילא – כך הוסכם – יש בכך אך ‘נסיון’ להניע.”⁴⁰

אכן, גם הפירוש הלשוני הרגיל של המילה “הנעה” או “הניע” מחייב הכללת רכיב התוצאה בו. כך, למשל, במילון העברי-אנגלי של אלקלעי מוגדר “הניע” כ –

“to move, to start, to activate, to urge, to motivate, to incite”.

תרגום המלה “to move” הינו להניע או להזיז, משמע לגרום לחפץ או לאדם לשנות את מיקומו. משמע, כלולה בכיטוי זה גם התוצאה של שינוי מיקומו של האדם או החפץ, ולא רק עצם המעשה או הנסיון מצידו של ה“עושה”. בשל כך, אדם המניע מנוע, בהכרח גורם לו להידלק ולפעול. מנהיג המניע מהפכה בהכרח מתחיל מהלך של שינוי חברתי, פוליטי או אחר. באותה מידה – אדם ה“מניע” אדם אחר לרכוש או למכור נייר ערך, בהכרח גורם לאותו אדם לרכוש או למכור נייר ערך. שאם לא כן, אם לא עלה בידי המניע להשיג אותה תוצאה, אין לומר, כי הושלם המעשה האסור, האקטוס ריאוס, ולא התמלאו כל היסודות העובדתיים של עבירת ההנעה. לכל היותר, ניתן יהיה לדבר על ניסיון להנעה.⁴¹

39 ראו ע”פ 2457/93 ניצן נ’ מדינת ישראל, דינים עליון, כרך לט, 595. כן ראו ת”פ (ת”א) 3101/96 מדינת ישראל נ’ חוסני קאהר, דינים מחוזי, כרך כז(1), 188. ראו גם מאמרם של י’ גרוס ונ’ מימון-שעשוע, “הנעה בתרמית לביצוע עסקה בניירות ערך” הפרקליט מד (ב) 181, בעמ’ 192.

40 ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, עמ’ 516. ראו גם ע”פ 70571/01 מדינת ישראל נ’ פודים (להלן: “פרשת פודים-מחוזי”) (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לג(2), 432, בסעיף ה’ לפסק הדין. בית המשפט המחוזי מתבסס על כך ששער מניית אורדן, בה פעל הנאשם, אכן עלה ב-10% ביום בו ניסה הנאשם-פודים להשפיע על שערה, כאינדיקציה לכך שאכן נעברה עבירה.

41 ראו בעניין זה גם ת”פ (ת”א) 97/91 מדינת ישראל נ’ זילברמן (להלן: “פרשת זילברמן-מחוזי”) (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב (8) 104, בעמ’ 23. יצוין, כי בעמ’ 31-34 לפסק הדין מנתח בית המשפט המחוזי (מפי השופט א’ שלו) את מעשי הנאשם, העיתונאי זילברמן, וקובע כי כתבותיו העיתונאיות, אשר התייחסו לניירות ערך בהם הוא עצמו החזיק, אכן הניעו אנשים לרכוש את אותן מניות ואכן הטעו בפועל את ציבור המשקיעים.

משום כך נראה, כי כל פרשנות, ולפיה עבירת ה"הנעה" בדרכי תרמית הינה עבירה התנהגותית, מוטעית ואינה יכולה להתקבל. "הנעה" מחייבת הוכחת קיומה של תוצאה. בפרשה אחרת שנדונה בבית המשפט העליון, פרשת חרובי ודהן, נמנע בית המשפט מלנקוט עמדה עקרונית בשאלה אם עבירת ה"הנעה" לבצע פעולה בניירות ערך (החלופה הראשונה בסעיף 54(א)) הינה עבירה תוצאתית או התנהגותית.⁴² ההנמקה לכך היתה, כי שאלה זו מתייתרת, שכן בנסיבות המקרה לא היה ספק כי לפחות אחד מהאנשים, שאותם שכנעו הנאשמים לרכוש את המניות, אכן הונע בפועל על ידי הנאשמים, ובכך התקיימה ממילא התוצאה של "הנעה".⁴³

מנגד, נפסק בפרשה קודמת על ידי בית משפט השלום בתל אביב, כי מדובר בעבירה התנהגותית, ללא כל תלות בהתקיימות התוצאה של הטעיית הניצג, או הסתמכותו על התרמית שהוצגה בפניו.⁴⁴ דעה דומה הובעה על ידי השופטת אופיר-תום בבית המשפט המחוזי בפרשת עיני.⁴⁵ באופן דומה נפסק גם על ידי בית משפט השלום בתל אביב בפרשת אליעזר אורן.⁴⁶

בפרשת חרובי ודהן הוסיף בית המשפט העליון ופסק, כי אין חובה שההשפעה מצד ה"מניע" תהווה את הגורם הבלעדי או המכריע לעניין קבלת החלטתו של המשקיע, שהונע על ידו. די בכך שה"מניע" הניע או ניסה להניע את זולתו. אף אם הלה לא הושפע ולא פעל בהתאם לנסיבות ה"מניע", התקיים היסוד העובדתי לצורך סעיף 54(א)(1) לחוק.⁴⁷ במילים אחרות, בית המשפט שומט בפרשה זו נדבך מהותי נוסף מיסודות עבירת התרמית ו"ההנעה" – יסוד הקשר הסיבתי. קשה להבין כיצד ייתכן להרשיע אדם בעבירה של "הנעת" אדם אחר בדרכי תרמית, אם לא תוכח תוצאה של הנעה בפועל ואם לא יוכח קשר סיבתי בין ההנעה לבין תוצאתה.

נדמה, כי פסיקה זו של בתי המשפט השונים מעידה על כך שבמקרים מסוימים, בהם סבור בית המשפט, כי יש להרשיע נאשם, מתגברת נטייתם של בתי המשפט בישראל לגלות גמישות-יתר בויתור על רכיבי עבירה חיוניים, וליצור קונסטרוקציות משפטיות בעייתיות.

ראוי לציין, כי אף שהמחלוקת המשפטית, המרתקת כשלעצמה, בסוגיית הטיב והמהות של עבירת "ההנעה" (עבירת תוצאה או התנהגות), הרי שכיום, לנוכח תיקון

42 פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 125.

43 שם, שם. יצוין עוד, כי בית המשפט העליון פסק בפרשה האמורה כי הדגש בעבירה של הנעה בתרמית, מצוי באדם ה"מניע" ולא באדם ה"מונע".

44 ראו פסק דינה של השופטת אופיר-תום (או בבית משפט השלום) בפרשת טמפר-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף לט לפסק הדין. ראו גם ע"פ (ת"א) 1503/93, 1530, 1519 מדינת ישראל נ' רוזוב ואח' ("פרשת גיבור סבריינה-מחוזי") (לא פורסם), בסעיף 13 לפסק הדין. ראו גם ז' גושן, לעיל הערה 9, בעמ' 628.

45 ראו פרשת עיני-מחוזי, לעיל הערה 38, בסעיף 116 לפסק הדין.

46 פרשת אורן-שלום, לעיל הערה 6, בסעיף 75 לפסק הדין.

47 פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 126.

מס' 39 לחוק העונשין, מאבדת, במידה מסוימת, מחלוקת תיאורטית זו מחשיבותה. בעקבות תיקון מס' 39 האמור, הרי שככל שנוגעים הדברים לעונש המוטל על העבריין, הוא יכול להיות זהה הן על עבירת ניסיון והן על העבירה המושלמת.⁴⁸ ברור עם זאת, כי הקביעה אם בוצעה עבירה מושלמת או רק חלופת הניסיון שלה, עשויה להיות בעלת חשיבות רבה לעניין שיקולי הענישה המנחים את בית המשפט בגזירת העונש.

2.3 ניסיון להניע

המבחין והמבדיל בין חלופת "הניסיון להניע" לבין "ההנעה" הינו אלמנט התוצאה. משמע – בחלופת הניסיון אין צורך להוכיח שאכן מישהו הוטעה והונע לרכוש נייר ערך עקב הטעיה, התחזית או ההבטחה. להבדיל, בחלופת "ההנעה" אכן נדרש, כי תוכח אותה תוצאה של הטעיה בפועל.⁴⁹

כאמור בסעיף 2.2 לפרק זה לעיל, העובדה, שהמחוקק נקט באופן מפורש גם את החלופה של ניסיון להניע, מעידה, כי עבירת התרמית בניירות ערך בחלופה של סעיף 54(א)(1) לחוק, הינה עבירה תוצאתית. קרי – רק בחלופה של ניסיון להניע אין דרישה להוכחת תוצאה של הנעה ורק חלופה זו היא בגדר עבירה התנהגותית גרידא.

אחד המקרים הבודדים, בהם הועמד בישראל נאשם לדין בחלופת הניסיון להניע, היה בפרשת זילברמן, בה הורשע העיתונאי אפרים זילברמן במספר אישומים בגין פרסום כתבות עיתונאיות, בהן המליץ על רכישת מניות, בהן הוא עצמו החזיק. זילברמן הורשע הן בעבירת "הנעה" והן בעבירת ניסיון להנעה, באותם מקרים בהם לא הוכח שמאן שהוא הונע בפועל לרכוש את המניות, שעליהן המליץ העיתונאי בכתבותיו.⁵⁰

2.4 אימרה, הבטחה, או תחזית, בכתב או בעל פה או בדרך אחרת, או בהעלמת עובדות מהותיות

2.4.1 כללי

דרכים שונות ומגוונות עומדות בפני המבקש להניע אדם אחר לרכוש מניות. הנעה יכולה להיעשות בדרך של ניסיון ישיר לשכנע אדם לרכוש או למכור נייר ערך, וזאת – בין באמצעות הבטחה, אימרה אחרת או מתן תחזית מסוימת לניצג. האימרה, ההבטחה או התחזית, יכולות להיעשות בעל פה או בכתב. ויובהר, אין כל משמעות לכך שהבטחה או אימרה ניתנה בעל פה בלבד, ואין בכך כדי לגרוע מתוקפה או כדי להקטין מאחריותו של מי שהציג אותה בפני זולתו.

בה-בעת יכולה ההנעה להתבצע בדרך אחרת, מתוחכמת יותר, מוסווית וקשה לאיתור מדויק. מדובר בהנעה הנעשית "בדרך אחרת", כלשון המחוקק בסעיף 54(א)(1) לחוק. הכוונה לאותם מצגים מטעים הנעשים, לשם דוגמא, במהלך המסחר

48 ראו סעיפים 27–28 לחוק העונשין.

49 ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 515–516.

50 שם, שם.

הרגיל של ניירות הערך בבורסה. לקטיגוריה זו נופלות "פקודות מלאכותיות" (wash sales) או "פקודות מתואמות" (matched orders), והטעיות אחרות במסגרת המסחר בבורסה, אשר ייסקרו להלן בהמשך פרק זה (בסעיף 3.2 לפרק זה להלן). במילים אחרות, הכוונה היא לכל אותן פעולות שייעודן ליצור מצגי שווא מטעים באשר להיקף המסחר, נפחו, או מגמותיו, בנייר ערך זה או אחר. פעולות אלו אינן נעשות במילים ולא באורח מפורש, אך אין בכך כדי לשלול את אופין המטעה והמוליך שולל.

"סעיף 54(א)(1) עשוי על פי לשונו, לחול על הנעה שאינה מילולית. מסרים רבי עוצמה בשוק ניירות הערך בדרך של 'התנהגות' ניירות הערך במסחר בבורסה".⁵¹ (ההדגשה במקור).

כך, למשל, פעולות המבוצעות על ידי בעלי העניין בחברה מסוימת, לשם מניעת נפילתו של שער המניה, בה הם אוחזים, במתווה של "תמיכה" בשער המניה או "ייצוב" השער, עלולות להיחשב כמעשים הנושאים עימם מטען של הטעיית הזולת. כמובן, יכולה להישמע הטענה, כי פעולות ייצוב או תמיכה במניה (או של ויסות) הינן פעולות לגיטימיות, חוקיות, אשר אינן נושאות ולו שבב של מירמה או הטעיה. אך לא זו תכלית דיוננו זה.⁵² ענייננו הוא בכך שמדובר בפעולות הנעשות במהלך המסחר ולא באופן ישיר בין אדם אחד לחברו, באופן שגם אם קיימת השפעה כלשהי, הרי שמדובר בהשפעה או בהנעה עקיפה ובלתי ישירה. אי-ישירותה של הנעה זו משליכה, כמובן, לא רק על יכולת ההוכחה של עצם התקיימותה, אלא מעלה היא ממילא את השאלה אם ניתן לדבר על "הנעה" של ממש. יש צורך להצביע על קשר סיבתי בין המעשה האסור (שהינו – הפקודות המלאכותיות או הפעולות המתואמות, או לחלופין – ייצוב שער מניה) לבין ההטעיה שהיתה מנת חלקו של המשקיע הסביר.

יודגש, מעשים המוגדרים כייצוב, כוויסות או כ"תמיכה" בשער נייר ערך, עשויים ליפול לגדר החלופה השנייה של סעיף 54 לחוק, קרי – לחלופת ההשפעה בדרכי תרמית על שער המניה. ואולם, למעשה, אם המדיניות המשפטית סוברת, בין בצדק ובין שלא בצדק, כי גם ייצוב או תמיכה בשער נייר ערך הם פעולות אסורות על פי הדין, הרי שיש מקום לבחון, ולו מהפן התיאורטי, אם פעולות אלו יכולות להיחשב גם ל"הנעה" של ציבור המשקיעים. שכן, אם הדעה הרווחת בבתי המשפט היא שייצוב מניה מהווה מעשה אסור, יש בהחלט מקום לבדוק אם עקב פעולות ייצוב שנעשו בנייר ערך זה או אחר, לא הולכו שולל משקיעים מן הציבור, שהאמינו – בטעות – כי שער המניה אכן מייצג שיווי משקל אמיתי של אותה מניה; בעוד שלמעשה עמדו מאחורי אותו שער, ומאחורי אותו שיווי משקל בין היצע וביקוש, גורמים

51 ראו גם גרוס ומימון-שעשוע, לעיל הערה 39, בעמ' 198. ראו גם פרשת עיני-מחוזי, לעיל הערה 38, בעמ' 119-120 לפסק דינה של השופטת אופיר-תום.

52 לדיון בסוגיית הלגיטימיות, או האי-לגיטימיות של ייצוב שער מניה, ראו בסעיף 3.4 לפרק זה להלן.

מלאכותיים, שנקטו פעולות על מנת למנוע, באופן מלאכותי ומכוון, את ירידת שער נייר הערך.⁵³

במילים אחרות, מי שעסק בייצוב המניה עלול להיחשב כמי ששידר מסר מטעה לציבור המשקיעים, ולפיו מדובר במניה מבוקשת ששערה אינו יורד והביקוש לה גבוה תמיד, מסר שאינו אמת. אילולא פעולות הייצוב והתמיכה האמורות, היה שער המניה קורס.

ניתן, אם כן, לומר, כי שמירת השער ברמה גבוהה, נעשתה על כן באורח מלאכותי, או לכל הפחות — באופן לא טבעי. יסוד ההטעיה נעוץ, אם כן, באי־מודעותו של המשקיע הסביר לכך שנקטות, שלא בידיעתו, פעולות ייצוב מכוונות ומאורגנות. גם אם ייתכן שפעולות הייצוב אינן נובעות מכוונת הטעיה או תרמית, גם אז ברור, כי עצם העובדה שהמשקיע מהציבור נותר בחשיכה, בכל הנוגע לפעולות אלו, ואינו מקבל מידע עליהן בשלב כלשהו, מעמיד אותו בנחיתות אינפורמטיבית קשה ובלתי הוגנת. שכן, ייתכן בהחלט כי אילו ידע המשקיע שנעשות פעולות ייצוב או תמיכה, היה משנה את החלטותיו.⁵⁴ יתרה מזאת, אף אם לא היה משנה אותן, היה מחליט זאת על סמך מלוא המידע הרלוונטי, מידע שנמנע ממנו על ידי אחרים, שבחרו לייצב את שער נייר הערך מאחורי גבו.

ייצוב או תמיכה בשער מניה, אינם כאמור, הדרכים היחידות להנעת משקיעים. דרכים אחרות, שהדגל הפלילי מונף עליהן בגאון ובאורח ברור יותר, הן אותן "פקודות מתואמות" או "פקודות מלאכותיות", שהינן פעולות שמטרתן יצירת נפח מסחר מלאכותי, או השפעה אחרת על שער נייר הערך.⁵⁵

דוגמא מאלפת לפעולת הנעה של ציבור המשקיעים "בדרך אחרת", קרי — באמצעות ביצוע פעולות במסחר בניירות ערך, ניתן למצוא בפרשת הבנקאים,⁵⁶ בה הועמדו לדין פלילי הבנקים המסחריים בישראל ומנהליהם, בין היתר, בחשד לעבירה על פי סעיף 54(א)(1) לחוק.

טענת התביעה באותה פרשה היתה, כי הבנקים ומנהליהם הניעו, או ניסו להניע, את ציבור המשקיעים לרכוש את מניות הבנקים, תוך יצירת מצגי שווא כוזבים אודות שוויין הכלכלי של מניות אלו, ותוך יצירת מצגים כוזבים באשר לאיתנותם של

53 השוו ע' ידלין, "תרמית על השוק — גבולות האחריות המשפטית בגין מצגי־שווא בשוק המשני" משפטים כז 249, בעמ' 262–263. ידלין סבור, כי החלופה הראשונה של סעיף 54(א), קרי, זו העוסקת ב"הנעה" של הזולת, אינה חלה על פרסום מידע מטעה בכלי התקשורת או בהודעות לבורסה, קרי — כאשר יעד ההטעיה הינו ציבור בלתי מסוים. ידלין סבור, כי סעיף זה חל רק על הטעיה של אדם מסוים. ראו דיון בנושא זה, של הנעת ציבור מסוים או בלתי־מסוים, בסעיף 2.7 לפרק זה להלן.

54 לדיון בנושא שאלת חוקיות פעולת "ייצוב", "תמיכה" ו"ויסות" של מניות, ראו בסעיף 3.4 לפרק זה להלן.

55 ראו דיון בנושא זה בסעיף 3.2.2 לפרק זה להלן.

56 ראו פרשת הבנקאים־עליון, לעיל הערה 1.

ניירות הערך שהוצעו על ידי הבנקים לציבור הרחב. טענות התביעה לעניין עבירת התרמית, כאמור, אומצו הן על ידי בית המשפט המחוזי בירושלים, בפניו הובא העניין (השופטת מ' נאור, אז בבית המשפט המחוזי) והן על ידי בית המשפט העליון, אשר דן בערעור בהרכב מורחב של חמישה שופטים.

פסקי הדין שניתנו בפרשה זו על ידי שתי הערכאות כאמור, פורשים מערכת מתוחכמת של מרמה והטעיה, אשר נוהלה על ידי הבנקים המסחריים בישראל ואשר נועדה להניע את הציבור בישראל לבטוח ללא מיצרים במניות הבנקאיות, ולהניעו לרכוש מניות אלו ללא חשש.

מלאכת המירמה וההטעיה, כך נפסק, החלה כבר בהטעיה הפנימית, אותה ביצעו הבנקים כלפי אנשי הייעוץ להשקעות שלהם עצמם. הנהלות הבנקים דאגו להזין את מערך היועצים להשקעות של הבנקים במידע סלקטיבי בלבד.⁵⁷ מידע חלקי ומגמתי אשר הוצג בפני יועצי הבנקים, נועד ליצור בעיני יועצים אלו דימוי מוטעה ומטעה ביחס לאיתנותם של הבנקים ושל ניירות הערך שלהם. מידע מוטעה זה נועד להמשיך את מסלול הרמיה אל ציבור המשקיעים, אשר קיבל ייעוץ שוטף בסניפי הבנקים.⁵⁸

בית המשפט העליון, מפי השופט דב לוין, קבע בעניין זה כי:

"...הם הניעו את היועצים להציג את מניות הבנקים שהונפקו על ידם כאטרקטיביות, בטוחות, נושאות תשואה חיובית מתמדת, סולידיות במהותן וכל שמשקיע את כספו בהן מבטיח את ערך כספו ואינו מסכן את חסכונוותו בהשקעה לא יציבה".⁵⁹

במילים אחרות, באמצעות ההשפעה על שערי המניות הבנקאיות, ביקשו הבנקים ליצור דימוי מסוים למניות הבנקאיות, בעיני הציבור הרחב. דימוי זה של חוסן מדומה, היה מוטעה ומטעה. יצירת הדימוי של מניות הבנקים כמניות יציבות, סולידיות, ששעריהן אינם יורדים אלא אך ורק עולים, נעשתה בניגוד מוחלט למצב הדברים האמיתי. שכן, כידוע, הבנקים עצמם הם שהזרימו את ביקושי הענק למניותיהם, בעוד הציבור הרחב הזרים מנגד היצעי ענק. משמע, אילולא הזרימו הבנקים ביקושי ענק מלאכותיים למניותיהם, כלל לא היו עולים שערי המניות הללו (או אף היו נותרים ללא שינוי), אלא דווקא יורדים בצורה חדה, ללא ספק. תחת להניח לשוק להסדיר את השערים בהתאם לשווי המשקל הטבעי והאמיתי בין הביקוש וההיצע, ביקשו הבנקים לגרום לעליות שערים מלאכותיות של המניות הבנקאיות, או — בשלבים מאוחרים יותר — למנוע קריסת שערים.⁶⁰ פעילות זו הוגדרה כמניפולטיבית וכנושאת אופי של הטעיה ומירמה מצד הבנקים כלפי ציבור המשקיעים.⁶¹

57 שם, בעמ' 421.

58 שם, שם.

59 שם, שם.

60 שם, בעמ' 268–270.

61 שם, בעמ' 422–424.

ראוי לציין, כי ועדת בייסקי סברה, כי "הנעה" בדרכי תרמית, כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק, יכולה בהחלט להוות גם "השפעה בדרכי תרמית" על שערי ניירות ערך, כאמור בסעיף 54(א)(2) לחוק. שכן, מי שהניע את זולתו לרכוש מניות מסוימות, עלול לגרום לשינוי שער אותה מניה, כתוצר הכרחי מרכישה כזו, על ידי מי שהונע לעשות כן.⁶²

ועדת בייסקי אכן קבעה, כי הבנקים הפרו במקביל הן את הוראת ס"ק (1) והן את הוראת ס"ק (2) של סעיף 54(א) לחוק, שכן, הבנקים לא רק השפיעו (בפועל) על שערי המניות הבנקאיות, כאמור בסעיף 54(א)(2) לחוק, אלא גם הניעו את הציבור הרחב לרכוש מניות אלו, כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק באמצעות פעולות הוויסות.⁶³ ייאמר, כי המקרה הנפוץ יותר אינו זה של "הנעה" הגורמת להשפעה על שער נייר ערך (היבט בו עסקה, כאמור לעיל, ועדת בייסקי), אלא להיפך: השפעה על שער נייר ערך המניעה אדם אחר לרכוש אותו נייר ערך.

2.4.2 פרסום דיווח שקרי מטעם חברה – "הנעה" אסורה באמצעות אימרה ותחזית כוזבות

הביטוי "אימרה, הבטחה או תחזית", כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק, כולל לא רק אימרה שמסר אדם לרעהו, אלא גם כל פרסום או דיווח רשמי שמסרה חברה לבורסה, לרשות לניירות ערך, לרשם החברות או לכל גוף אחר. פרסום כזה יכול להיות דיווח המחויב על פי החוק, כגון תשקיף, דו"חות שנתיים, חצי-שנתיים, רבעוניים, וכן כל דיווח אחר, כגון דו"ח מידי.

"אימרה, הבטחה או תחזית" יכולות להיעשות גם בדרך של הוצאת ידיעה לעיתונות, בין בכתב ובין בעל פה, לרבות במסגרת מסיבת עיתונאים, ריאיון עיתונאי ועוד.⁶⁴ תאגיד בורסאי המפרסם מידע חלקי, מוטעה או לא-מדויק, במסגרת הדיווחים השוטפים שלו לבורסה ולרשות לניירות ערך, עלול בהחלט להיחשב כמי שהפר את הוראת סעיף 54(א)(1), בכך שבאמצעות ההטעה, אשר נכללה בפרסומו הרשמי, הוא "הניע" את המשקיעים, בדרכי תרמית, לרכוש את ניירות הערך של התאגיד.⁶⁵ ויודגש, ההטעה אינה חייבת להיכלל בדו"ח רשמי, אלא היא יכולה להיעשות במסגרת הודעה של הנהלת החברה לעיתונות, או בדף בדו"ח הדירקטוריון, המצורף לדו"ח החצי-שנתי, כפי שאירע בפרשת גיבור סבריינה.⁶⁶ עם זאת ברור, כי כאשר המסמך, בו פורסם מידע מוטעה, כוזב או שקרי, הינו מסמך רשמי של החברה,

62 יצוין, עם זאת, כי עבירה כפולה כזו קיימת רק בנסיבות מסוימות, ולא בהכרח כל מי שהניע יועמד לדין בגין החלופה שבסעיף 54(א)(2) לחוק.

63 ראו דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 341–342.

64 ראו ת"פ (ת"א) 5322/90 מדינת ישראל נ' חברת גיבור סבריינה מפעלי טקסטיל בע"מ ואח' (להלן: "פרשת גיבור סבריינה-שלום"), פ"מ תשנ"ג (4) 397. כן ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6.

65 ראו, למשל, פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 64.

66 שם, בעמ' 3.

מתגברות שבעתיים חומרת העבירה וחומרת ההטעיה. כך, למשל, הטעיה בתשקיף, שהינו מסמך רשמי ומחייב ביותר את החברה ואת הנהלתה, היא חמורה יותר מהטעיה בפרסום עיתונאי של החברה. הוא הדין בדיווח מידי של החברה לבורסה ולרשות לניירות ערך.⁶⁷ במילים אחרות, טיבו של המסמך ודרך הפרסום משליכים, בהכרח, על חומרת ההטעיה ועל חומרת המירמה. חומרה זו נלמדת גם מהוראות החוק, המטילות באופן ברור ומפורש אחריות על הטעיה במסגרת התשקיף, למשל.

בפרשת גיבור סברינה הואשמה חברה זו, שהיתה באותה עת בשליטת משפחת רוזוב (וכן הואשם מנהל החברה, חיים רוזוב), בכך שבדו"ח ההנהלה אשר נסמך לדו"ח החצי-שנתי של החברה, צוינה תחזית אופטימית ביותר כאשר לרווחי החברה. תחזית זו היתה נטולת כל אחיזה במציאות. יתרה מזאת, נטען, כי החברה ומנהלה נמנעו מלציין בדו"ח נתונים שליליים ביותר, אשר היו בידיעתה של הנהלת החברה באותה עת.⁶⁸ יתרה מזאת, בהודעה לעיתונות מטעם החברה, חזרה ההנהלה על התחזית האופטימית, תוך הדגשת נתוני מחזור המכירות ותוך התעלמות מוחלטת מנתוני ההפסד הכבדים של החברה, אשר כבר היו ידועים להנהלת החברה באותה עת.⁶⁹

בית המשפט מצא להרשיע את הנאשמים בעבירת ה"הנעה", וזאת, בשל העובדה כי הם נמנעו מלהביא לידיעת ציבור המשקיעים את המידע השלילי בדבר הפסדי החברה, מידע אשר סתר מידע חיובי ואופטימי קודם, שאותו דאגה הנהלת החברה לפרסם ברבים. בנסיבות אלו, אף שלכאורה לא היתה חובה על החברה לדווח לציבור, אלא במסגרת הדיווחים הנדרשים על פי הדין, הרי ברור, כי אם בחרה החברה לפרסם את המידע החיובי, שלא במסגרת חובות הדיווח השוטפים, אזי חובה היתה עליה לדאוג לפרסום דומה כאשר התבדו התחזיות.⁷⁰

על פי הדין בישראל, חובת פרסום של מה שניתן לכנות כ"מידע רך", קרי – מידע בדבר תחזיות, צפי, הערכות וכד', הינה מוגבלת. מידע זה אינו מחויב, במרביתו, בפרסום על פי חוק ניירות ערך.⁷¹

67 על הטעיה בתשקיף שהוגדרה גם כתרמית בניירות ערך ראו ע"פ (ת"א) 621/90 אמנונים חברה לעבודות עפר בע"מ נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת אמנונים-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב (8), 78.

68 ראו פרשת גיבור סברינה-שלום, לעיל הערה 64, בעמ' 3-4. ראו גם פרשת גיבור סברינה-מחוזי, לעיל הערה 44, בסעיף 9. יצוין, כי חיים רוזוב הואשם והורשע אף הוא בעבירה האמורה, בשל מעורבותו בהכנת הפרסומים האמורים על ידי החברה.

69 ראו פרשת גיבור סברינה-שלום, לעיל הערה 64, בעמ' 4. עם זאת, קיבל בית משפט השלום, בנסיבותיו המסוימות של אותו המקרה, את הטענה, כי לא היה על הנאשמים לדעת על ההטעיה בדו"ח ההנהלה. זאת, מאחר שהוכח כי מבחינה חשבונאית ייתכן מצב בו יהיה לחברה הפסד דולרי, אך בהבעת רווח שקלי. משום כך, דיווח החברה בדבר הצפי לרווח שקלי, לא היה בהכרח מטעה, אף שלהנהלת החברה היה מידע ברור בדבר הפסד של כחצי מיליון דולר. שם, בעמ' 18-19.

70 שם, בעמ' 20-21. וכן פרשת גיבור סברינה-מחוזי, לעיל הערה 44, בסעיף 17.

71 שם, בסעיף 10. יצוין כי בנושא זה הוקמה "ועדת מאור", אך המלצותיה לא הגיעו עדיין לידי יישום מלא בחקיקה. כן ראו א' אברמזון, "תחזית ו"מידע רך" בחברה הציבורית-החובה לגלות ועקרונות האחריות המשפטית" משפטים כב 55. לדיון רחב בנושא זה ראו פרק ו' לספר זה.

על אף העדר הוראה בדין, כאמור, לעניין פרסום "מידע רך", במועד בו אירעה פרשת גיבור סבריינה, אין ספק, כי פסיקת בית המשפט בפרשה זו נכונה ומוצדקת. שהרי, לאחר שבחר התאגיד לפרסם "מידע רך" כלשהו, מרצונו ומיוזמתו ובלא שהוטלה עליו כל חובה בדין לעשות כן, לא ניתן לקבל טענה, כי פטור התאגיד מהמשך עדכון אותו "מידע רך", במיוחד, כאשר מדובר בעדכון המשליך על המידע הראשוני שפורסם על ידי החברה. אם ביקשה החברה לשתף את ציבור המשקיעים ב"מידע רך" חיובי, כגון תחזית או צפי לרווחים, אין לראות בהימנעות החברה מעדכון מידע זה, ובהסתרת מידע נוסף בנושא זה, במיוחד אם הוא שלילי, אלא כהטעיית ציבור המשקיעים וכ"הנעתו" בדרכי מירמה לשם רכישת ניירות ערך של התאגיד.⁷² כל עוד לא טרח התאגיד ליידע את ציבור המשקיעים, כי התחזית האופטימית הראשונית שפרסם לא תתממש, מצוי בידי הציבור מידע מוטעה ולא נכון. אם החברה והנהלתה מודעים לפער כזה, בין המידע האמיתי המצוי ברשותם לבין המידע הראשוני והמוטעה המצוי בידי ציבור המשקיעים, ברור, כי החברה והנהלתה הטעו את הציבור והיו מודעים להטעיה זו. לכל הפחות, אין ספק, כי "היה עליהם לדעת" אודות הטעיה כאמור.⁷³

ברור, אם כן, כי כאשר תאגיד פועל באופן סלקטיבי ובוחר ליידע את ציבור המשקיעים רק אודות מידע חיובי, אך מונע ממנו מידע שלילי, הוא מטעה את ציבור המשקיעים. בוודאי נכון הדבר כאשר אותו מידע שלילי מפרוץ תחזיות אופטימיות שפרסם התאגיד עצמו. במצב דברים זה, אין מנוס מהמסקנה, כי התאגיד, וכל מי שפעל מטעמו והיה מודע למעשיו, הניעו בדרכי תרמית את ציבור המשקיעים. המסקנה המחייבת תאגיד לעדכן תחזיותיו מתיישבת, נוסף לכל האמור לעיל, גם עם הוראות הדין לעניין חובות הדיווח והגילוי, כמפורט בתקנה 36 לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970, המחייבת למסור הודעה בדבר כל אירוע החורג מ"דרך העסקים הרגילה" ואשר השפיע, או עלול להשפיע, על רווחיות, על רכוש או על התחייבויות התאגיד (ראו על כך, כאמור בהרחבה בפרק ו' לספר זה). ראוי להעיר, כי ועדת גבאי להצעת הסדרים תחיקתיים בשוק ההון הציעה, עוד בשנת 1985, כי האיסור החוקי בנושא תרמית בניירות ערך יורחב, באופן שיחול גם על פרסומים מטעים המופצים בציבור הרחב. כן המליצה לאסור פרסום ידיעות כוזבות בדבר שינוי צפוי של שערי ניירות ערך, ואף לאסור פרסום ידיעות נכונות, כאשר למפרסם תצמח טובת הנאה מפרסום כאמור.⁷⁴ הנימוק להמלצה זו היה –

72 ראו פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 64, בעמ' 21-22 וכן בעמ' 25 ו-29.

73 ראו שם.

74 ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 27 וכן בעמ' 51, 54. ועדת גבאי שעם חבריה נמנו מאיר גבאי (יו"ר), אליעזר שילוני, ד"ר מאיר חת, יהודה דרורי, דליה מאור ואריה מינטקביץ, מונתה בשנת 1983 בעקבות משבר המניות הבנקאיות וויסות המניות. היא בדקה את מכלול היבטי המניפולציות בשוק ההון, לרבות את נושא ה"ייצוב" וה"ויסות" של המניות. בהקשר זה היא דנה גם בנושא הפרסום המותר והאסור בשוק ההון.

"הטעם לכך הוא כי פרסומים אלה, מהווים מידע שהציבור עלול להסתמך עליו, ואם יפעל על פיהם יהא בכך כדי לשבש את פעולתו התקינה של מנגנון השוק".⁷⁵

2.4.3 "הנעה" באמצעות אימרה כוזבת

האימרה הכוזבת יכולה להינתן לצד השני בין בכתב,⁷⁶ בין בעל פה ובין בהתנהגות, והיא יכולה ללבוש פנים רבות, כגון – מתן ייעוץ כוזב, הפצת שמועות כוזבות, וכדומה.⁷⁷

כך, למשל, אירע בפרשת ואקנין, שם שכנעו הנאשמים, ואקנין, אביעוז ולנדאו, בעלי השליטה בחברת ייעוץ להשקעות, את שני לקוחותיהם לרכוש ניירות ערך. הם עשו כן תוך יצירת מצגי שווא כאילו מדובר בהשקעה בטוחה וסולידי, וכי אף הם עצמם מחזיקים, וימשיכו להחזיק, באותם ניירות ערך (מניות "מבוכרות א" של בנק החקלאות). אותן "אימרות", "הבטחות" ואף "תחזיות", שהציגו הנאשמים ויצרו באותה פרשה בפני לקוחותיהם, אכן הניעו את הללו למסור לנאשמים יפוי כח לפעול בחשבונותיהם לשם רכישת אותן מניות.⁷⁸

באופן דומה, הורשעו הנאשמים בפרשת חרובי ודהן, בין היתר, בכך שקשרו קשר להניע אחרים ולשכנעם בדרכי תרמית לרכוש את ניירות הערך של חברת "אנדין". חרובי ודהן, כך נטען על ידי התביעה, יצרו חרושת של שמועות בדבר העלייה הצפויה במניית אנדין, תוך העלמת העובדה כי הם עצמם מתכוונים למכור את אחזקותיהם באותה מניה ממש.

בית משפט השלום זיכה את הנאשמים מכל אשמה וקבע, כי לא הוכח מעל לספק סביר כי הנאשמים הציגו בפני אחרים תחזית, אימרה או הבטחה כוזבות או מטעות, אשר נאמרו מתוך כוונה להניע אחרים לרכוש או למכור נייר ערך.⁷⁹ קביעת הערכאה הראשונה הסתמכה, בין היתר, על העובדה, כי אותם אחרים, ש"הונעו" כביכול על ידי הנאשמים, לא היו הדיוטת בשוק ההון, אלא משקיעים בעלי ידע וניסיון בתחום זה, אשר פעלו תוך נטילת סיכון מודע. יתרה מזאת, בית המשפט סבר, כי אותם "מונעים",

75 שם, בעמ' 27.

76 ראו, למשל, ע"פ 730/76 מדינת ישראל נ' אברון (להלן: "פרשת אברון-עליון"), פ"ד לב(2) 189, בעמ' 191-192.

77 ראו גם דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 341. הוועדה סברה, כי "הנעה" יכולה להיעשות בדרכים רבות, לרבות באמצעות הפצת שמועות שווא, כוזבים וכד'.

78 ראו פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 646. יצוין, כי גם הלקוחות עצמם, אבי שמחוני ואחרים, הואשמו בכך שבשלב מאוחר יותר שיתפו פעולה עם ואקנין ושני חבריו, על מנת להשפיע על שערי מניית בנק החקלאות, על מנת לאפשר לשמחוני וחבריו ל"היחלץ" מאחזקותיהם באותן מניות. שיתוף פעולה זה בא לאחר ששמחוני ויתר הלקוחות גילו כי ואקנין וחבריו רימו אותם וגרמו להם לרכוש את המניות האמורות בדרכי מירמה.

79 ת"פ (ת"א) 8378/89 מדינת ישראל נ' חרובי ודהן (להלן: "פרשת חרובי ודהן-שלום"), דינים-שלום, כרך יז, 291, שם בסעיף 2 לפסק הדין.

כדבריו, נעזרו לשם קבלת החלטותיהם בשוק ההון ב"כלים בלתי מוחשיים", קרי – תערובת של שמועות, המלצות, ידיעות בדבר המחזיקים בנייר הערך וכיוצא באלה גורמים, המעידים על האופי הספקולטיבי של פעולותיהם. בשים לב לכך, הטיל ספק בית משפט השלום בכך שאכן הללו הונעו בדרכי תרמית על ידי הנאשמים.⁸⁰ קביעה זו נסתרה בערכאת הערעור, אשר מצאה, כי דווקא הוכח שהנאשמים הניעו אנשים אחרים לרכוש את מניית "אנדין", ועל כן הורשעו הנאשמים בעבירה של תרמית בניירות ערך.⁸¹

פרשה נוספת, פרשת בוכניק, מזכירה במידה רבה את נסיבות המקרה של פרשת ואקנין. שם קשרו קשר מנהלים ובעלים של חברת השקעות וניהול תיקי ניירות ערך לשם השפעה בדרכי תרמית של שערי מניית קניטקס, מניה דלת סחירות שנסחרה באותה עת בבורסה לניירות ערך בתל אביב.⁸² בפרשת בוכניק ביקשו הנאשמים, בשלב ראשון, מלקוחותיהם להימנע מלמכור את מניות קניטקס שברשותם, בציינם, בכזב, כי בידיהם השליטה בחלקו של הציבור במניות אלה. בשלב השני, סיכמו הנאשמים עם צד שלישי, כי ירכוש מניות קניטקס ולא ימכור אותן במשך כחצי שנה, תוך שהם ערבים להפסדים שיגרמו לו. בשלב השלישי, ניסו הנאשמים להניע את מנכ"ל קניטקס לרכוש את מניות החברה שבשליטתו, בהבטחה, כי יגרמו לעליית שער מניה, מאחר שבידיהם או בידי גורמים אחרים הקשורים אליהם, מרוכזים כ-95% ממניות קניטקס שבידי הציבור.⁸³

דרך פעילות דומה עלתה בפרשת אליעזר אורן, בה פעל הנאשם, איש שוק ההון, לשם העלאה מלאכותית של שערי מניות חברת "אפנת ברוך".⁸⁴ בית משפט השלום קבע, כי אורן הטעה שורה של משקיעים ואנשי שוק ההון ויצר בפניהם שורה של מצגי השווא: אורן טען בפני חלק מקורבנותיו, כי הוא רק מתווך בעסקה למכירת מניות חברת "אפנת ברוך", בעוד שבפועל היה לו אינטרס אישי בכך שהם ירכשו את המניות. שכן הוא עצמו החזיק בכמות גדולה מאוד של מניות אלו והמתין לעליית שעריה, על מנת למכור את מניותיו ברווח. כן הסתיר אורן מקורבנותיו כי אחזקותיו במניות "אפנת ברוך" מעמידות אותו בחזקת "בעל עניין" בחברה זו. עובדה מהותית נוספת שהסתיר אורן היתה, כי הוא המתין לכך שבעקבות רכישותיהם של קורבנותיו, יעלו שערי המניה, והוא יממש את רצונו למכור את מניותיו ברווח. זוהי, כך נפסק, הסיבה האמיתית לכך שאורן עשה נפשות לאותה מניה.⁸⁵

בכל המקרים שנזכרו לעיל בוצעה תרמית באמצעות "אימרה" כוזבת, אימרה

80 שם, שם.

81 פרשת חרובי ודהן-מחוזי, לעיל הערה 31, בסעיף 13–14 לפסק הדין.

82 ראו פרשת בוכניק-שלום, לעיל הערה 33, בעמ' 80–81. ראו גם ת"פ (ת"א) 1896/99 מדינת ישראל נ' שיר (להלן: "פרשת שיר-שלום") (לא פורסם), דיני-שלום, כרך יח, 836, שם בסעיף א' לפסק הדין. בפרשת שיר הועמד לדין זאב שיר, שותפו לעבירה של בוכניק.

83 ראו: פרשת בוכניק-שלום, לעיל הערה 33, בעמ' 80–82.

84 פרשת אורן-שלום, לעיל הערה 6.

85 שם, בסעיף 82 לפסק הדין.

שבכל המקרים דלעיל היתה בעל פה.⁸⁶ העובדה שמדובר באמירות בעל פה ולא בכתב לא גרעה, ולו במעט, מתקפותן של אמירות אלו, ביסוד המירמה והכזב שדבק בהן, ולא הקטינה במאום את הנזק שהן גרמו לקורבנות ההטעיה.

2.4.4 היסוד של "בהעלמת עובדות מהותיות"

הרכיב של "בהעלמת עובדות מהותיות" הינו רכיב חלופי לרכיבים של הנעה – "באימרה, בהבטחה או בתחזית (בכתב בעל פה או בדרך אחרת)".

סעיף 54(א)(1) לחוק מנוסח, ללא ספק, באורח אומלל וטעון שיפור, שכן הוא יוצר קשיים פרשניים רבים ומיותרים:

קושי אחד הוא – האם התיבה הלשונית "ידע או היה עליו לדעת" מתייחסת אך ורק לרישא של סעיף 54(א)(1) לחוק? ואם כן, האם משמעות הדבר כי מי שמעלים "עובדות מהותיות" אינו אמור להיות מודע לכך שהעובדות הינן מהותיות?

כלל לא ברור מדוע הגדרת יסוד נפשי בחלופה אחת של העבירה על פי סעיף 54(א)(1) לחוק (הרישא לסעיף), אינה מוחלת באופן שווה על כל דרכי הביצוע החלופיות שקבע המחוקק באותו סעיף. ולחלופין – אם סבר המחוקק, כי יש לדרוש דרישות שונות באשר ליסוד הנפשי (והנחת כותב שורות אלו היא שאין דרישה כזו), לא ברור מה טעם מצא מנסח החוק להימנע מלקבוע אמת מידה אחידה וברורה ביחס לכל חלופות אותה עבירה, של הנעת אדם אחר לרכישה או למכירה של נייר ערך.

זאת ועוד, אם באשר לרישא של הסעיף נדרש, כי המניע ידע ממש, או לחלופין – "היה עליו לדעת", קרי – רמז ליסוד נפשי מופחת של רשלנות בלבד, לא ברור מדוע אותה דרישה מופחתת אינה מיוחסת, בגזירה שווה, גם למי שהעלים עובדות מהותיות. לחלופין, אם לא ביקש המחוקק להפחית את דרישת היסוד הנפשי ממי שנתן או פרסם אימרה, הבטחה או תחזית לאדם אחר, כלל לא ברור מדוע היה מקום להוסיף את התיבה הלשונית "או היה עליו לדעת".⁸⁷

יש לזכור עוד, כי בהתאם לתיקון מס' 39 לחוק העונשין, נקבע בסעיף 19 לחוק העונשין כי –

"אדם מבצע עבירה רק אם עשאה במחשבה פלילית, זולת אם –

(1) נקבע בהגדרת העבירה כי רשלנות היא היסוד הנפשי הדרוש לשם התהוותה".

משמע, מאחר שבסעיף 54 לחוק לא נאמר באורח מפורש, כי היסוד הנפשי הנדרש, באיזו מחלופותיו, הינה עבירת רשלנות, הרי שהיסוד הנפשי הנדרש הינו של מחשבה

⁸⁶ למעשה, מדובר על שורה ארוכה של "אימרות" אותן השמיעו הנאשמים השונים, בפרשות השונות בפני קורבנות המירמה שלהם. אימרות אלו נועדו להטעות את המשקיעים התמימים ולגרום להם, בדרכי כזב, לרכוש ניירות ערך.

⁸⁷ לדיון נרחב בסוגיית היסוד הנפשי, ראו סעיף 2.5 לפרק זה להלן.

פלילית בלבד. בנסיבות אלו ברור, כי התיבה הלשונית — "היה עליו לדעת" — לא זו בלבד שהיא מיותרת, אלא אף מטעה.

מלשון סעיף 54(א)(1) לחוק משתמע, כי המחוקק הישראלי ביקש להחמיר עם הנאשמים בעבירה זו, על ידי יצירת חלופה שמשמעה כי גם אם לא יוכח שהמניע ידע, או שהיה עליו לדעת, כי המידע שמסר או פרסם היה כוזב ממש, הרי גם אז די בכך שיוכח כי הוא העלים עובדות מהותיות מזולתו (בין אם מדובר באדם מסוים ובין בציבור בלתי מסוים), על מנת שייחשב כמי ש"הניע" אדם אחר לרכוש נייר ערך.⁸⁸

כאמור, לא זו היתה כוונת המחוקק. ניסוחו הלקוי של הסעיף אינו מכוון ליצירת קטיגוריות שונות באשר ליסוד הנפשי הנדרש בעבירה של הנעה בדרכי תרמית, כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק. ניסוחו של סעיף 54(א)(1) לחוק, בו מוצבת התיבה הלשונית "העלמת עובדות מהותיות" לאחר התיבה — "ידע או היה עליו לדעת", יוצרת קושי פרשני, בשני היבטים:

האחד — האם בחלופה של "ידע או היה עליו לדעת", ויתר המחוקק על דרישת המהותיות של המידע הכוזב?

השני — מהו היסוד הנפשי הנדרש ממי שהניע, תוך העלמת עובדות מהותיות. האם מדובר ביסוד נפשי נמוך או שונה, מזה הנדרש בחלופות האחרות? הקושי הראשון יידון להלן בסעיף 2.4.5 להלן. באשר לקושי השני, אין לראות בחלופות השונות בסעיף 54(א)(1) לחוק, כנזכר לעיל, כמציבות חלופות גם לעניין היסוד הנפשי. הנמקה זו מבוססת, ראשית לכל, על כך שאין בלשון הסעיף עדות לדרישה שונה של יסוד נפשי. שנית, אין הצדקה עניינית לשוני כזה.

אחד המקרים הבולטים (והבודדים) בהם נדונה החלופה "בהעלמת עובדות מהותיות", היה בפרשת ואקנין. באותו מקרה פסק בית המשפט העליון, כי חובת ההוכחה בעניין זה נוגעת לשני רכיבים: במישור העובדתי, יש צורך בהוכחת העלמתן של עובדות מהותיות. במישור הנפשי, יש צורך בהוכחת מודעות הנאשמים לכך שהועלמו "עובדות מהותיות".⁸⁹

88 לדיון בסוגיית ה"מהותיות", ראו בסעיף 2.4.5 לפרק זה להלן. לדיון רחב יותר בסוגיית המהותיות ראו בפרק ג' לספר זה.

89 פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 654. בפרשה זו הורשעו הנאשמים ואקנין, לנדאו ואביעז בעבירות של תרמית בניירות ערך (ובעבירות נוספות), בכך שמכרו מניות של בנק החקלאות לשני לקוחותיהם בחברה לניהול תיקים שניהלו הנאשמים. מכירה זו נעשתה תוך מצגי שווא והעלמת עובדות מהותיות מהלקוחות, ששוכנעו לרכוש את המניות בהנחה, כי גם הנאשמים עצמם רוכשים אותה מניה, בעוד שבפועל מכרו הנאשמים אותן מניות ממש, שהם רכשו בעבור לקוחותיהם. בין לבין, ועל מנת לנסות למנוע ירידת שער מניות בנק החקלאות ולמנוע הפסדים מלקוחותיהם בעקבות רכישת המניות האמורות, פעלו הנאשמים לשם העלאת מלאכותית של שערי מניות בנק החקלאות באמצעות הזרמת פקודות קנייה, ללא כוונה אמיתית לרכוש את המניות ותוך שימוש בחשבונות בנק מפוצלים. בנושא זה ראו גם — פרשת אברון-עליון, לעיל הערה 76, בעמ' 194–195.

מקרה נוסף, בו נדון הרכיב של "בהעלמת עובדות מהותיות", היה בפרשת זילברמן, שם הורשע העיתונאי אהרון (רוני) זילברמן בהנעת משקיעים מהציבור לרכוש מניות בהן החזיק, באמצעות כתבות בהן המליץ על אותן מניות. יסוד ההטעיה במעשיו היה נעוץ בכך שהוא לא גילה לציבור קוראיו, כי הוא מחזיק באותן המניות וכי בכוונתו למכור אותן, לאחר ששעריהן יעלו (בעקבות אותן כתבות).⁹⁰ שתי ערכאות דחו את טיעוני הנאשם לפיהן אין הוא חב חובת גילוי כלשהי לציבור הקוראים. הנשיא ברק דן בחובת הגילוי וקבע, כי מטרת הוראת סעיף 54(א)(1) לחוק הינה להגן על ציבור המשקיעים, הנותן אמון בשוק ניירות הערך:

"מטרת הגילוי אינה למנוע ביצוען של עסקאות גרועות. מטרת הגילוי היא להעניק תשתית של מידע שתאפשר עסקאות מושכלות".⁹¹

מכאן המסקנה כי –

"מי שמניע את זולתו לסחור בניירות ערך צריך לגלות לו עובדות מהותיות הקשורות במסחר זה".⁹²

בעניין זה מסתמך בית המשפט העליון גם על ההוראות הכלליות בענין תום לב במשא ומתן, כאמור בסעיף 12 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג–1973, ועל הוראות מדיני השליחות המקימות חובת נאמנות וחובת אמון.⁹³ בנוסף מסתמך בית המשפט העליון על כללי האתיקה העיתונאית, אף שאלו לא עוגנו בחקיקה, אך בעיקר – על חובת הגילוי הנובעת, לדברי הנשיא ברק, מלשונו של סעיף 54(א)(1) לחוק, היוצר מה שמכונה בפיו כ"חובת הגילוי הפנימית".⁹⁴

מקרה נוסף של תרמית בניירות ערך תוך "העלמת עובדות מהותיות" עלה בפרשת שמעון זיסר, שהיה סמנכ"ל חברת "עמדה" חברת ניהול קרנות הנאמנות של בנק המזרחי המאוחד. זיסר הורשע בכך שפעל במסווה, באמצעות שורה ארוכה של חשבונות ניירות ערך שפתח לקרובי משפחתו ולמקורביו לשם הפקת רווחים בשוק ההון, תוך ניצול לרעה של מעמדו בחברת "עמדה" ובניגוד עניינים בולט וברור.⁹⁵ זיסר ניצל מידע שהיה ברשותו, מכח תפקידו ב"עמדה", לשם רכישה מקדימה של

90 ראו פרשת זילברמן-מחוזי, לעיל הערה 41, וכן ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6.

91 פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 520. ראו באופן דומה גם פרשת בוכניק-שלום, לעיל הערה 33, וכן פרשת שיר-שלום, לעיל הערה 82.

92 פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 517.

93 שם, בעמ' 517–518.

94 שם, בעמ' 519. פרשה נוספת של "הנעה" באמצעות הטעיה, תוך העלמת עובדות מהותיות, היתה פרשת בוכניק, בה הניעו הנאשמים אחרים לרכוש מניה, בלי שגילו להם כי בכוונתם למכרה, מיד לאחר שהרוכשים ירכשו אותה. ראו פרשת בוכניק-שלום, לעיל הערה 33, ופרשת שיר-שלום, לעיל הערה 82.

95 ראו ת"פ (ת"א) 3972/97 מדינת ישראל נ' זיסר (להלן: "פרשת זיסר-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 613.

ניירות ערך ש"עמדה", רכשה בעבור לקוחותיה וביצע פעולות של מכירה (בחשבונות הבנק של מקורביו) לאחר ששערי אותם ניירות ערך עלו בעקבות הרכישות שביצעה "עמדה".⁹⁶

אין ספק, כי חובת הגילוי ואי ההטעיה מתרחבת וחלה גם על החובה לעדכן, לתקן או להבהיר כל פרט שגוי או מוטעה, שיש בו כדי להטעות "משקיע סביר".⁹⁷ משום כך, לא יוכל אדם להישמע בטיעון כי לא הטעה, אך ורק משום שבמועד בו פרסם מידע מסוים לראשונה היה המידע נכון, בעוד שלאחר מכן הפך המידע ללא-נכון או לבלתי מדויק או לשגוי ממש. זאת, אם ידע (או היה עליו לדעת) אותו אדם שהמידע המקורי שמסר או הפיץ הפך למידע לא-נכון, לא-מדויק או מטעה.

מובן שדברים אלו נכונים רק כל עוד קיימת וחלה חובת הפרסום על המפרסם, או לחלופין — כאשר לא היתה מוטלת חובת דיווח מלכתחילה, אך הגורם המדווח בחר לדווח אודות מידע מסוים ביוזמתו. להמחשה — תאגיד בורסאי התהדר בדיווח חיובי על עסקה יוקרתית, אם כי לא מהותית לתוצאות העסקיות שלו. במקרה כזה, לא קמה חובת דיווח מלכתחילה. ואולם, אם בכל זאת בחר התאגיד לדווח ביוזמתו על העסקה, הרי שאם תרחש התפתחות מהותית ביחס לאותה עסקה (למשל — היא בוטלה חד-צדדית על ידי הצד השני), תקום חובת דיווח ועדכון, אף שבראשונה לא היתה מוטלת חובה כזו על התאגיד.

את הכלל בדבר חובת העדכון נמחיש בשתי דוגמאות הפוכות:

דוגמא בה ממשיכה לחול חובת העדכון: חברה בורסאית מדווחת בדיווח מידי לבורסה על משא ומתן לרכישת חברה מתחרה. ברור, כי כל מידע הנוגע לכך, שהמשא ומתן נכשל והסתיים בלא תוצאות, מחייב דיווח מידי, וכי חובת העדכון וההבהרה של המידע הראשוני ממשיכה לחול.

דוגמא שנייה בה אין חלה חובת עדכון: בעל מניות הציע את מניותיו למכירה לאדם אחד, והתנה את תוקף הצעתו במועד. לאחר חלוף המועד וכאשר הניצע נמנע מלממש את ההצעה ולא רכש את המניות, נראה, כי פגה גם חובת העדכון והתיקון של כל מידע שמסר בעל המניות לניצע, וזאת מרגע פקיעת הצעתו. מובן שמצב הדברים ישתנה אם וכאשר יתחדש במועד עתידי המשא ומתן בין הצדדים. במקרה כזה תתחדש מעצמה חובת העדכון והתיקון של כל המידע שאינו מדויק עוד. בהקשר זה ראוי להעלות שאלה היפותטית בעלת יישום קונקרטי: מה הדין כאשר

96 יצוין, כי אלמנט התרמית התבטא בעיקר בקשר לשתי מניות, שהנאשם שכנע את ועדת ההשקעות של "עמדה" לרכוש אותן בעבור לקוחותיה. זיסר נמנע מלגלות לוועדת ההשקעות, כי הוא רכש לחשבונות מקורביו את שתי המניות ועוד נמנע זיסר מלגלות, כי לאחר ש"עמדה" אכן רכשה את המניות האמורות, בעקבות המלצותיו, הוא מיהר למכור את שתי המניות בחשבונות מקורביו, ואגב כך גרף להם רווח של עשרות אלפי ש"ח. ראו שם, בסעיף (1) ו' לפסק הדין.

97 לדין בנושא חובות הגילוי, לרבות — גילוי של "מידע רך" וצופה פני עתיד, ראו פרק ו' לספר זה.

אדם מתקשר בחוזה למכר מניות, ועוד בטרם הושלמה העסקה מגיע לידיו מידע העשוי להשפיע על שיקולי הרוכש להתקשר עימו בעסקה. המוכר אינו מגלה לרוכש דבר, ורק לאחר השלמת העסקה נודע לרוכש המידע, והוא גם מגלה כי המוכר ידע על כך. האם במצב דברים זה הפר המוכר רק את התחייבותו החוזית לתום לב, או שמא הוא ביצע, נוסף לכך, עבירה פלילית של הנעת אדם אחר, כלשון סעיף 54(א)(1) לחוק?

השילוב בין הוראות דין פליליות ואזרחיות אינו פשוט והוא קשה ליישום, ולו משום שמדובר בשתי מערכות דינים, בהן נטלי ההוכחה שונים, כידוע (מאזן ההסתברויות בדין האזרחי, הוכחה מעבר לספק סביר בדין הפלילי). שאלה זו נוגעת להיבט רחב יותר של שיקולי מדיניות משפטית ולשאלת חלוקת הסיכונים, או במילים אחרות: באיזו מידה אנו רוצים להגן על הרוכש ולהטיל אחריות על המוכר, עד למועד השלמת העסקה בפועל. שאלה אחרת של מדיניות היא – באיזו מידה אנו מוכנים לחייב את עולם העסקים בקוד אתי של הגינות, ועד כמה רשויות האכיפה יהיו מוכנות להתערב במערכת החוזית-אזרחית. כלל לא ברור אם אלה יסכימו למצות את הדין עם המוכר, בדוגמא לעיל, במישור הפלילי (עבירה של תרמית בניירות ערך) או שמא יפנו את הרוכש למצות את הדין עימו במישור האזרחי בלבד.

ניתן לסכם ולומר, כי חובת העדכון והתיקון חלה על כל מידע המתייחס לנתון, למידע או לדיווח שהיתה חובה, מלכתחילה, לפרסמו או לחילופין – מידע שפורסם באופן יזום על ידי הגורם המדווח (תאגיד, בעל עניין). זאת, בין אם מדובר על דיווח בדבר תוצאות כספיות, בדבר שינוי באחזקות בעלי עניין בחברה, בהתקשרות עסקית משמעותית מבחינת עסקי החברה, או אף אם מדובר על מידע שאינו ודאי, שפרסמה החברה, כגון – תחזית, מידע בדבר אירוע עתידי וכדומה. ויודגש, העובדה, שתאגיד בורסאי דיווח לציבור על תחזית, או על מה שמכונה "מידע רך", לא תפטור אותו מהחובה לעדכן או לתקן את הדיווח הקודם שמסר, וזאת, אף שמדובר במידע שמטבע ברייתו הינו בלתי ודאי או מוטל בספק (ראו, כאמור, דיון בנושא "מידע רך" בפרק ו' לספר זה).

באופן דומה נפסק כבר בארה"ב, כי חובה על מי שפרסם תחזית לעדכן אותה, אם בעקבות אירועים מאוחרים יותר היא הפכה להיות "מטעה באופן מהותי" (becomes materially misleading in light of subsequent events).⁹⁸ המסקנה המעשית מן האמור לעיל באשר לחובת העדכון, לנוכח עבירת התרמית בניירות ערך, היא, כי מוטב למנהלי החברה המדווחת לפעול באורח מחמיר: כאשר קיים ספק אם יש לדווח אם לאו, מוטב לדווח. זאת, פן ייחשב אי הדיווח כהטעיה של ציבור המשקיעים או כ"הנעתם" לרוכש או למכור ניירות ערך של התאגיד.

98 ראו *In Re Kulicke & Soffa Indus. Inc.*, 697 F. Supp. 183. כן ראו *Greenfield v. Heublein Inc.*, 742 F. 2d 751, at p. 758. לעניין הגדרת מידע "מהותי", ראו הרחבה בפרק ג' לספר זה.

"הערת אזהרה" – האם משחררת מחובת גילוי מלא?
בפרשת זילברמן העלה הנאשם-העיתונאי טענה מעניינת, שלפיה, מאחר שהוא פרסם באחת מכתבותיו הערה כי הוא מנהל תיקי השקעות, ועל כן הוא "עשוי לסחור גם בניירות ערך" שהם מושא כתבותיו, אזי יצא הוא ידי חובת הגילוי. טענה זו נדחתה על הסף על ידי בתי המשפט השונים, בפניהם בא הנושא.
בית המשפט העליון, מפי הנשיא ברק, קבע נחרצות, כי "הערת האזהרה" הכללית האמורה אינה מספקת. זאת, מאחר שאין היא נוגעת ספציפית לניירות הערך, שעליהם המליץ העיתונאי, ואין היא מציינת כי בכוונתו למכור אותם בהזדמנות הראשונה שתקרה בדרכו (לאחר ששעריהם יעלו, בעקבות המלצותיו-שלו). אכן, "הערת האזהרה" מהסוג הכללי הנזכר לעיל אינה יכולה להוות גילוי מלא של העובדות, שזכאי לדעת המשקיע הסביר. יתרה מזאת, ניתן לראות "אזהרה" זו כמעידה, אולי, דווקא על "המחשבה הפלילית" ועל התכנון מראש מצד מפרסם ה"אזהרה".

2.4.5 "מהותיות" לעניין סעיף 54(א)(1) לחוק

כפי שצוין לעיל, ניסוחו של סעיף 54(א)(1) לחוק יוצר קושי פרשני, מאחר שהתיבה הלשונית "העלמת עובדות מהותיות" מוצבת לאחר התיבה "ידע או היה עליו לדעת". הקושי הפרשני נובע מכך שלא ברור מלשון הסעיף אם בחלופה של "ידע או היה עליו לדעת" ויתר המחוקק על דרישת המהותיות של המידע הכוזב. מלשון הסעיף משתמע, לכאורה, כי רק בחלופה של "העלמת עובדות מהותיות" דורש המחוקק במפורש התקיימות של יסוד המהותיות. לא ברור, עם זאת, אם משמעות הדבר כי בחלופה האחרת, של "ידע או היה עליו לדעת", כלל לא נדרש כי העובדות, שפורסמו או נמסרו לציבור או לאדם אחר, הינן כוזבות באופן מהותי.

במילים אחרות, האם ייתכן לומר, כי עובדות יכולות להיות לא-מהותיות ואף על פי כן להניע אדם אחר לרכוש או למכור נייר ערך?

נדמה, כי התשובה על קושיה זו בשלילה יסודה. לא תיתכן הנעה או הטעיה המבוססת על עובדה לא-מהותית. אם אדם פרסם מידע כוזב אך לא מהותי, ברור, כי אין במידע שפורסם כדי להטעות איש, ויתרה מכך – אין לאותה הטעיה נפקות ומשמעות כלשהן.⁹⁹ ממילא נדרש, כי ההטעיה או ההנעה תתייחס למידע או לנתון עובדתי "מהותי".

נראה, כי רכיב המהותיות עובר כחוט השני בכל תחום ניירות הערך, בין שעסקינן בעבירות גילוי ודיווח ובין שעסקינן בעבירות של שימוש במידע פנים או תרמית בניירות ערך.¹⁰⁰

99 ראו גם: גרוס ומימון-שעשוע, לעיל הערה 39, בעמ' 198–199. כן ראו פרשת אורן-שלום, לעיל הערה 6, בסעיף 80.

100 ראו בעניין זה דברי הנשיא שמגר בע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 837 (להלן: "פרשת ברנוביץ-עליון").

“עובדה היא מהותית אם קיים סיכוי של ממש כי להשמטתה יש השפעה של ממש — ישירה או עקיפה — על הכרעה בשאלה אם לבצע עסקה בניירות ערך, או לאו”.¹⁰¹

עובדה היא “מהותית” לעניין הוראת חוק זו, אם יש סיכוי ממשי כי השמטת עובדה זו תשפיע, במישרין או בעקיפין, על החלטת אדם אם לרכוש או למכור נייר ערך.¹⁰² ההלכה היא, שמידע “מהותי” הינו מידע אשר ייחשב ככזה על ידי ה“משקיע הסביר”.¹⁰³ עם זאת, אין חובה שאותה עובדה “מהותית” תהיה הגורם המכריע לשכלול עסקת רכישה או מכירה של ניירות ערך. די בכך שהיא אחת ממכלול העובדות החשובות לביצוע העסקה.¹⁰⁴

אין לעניין זה הבחנה של ממש בין מהותיותו של מידע לעניין עבירת התרמית לבין עבירת שימוש במידע פנים או עבירת הכללת פרט מטעה בתשקיף או עבירה בגין מחדלי דיווח אחרים, על פי החוק. אין הבדל בין “סוג” המהותיות הנדרש בעבירות השונות. עם זאת, מובן שעובדה מסוימת עשויה להיות מהותית במקרה אחד, ולהיות בלתי-מהותית בעליל במקרה אחר. מהותיותה של עובדה נגזרת ונקבעת בנסיבותיו המיוחדות של כל מקרה. קביעה עקרונית, המגבילה את גדר המקרים העשויים להיחשב כמהותיים, הינה מוטעית מיסודה וחוטאת לכוונת המחוקק.¹⁰⁵

ראוי להעיר בהקשר זה, כי פרשנות מצמצמת למונח ה“מהותיות”, בהקשר של עבירת התרמית בניירות ערך, ניתנה על ידי בית משפט השלום בפרשת חרובי ודהן.¹⁰⁶ ההגנה בפרשת חרובי ודהן סברה, כי המונח “עובדות מהותיות”, הנזכר בסיפא לסעיף 54(א)(1), מתייחס, ואמור להתייחס, לעובדות הנוגעות לתאגיד שבניירות הערך שלו מדובר, ולא לכל עובדה אחרת החיצונית לתאגיד ואשר אינה עוסקת בו.¹⁰⁷ אף שבית המשפט (מפי השופט ברא”ז) דחה פרשנות מצמצמת כזו, הוא נתן בכל זאת פרשנות מצמצמת למדי למונח ה“מהותיות”. בית המשפט קבע, כי העובדה שהנאשמים נמנעו מלגלות לאנשים שהם שכנעו לרכוש את מניות “אנדין”, כי הם עצמם כבר הקדימו ורכשו אותן מניות, וחשוב מכך — העובדה, כי בכוונתם למכור את המניות, וזאת, בה־בעת שהם המליצו בפני אחרים לרכוש אותן מניות ממש, אינן בגדר עובדות “מהותיות”.¹⁰⁸

101 ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 523.

102 שם, שם. פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 654. ראו גם פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 64, בעמ' 30.

103 שם, בעמ' 30–31.

104 פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 654.

105 להרחבה בנושא המהותיות ראו בפרק ג' לספר זה.

106 פרשת חרובי ודהן-שלום, לעיל הערה 79, בעמ' 11–12.

107 שם, שם.

108 שם, בעמ' 13.

עם כל הרצון שלא להחמיר עם נאשמים שלא לצורך, ולהימנע מפירוש מרחיב יתר-על-המידה של מונח ה"מהותיות", קשה לקבל את פרשנותו הצרה של בית משפט השלום בפרשת חרובי ודהן. אין בלשון החוק, ובוודאי לא בתכלית החקיקה, כל עיגון לפרשנות כה מגבילה של מונח ה"מהותיות", ממש כשם שאין באותם מקורות ביטוי כלשהו לכך שדרישת ה"מהותיות" מתייחסת אך ורק לעניינים הנוגעים לתאגיד הבורסאי הנוגע לעניין.¹⁰⁹

כלל לא ברור מדוע יש לשלול את פליליות מעשהו של מי שיוצר מצג שווא בפני זולתו, מצג שווא כוזב שנועד להניעו לרכוש או למכור נייר ערך, תוך העלמת עובדה מהותית. זאת, אף אם מדובר בעובדה שאינה נוגעת במישרין לתאגיד שבניירות הערך שלו עסקינן. ככלות הכל, ייתכן בהחלט שעובדה תהא מהותית להחלטת פלוני לבצע פעולה בנייר ערך, אף שאינה נוגעת לתאגיד, אלא לעובדה חיצונית לחלוטין.

לשם המחשה, אדם משכנע אדם אחר לרכוש מניה של חברה שעיקר עיסוקה בייצוא, וזאת על סמך הצהרתו כי הגיע לידי מידע אמין ביותר, הנוגע לכך שלמחרת היום יבצע בנק ישראל פיחות משמעותי של שער השקל ביחס לדולר האמריקאי. פיחות כזה יחול על כלל המשק ובוודאי אינו מתייחס אך ורק לאותה חברה. האמנם ניתן לקבל, בשל כך בלבד, את הטענה כי אין מדובר בעובדה "מהותית" מבחינת התאגיד? ספק רב בעיני. זאת, במיוחד לאור תכלית החקיקה ותכלית האיסור על שימוש במידע פנים ואיסור על תרמית בניירות ערך: אם מוסכם עלינו, כי תכלית האיסור הינה הקניית מימד של הגינות ושוויון למסחר בניירות ערך, אזי אין סיבה הגיונית להצר את האיסור רק למידע הנוגע באורח ישיר לחברה, ולהתיר הטעייה או תרמית בניירות ערך, או להתיר שימוש במידע פנים הנוגעים למידע שאינו עוסק במישרין בתאגיד הבורסאי (לרבות מידע מאקרו-כלכלי, העשוי להשפיע על השווי או המחיר של ניירות ערך הנסחרים בבורסה).

אכן, גישת בית המשפט המחוזי כערכאת ערעור באותה פרשה, היתה שונה בתכלית. נפסק שם, כי העובדות, בהן עסקינן בסעיף 54(א)(1) לחוק, אינן חייבות להתייחס לתאגיד עצמו.¹¹⁰ בית המשפט מצא תימוכין לעמדתו גם בפסיקת בתי המשפט בישראל בנושא חובת הגילוי ובנושא דרישת ה"מהותיות" בכל הנוגע לחובות הדיווח והגילוי בתשקיף.¹¹¹ לאור עמדתו זו פסק בית המשפט המחוזי, כי העובדות שחרובי ודהן העלימו מהאנשים שהם שכנעו לרכוש את מניות "אנדין", קרי – העובדה, כי הם עצמם מתכוונים למכור (ואכן מכרו בפועל) את המניות עליהן המליצו בחום, הן ללא ספק, עובדות "מהותיות" לעניין החלטת האנשים האחרים, אם לרכוש את המניות, אם

109 ראו בעניין זה גם פרשת אורן-שלום, לעיל הערה 6, בסעיפים 78–80 לפסק הדין.
 110 פרשת חרובי ודהן-מחוזי, לעיל הערה 31, בעמ' 232–233 ראו באופן דומה פרשת זילברמן-מחוזי, לעיל הערה 41, בעמ' 21–22.
 111 פרשת חרובי ודהן-מחוזי, לעיל הערה 31, בעמ' 233.

לאו. באופן דומה פסק גם בית המשפט העליון באותו עניין,¹¹² וכך גם בית המשפט המחוזי בפרשת זילברמן.¹¹³

סוגיה נוספת בנושא זה היא אם עצם היותו של מצג בגדר מצג כוזב מגבשת את מהותיותו. במילים אחרות, האם העובדה, שאדם אחד מטעה את רעהו, הופכת את מצג השווא שהציג בפני רעהו למצג שווא "מהותי", במנותק מטיבו של המידע הנכלל במצג השווא?

בארצות הברית נחלקו הדעות בשאלה זו: בפרשה הידועה של Basic השיב בית המשפט לערעורים בארה"ב בחיוב על שאלה זו, אך עמדה זו נדחתה על ידי בית המשפט העליון הפדרלי.¹¹⁴ מסקנת בית המשפט העליון הפדרלי בארה"ב אכן מצטיירת כהגיונית ומתבקשת, שכן אין להסתפק בהיותו של מצג בגדר "מצג שווא". יש להראות, כי אותו מצג שווא אכן התייחס לעובדה, שהינה "מהותית" בטיבה ובאופיה. אם תאמר אחרת, תתרוקן מתוכנה מסננת ה"מהותיות" ויווצר מצב בלתי רצוי, בו כל הטעיה, גם בזוטות, תיחשב כהטעיה של פרט "מהותי". מצב דברים כזה אינו מתיישב עם תכלית החקיקה, והוא עוקף את הרציונל העומד מאחורי חקיקת חוק ניירות ערך בכלל, ועבירת התרמית בניירות ערך בפרט.

2.4.6 חובת הגילוי של "עובדות מהותיות" — על מי היא חלה?

נושא ההטעיה ו"העלמת עובדות מהותיות", כנזכר בסעיף 54(א)(1) לחוק, מעלה סוגיה מעניינת: על מי חלה חובת הגילוי של אותן עובדות מהותיות? האם יש ליתן לחובה זו, חובה הנובעת מאיסור ההטעיה ואיסור ההעלמה של "עובדות מהותיות", פרשנות מצומצמת בלבד, קרי — כי היא חלה רק על התאגיד הבורסאי או שמא יש ליתן פרשנות מרחיבה יותר לחובה זו, באופן שהיא חלה למעשה על כל אדם המפרסם מידע. נדמה, כי הפרשנות הנכונה אינה מרחיבה ואינה מצמצמת, אלא תכליתית, קרי, כזו המתיישבת עם תכלית החקיקה ועם הרציונל העומד מאחוריה. פרשנות תכליתית מחייבת שלא לצמצם את חובת הגילוי רק ביחס לתאגיד בורסאי, שהציע מניותיו לציבור. זאת, משום שפרשנות כזאת מצומצמת באופן בלתי סביר ואין לה עיגון — ולו מרומז — בלשון החוק. היא, נוסף לכך, סותרת באורח בוטה את תכלית החקיקה, שהינה — הגנת ציבור המשקיעים מהטעיה, ממידע כוזב וממניפולציות, על כל צורותיהן.¹¹⁵

בנוסף, הפרשנות המצמצמת אינה מתיישבת עם עקרון ה"מהותיות", שכן עיקרון זה הוא (ולא זהות מוסר המידע) אשר יכריע בשאלה אם קמה חובת גילוי, אם לאו: אם

112 פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 127.

113 ראו פרשת זילברמן-מחוזי, לעיל הערה 41, בעמ' 22.

114 ראו פרשת *Basic v. Levinson*, 786 F. 2d 741, at p. 749. והשוו עם פסיקת בית המשפט העליון

הפדרלי באותה פרשה *Basic Incorporated v. Levinson*, 485 U.S. 224, at p. 238.

115 ראו בעניין זה פרשת זילברמן-מחוזי, לעיל הערה 41, בעמ' 24-26.

מידע הינו "מהותי" יש חובה מיידית ובלתי מותנית לגלותו ואין חשיבות לזהות מפרסם המידע, כשם שאין חשיבות לשאלת היותו של המפרסם תאגיד או אדם פרטי.¹¹⁶

2.4.7 תרמית באמצעות האינטרנט

הפיכתו של האינטרנט לכלי כה שימושי ונפוץ, הפכה אותו למכשיר יעיל ונוח, יחסית, לביצוע תרמית בניירות ערך. קיומם של "פורומים" או "צ'טים" באתרים רבים באינטרנט, לרבות – באתרי כלכלה ועסקים, בהם יכולים גולשים להחליף דעות ומידע כאוות נפשם ובלא צנזורה כלשהי, הפכה את במות האינטרנט לזירה פרוצה לחלוטין להטעיה, למניפולציות ולמירמה.

בתי המשפט בישראל, בפרשות הבודדות שבאו בפניהם עד כה ואשר עסקו בעבירות תרמית בניירות ערך באמצעות האינטרנט, מצאו להבהיר, כי זירה פרוצה זו אינה הפקד וכי לא כל דאלים גבר. המסר אשר יצא, ובצדק, מבתי המשפט היה, כי הטעיה באתר אינטרנט אינה שונה מהטעיה בכל כלי תקשורת אחר. ואכן, כיום – כאשר החשיפה הציבורית של אתרים פופולריים באינטרנט היא כה גבוהה, קשה למצוא טעם להבחנה בינם לבין כלי התקשורת המסורתיים, כגון עיתונות כתובה, טלוויזיה או רדיו. מירמה והטעיה באינטרנט שקולות כיום למירמה והטעיה בכל אמצעי תקשורת אחר.

אין לקבל עמדה גורפת, שלפיה רשת האינטרנט היא אמצעי "לא רציני", ממש כשם שאין לקבל גישה, שלפיה מידע שפורסם באינטרנט אינו מידע "רציני" או מהימן, מעצם טיבו. באותה מידה אין לקבל, כהנחה כללית מלכתחילה, כי מידע שפורסם באינטרנט אינו מכוון להשפיע, להטעות או לרמות, רק בשל העובדה שהוא פורסם באינטרנט ובמנותק מטיב המידע ומהותו. אם מידע הינו "מהותי" ויש בו כדי להטעות, הוא ייחשב כמטעה, בין אם הופיע באתר אינטרנט ובין אם פורסם בעיתון כלכלי הנחשב "מכובד" או בתוכנית רדיו הנחשבת "רצינית".

ואולם, לדברים האמורים לעיל ראוי להוסיף הבהרה והסתייגות. ראוי להבחין לעניין זה בין פרסום "רשמי" של אתר האינטרנט לבין מידע שפורסם על ידי הגולשים, באופן עצמאי, באותם "פורומים" או "צ'טים". הבחנה זו, למרבית הצער, טרם מצאה ביטוי בפסיקה המצומצמת בנושא זה בישראל.

נראה, כי אין דין פרסום רשמי של הנהלת האתר כדין מידע שפורסם או שנרשם על ידי גולש ועל דעתו של גולש זה או אחר. נדמה, כי בתי המשפט בישראל עדיין אינם ערים להבדלים שבין שתי צורות ה"פרסום" האמורות. שכן, באותם "פורומים" או "צ'טים", הנפוצים כל כך באתרי האינטרנט, אכן מוחלף מידע רב ובעיקר מובעות בו דעות אישיות של הגולשים השונים. מדובר במידע, שמרביתו אינה מידע עיתונאי או מבוסס, וכך אכן יש להתייחס אליו.

זאת ועוד, הרוב המוחלט של הגולשים אינו מזדהה בשמו האמיתי, וזאת, לא בשל

116 ראו בעניין זה גם Vincent F. Chiarella v. United States, 445 U.S. 222.

רצון להטעות או לרמות, אלא מטעמי פרטיות מובנים ומשום שבאותם פורומים אלו הם "כללי המשחק". האנונימיות היא חלק בלתי נפרד מהגלישה באותם "פורומים". בשל האנונימיות המובנית של הגלישה באינטרנט, ברור, כי אנשים מתירים לעצמם חירויות שלא היו מתירים לעצמם בכל פורום אחר. הם גם חשים עקב כך חופשיים להביע דעות, מחשבות או רצונות, שלא היו מעזים, מן הסתם, לפרסם בגלוי ובשם האמיתי בכל כלי תקשורת אחר, למעט האינטרנט. הדבר נכון גם לפורומים כלכליים באינטרנט או לכאלה העוסקים בשוק ההון בישראל.

אנונימיות זו אינה הופכת, כמובן, אותם גולשים לעבריינים. משום כך, קביעות בתי המשפט בשתי הפרשות שעלו בישראל בסוגיה זו ואשר יידונו בהמשך פרק זה (סעיף 3.2 לפרק זה להלן), אשר הסיקו כוונת מירמה מעצם השימוש בשמות פיקטיביים של הגולשים, אינן מוצדקות.¹¹⁷ אין מקום להסיק מסקנה כלשהי בדבר כוונת מירמה או הטעיה, מעצם השימוש בשם בדוי או פיקטיבי על-ידי הגולש.

הערה נוספת מתבקשת בעניין זה: בתי המשפט בישראל עדיין אינם ערים לכך, כי פרסום מידע בפורום כלשהו של גולשים, לרבות בפורומים העוסקים בשוק ההון, אכן נתפש בעיני ציבור הגולשים עצמו — ובצדק — כפחות רציני וכפחות מחייב. זאת, להבדיל מידיעה היכולה להתפרסם על ידי הנהלת האתר, שהינה בגדר מידע השקול לפרסום בכל כלי תקשורת אחר.

על כן, כאשר גולש כותב בפורום כלכלי כלשהו, כי ידוע לו אודות מידע חיובי בקשר למניה כזו או אחרת, אזי גם אם הוא בודה את המידע מליבו, ספק רב, אם נכון — משיקולי מדיניות — להעמידו לדין בשל "הנעה" בתרמית של אדם אחר, כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק.

לא להנעה כזו התכוון המחוקק, ולא זוהי הסכנה שיש למנוע. מי שבוחר להסתמך על מידע שפורסם בפורום גולשים כזה או אחר, נוטל על עצמו במודע את האחריות להסתמכותו זו. ככלות הכל, אדם המסתמך על מידע, שכתב אדם שהינו אנונימי לגביו, בפורום כזה או אחר באינטרנט, אינו יודע מה מקור המידע או מה אמינותו. הוא אף אינו יכול לוודא נתונים או פרטים כלשהם, עם מקור המידע. אם על סמך העדר נתונים כה בסיסיים סבר אותו אדם, כי בכל זאת ראוי להסתמך על מידע מפוקפק זה, אין לו זכות להלין על איש, ולרשויות האכיפה אין עילה ראויה להעמיד איש לדין. הטיפש אינו ראוי להגנה בשל נזק שנגרם לו בשל טיפשותו ואין בעניין זה כל "אינטרס ציבורי" שראוי להגן עליו. האינטרס הציבורי אינו אמור להגן על זה שבחר להסתמך, ביודעין, על מידע מפוקפק מלכתחילה, שמקורו אינו ידוע ואמינותו מוטלת — מלכתחילה — בספק.

ראוי להעיר עוד בהערת אגב, כי הטעיה באמצעות שתילת מידע שגוי באינטרנט,

117 ראו פרשת פודיס-מחוזי, לעיל הערה 40. כן ראו ת"פ (ת"א) 10121/01 מדינת ישראל נ' יובל כהני (להלן: "פרשת יובל כהני-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יט, 623.

עלולה להיחשב בנסיבות מסוימות הן כעבירה של "הנעה", כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק, והן כעבירה של "השפעה בדרכי תרמית", כאמור בסעיף 54(א)(2) לחוק.¹¹⁸

2.5 היסוד הנפשי

היסוד הנפשי הנדרש בחלופת ה"הנעה", קרי בסעיף 54(א)(1) לחוק ניירות ערך, הינו של מחשבה פלילית, קרי – מודעות לטיב ההתנהגות, מודעות לנסיבות וכן מודעות לאפשרות של גרימת התוצאה.¹¹⁹ זאת, ולו רק משום שאין בלשון הסעיף ראייה כלשהי לדרישה מיוחדת של יסוד נפשי של כוונה מחד גיסא, או של רשלנות, מאידך גיסא.¹²⁰ עם זאת, יכול לרמז הביטוי – "שהיה עליו לדעת", על כך שהמחוקק ביקש להחמיר עם העבריין בניירות ערך ולהטיל עליו אחריות, גם במקרה בו לא ידע ממש, אלא רק – "היה עליו לדעת", כי הוא יוצר מצג שווא או מצג כוזב בפני זולתו. ביטוי זה רומז לדרישה של יסוד נפשי של רשלנות גרידא, ולא של מחשבה פלילית.¹²¹ הקושי בעניין זה נעוץ בכך שמחד גיסא נדרש יסוד נפשי מיוחד של "כוונה מירמה",¹²² ומנגד, מקל המחוקק על מלאכת התביעה ומסתפק בדרישה מופחתת של רשלנות בלבד. סתירה לכאורית זו לא זכתה עד כה למענה ברור בפסיקה בתי המשפט, כפי שיובהר להלן. עם זאת, על אף הדעות השונות שהובעו בפסיקה בסוגיה זו, לרבות – אלו המצדדות ביסוד נפשי מופחת של רשלנות, הרי שמדובר בעבירה של מחשבה פלילית. מסקנה זו מתחייבת ולו בשל הוראת סעיף 19 לחוק העונשין הקובעת:

- 118 ראו פרשת יובל כהני-שלום, לעיל הערה 117. כהני אכן הורשע בשתי החלופות גם יחד, בשל הטעיה באמצעות האינטרנט. לדיון נוסף בסוגיה זו – ראו סעיף 3.2 להלן.
- 119 ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 524, פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, וכן פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 654. כן ראו פרשת אורן-שלום, לעיל הערה 6, בסעיף 81 לפסק הדין.
- 120 ראו בעניין זה הוראת סעיף 19 לחוק העונשין.
- 121 ראו פרשת טמפור-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף ל"ט 3 לפסק הדין. באופן דומה – ראו פרשת גיבור סבריה-שלום, לעיל הערה 64, בעמ' 10-11. כן ראו ע"פ 696/81 אזולאי נ' מדינת ישראל, פ"ד לז(2), 565, בעמ' 588.
- 122 מעניין, עם זאת, להעיר, כי ועדת גבאי התייחסה לנושא המניע והצביעה על היסוד המבחין בין פעילות מותרת לאסורה בשוק ההון: "נקודת האבחנה בין פעילות אסורה לפעילות מותרת מתמצית במניע המכוון את הגורם הפועל בשוק. הספקולנט בנייר ערך פועל במגמה להפיק רווח או למנוע מעצמו הפסד... ותוך לקיחת סיכון והימור מסוים. גם אם יש לפעילות בשוק השפעה כלשהי בדיעבד על קביעת השער, הרי המניע המכוון אותו מלכתחילה אינו להשפיע על מחיר נייר הערך, אלא להגיב בעוד מועד לתמורות אפשריות בשער, ולהפיק מכך תועלת לעצמו. ובהקשר שונה, אם גורם מבצע בתום לב פעולה בשוק ניירות הערך בדרך של קניית חבילת מניות גדולה, למשל, לצורך רכישת שליטה בחברה פלוגנית, ועקב ביקוש כזה עולים שערי המניות, אין בכך פסול". ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 16.
- השאלה המתבקשת למקרא דברים אלו היא, האמנם אין נדרשת בעבירת התרמית בניירות ערך הוכחה לקיומו של מניע, או לחלופין – של כוונה?

“אדם מבצע עבירה רק אם עשאה במחשבה פלילית, זולת אם —
 (1) נקבע בהגדרת העבירה כי רשלנות היא היסוד הנפשי בדרוש לשם
 התהוותה”.

משמע, רק אם היה נקבע במפורש בלשון בסעיף 54 לחוק, כי היסוד הנפשי הנדרש באיזו מהחלופות של עבירת התרמית בניירות ערך הינה עבירת רשלנות, הרי שמתחייב שהיסוד הנפשי הנדרש הינו של מחשבה פלילית בלבד. בנסיבות אלו ברור, כי התיבה הלשונית — “היה עליו לדעת”, מיותרת ומטעה.

בפרשת גיבור סברינה ניסה בית המשפט להתמודד עם הקושי האמור, בקביעה, כי ייתכן שניתן להסתפק בדרישת רשלנות, אך ב”רמתה הגבוהה ביותר”, כדברי בית המשפט, קרי — “עצימת עיניים”.¹²³ על כן קובע בית המשפט שם, כי די בכך שהתביעה תוכיח כי הנאשמים התרשלו לעניין התוכן המטעה של האימרה, ההבטחה או התחזית שנתנו, על מנת להוכיח את היסוד הנפשי של כוונת תרמית.

פיתרון אחר, שמציע בית המשפט באותה פרשה לאותו קושי, הינו יצירת הבחנה בין היסוד הנפשי של כוונת מרמה, הנדרש לעניין עצם פעולת ה”הנעה”, לבין היסוד הנפשי המופחת, של ידיעה קונסטרוקטיבית (“היה עליו לדעת”), אשר יידרש לעניין תוכן האימרה, ההבטחה או התחזית. במילים אחרות, בית המשפט מבחין בין יסוד ה”הנעה” לבין יסוד ה”הטעה”, המצויים שניהם בעבירה על פי סעיף 54(א)(1) לחוק: בעוד שביחס ליסוד הראשון נדרש יסוד נפשי מיוחד של “כוונה” (כוונת תרמית), הרי שביחס ליסוד השני די ברשלנות בלבד.¹²⁴

פיתרון זה נראה מאולץ למדי, ולו בשל הקושי לייחס רמות שונות של ידיעה מצד אותו “עושה” במסגרת ביצוע עבירה אחת ויחידה. יתרה מזאת, דרישה כפולה, אך שונה, של יסוד נפשי, והכל במסגרת אותה עבירה, הינה דבר בלתי מקובל וחריג, במיוחד כאשר קיים ספק באשר למשמעות הלשונית של הסעיף, וכנגזר מכך — של כוונת המחוקק לעניין זה. יתר על כן, היסודות הנפשיים של כוונה מחד גיסא, ושל רשלנות מאידך גיסא, הינם שני היסודות הנפשיים הקיצוניים ביותר. מסיבה זו קשה שבעתיים לקבל, כי שניהם אמורים לדור בכפיפה אחת ובאותו “אקטוס ריאוס”.

ראוי להבהיר, כי ההלכה היא, כי אף שנדרשת הוכחתה של כוונת “מירמה”, אין כל דרישה להוכחת כוונה להניע, וההבדל ברור. במילים אחרות, נדרש, כי יוכח שה”עושה” ביקש לרמות את זולתו, אך אין חובה להוכיח כי ל”עושה” היתה כוונה להניע את האדם האחר (או את הציבור הרחב). היסוד להבחנה זו נעוץ בכך, שדעה רווחת בפסיקת בתי המשפט בישראל (רווחת, אך לא יחידה, כאמור לעיל) הינה שטיבה של עבירת ההנעה הוא עבירת התנהגות ולא עבירת תוצאה. משום כך אין

123 ראו פרשת גיבור סברינה-שלום, לעיל הערה 64, בעמ' 12. למעשה, “עצימת עיניים” אינה משויכת, על פי המקובל, לקטיגוריית הרשלנות, אלא לקטיגוריית ה”מחשבה הפלילית”, והיא אכן נחשבת לרמה הנמוכה ביותר של המחשבה הפלילית. במובן זה, אכן ניתן לומר, כי “עצימת עיניים” היא קטיגוריית היסוד הנפשי הקרובה ביותר לרשלנות.

124 שם, שם. כן ראו פרשת גיבור סברינה-מחוזי, לעיל הערה 44, בעמ' 14.

נדרשת הוכחת כוונתו של העבריין לכך שהזולת אכן יונע ויפעל על פי התרמית. די בכך שיוכח, כי העבריין היה מודע (או שהיה צריך להיות מודע) לכך שהאימרה, ההבטחה או התחזית שמסר הן מוטעות או כוזבות. ההנעה, או נסיון ההנעה, היא תוצאה של התנהגות ה"עושה", ומאחר שמדובר בעבירת התנהגות גרידא, אין דרישה להוכחת כוונה ממש.¹²⁵

ואמנם, בית המשפט העליון קבע בפרשת ואקנין, כי התקיים באותו מקרה יסוד נפשי של מודעות אצל הנאשמים לכך שהם מעלימים מידע מהותי מלקוחותיהם, שמחוני ולוטן.¹²⁶

באופן דומה שוכנע בית המשפט העליון בפרשת חרובי ודהן, כי היתה לנאשם חרובי מודעות לכך שהוא העלים עובדות מהותיות מדיעתם של האנשים, אותם שכנע לרכוש את מניותיה של חברת "אנדין".¹²⁷

ראוי להעיר, כי הפסיקה בארה"ב קבעה בשורה של פסקי דין כי לעניין העבירה על פי סעיף 10-b לחוק ניירות הערך האמריקאי, אין צורך להוכיח כוונת מירמה (intent to defraud), אלא די בהוכחת מודעות (knowing) ביחס למעשה האסור (השמטה או הטעיה); או לחלופין, מודעות – בכח במובן של פזיזות או עצימת עיניים (willful or reckless disregard).¹²⁸

יש, עם זאת, להעיר, כי סעיף 10-b לחוק האמריקאי אינו זהה כלל לסעיף 54 לחוק הישראלי, שכן תחום העבירות והעוולות בו עוסק הסעיף האמריקאי רחב ביותר. סעיף זה מאגד אל תוכו מגוון רחב של מעשי הטעיה או תרמית הנוגעים לניירות ערך, בין אם נעשה הדבר במהלך המסחר בבורסה ובין באמצעות פרסום מידע או דיווח המחויב על פי הדין. להבדיל, הדין בישראל מטפל בכל אחת מעבירות אלו באורח נפרד ובהוראות חוק נפרדות ועצמאיות.

לסיכום, ההלכה במרבית פסקי הדין בישראל, והיא גם זו הנראית נכונה כאמור, היא, כי בעבירת ההנעה בתרמית, כאמור בסעיף 54(א) לחוק, היסוד הנפשי הנדרש הוא של מחשבה פלילית. אם תאמר אחרת, ייווצר מצב בו לצורך הרשעה בעבירת תרמית, על כל המשתמע מהרשעה כאמור, די יהיה בהוכחת רשלנות מצידו של ה"עושה" ביחס לחלק מיסודות העבירה, וזאת, בלי שהדבר נאמר במפורש בלשון החוק ובניגוד להוראת סעיף 19 לחוק העונשין, כמצוטט לעיל. ממילא ברור, כי דרישת יסוד נפשי מופחת של רשלנות בלבד, מחמירה במידה מוגזמת עם השחקנים בשוק ההון.¹²⁹

125 ראו פרשת גיבור סכרינה-מחוזי, לעיל הערה 44, בעמ' 15. ראו התייחסות לנושא טיב העבירה כעבירה התנהגותית ולא תוצאתית, בסעיף 2.2 לעיל בפרק זה.

126 פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 655.

127 פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 127. ראו גם פרשת שיר-שלום, לעיל הערה 82, בסעיף י"ב לפסק הדין.

128 U.S. v. Koenig, 338 F. Supp. 670 (1974), at pp. 711-712.

129 ראו בעניין זה גם – ע' ירלין, לעיל הערה 53, בעמ' 254-255 בהערות שוליים 16-17.

ייתכן שהפיתרון הראוי היה מלאכת חקיקה מלאה וברורה יותר מזו אשר מצאה ביטוי בסעיף 54(א)(1) לחוק.

2.6 הקשר הסיבתי

השאלה, אם נדרשת הוכחת קשר סיבתי בעבירה על פי סעיף 54(א)(1) לחוק, כרוכה באורח הדוק ואמיץ בשאלה קשה אחרת – אם עבירה זו הינה עבירת תוצאה או שמא עבירת התנהגות. אם נקבע שמדובר בעבירת התנהגות גרידא, בה אין נדרשת השגת תוצאה מסוימת כחלק מרכיבי העבירה, אזי ממילא מתייתרת שאלת הקשר הסיבתי. שכן אין לדבר על קיומו של קשר סיבתי בין מעשה לתוצאה מקום בו אין דרישה להוכחת תוצאה באותה עבירה.¹³⁰ להמחשה: אם קובעת ההלכה, כי בעבירת הנעה בתרמית, על פי סעיף 54(א)(1) לחוק, כלל אין צורך להוכיח שהמונע אכן הונע בפועל, ואכן רכש או מכר נייר ערך, אזי ברור כי אין מקום לבדוק את התקיימותו של קשר סיבתי בין מלאכת ההנעה של ה"עושה" לבין התוצאה של קנייה או מכירה של נייר הערך על ידי מושא ההנעה. להבדיל, אם עמדתנו היא שמדובר בעבירה תוצאתית, אזי מתבקש כי יוכח קיומו של קשר סיבתי באותה עבירה.

ניתוח לשוני של סעיף 54(א)(1) לחוק רומז לכך שהמחוקק לא כיוון דעתו להוכחת סיבתיות ישירה וברורה בין מעשי המניע לבין פעולותיו של מושא ההנעה, בין ברכישה ובין במכירה של ניירות ערך, שכן אין בנוסח הסעיף דרישה ברורה להוכחת קשר סיבתי. מנגד, קשה לקבל את הטענה, כי עבירה שכל כולה גרימת פעולה של אדם אחר, תיחשב ככזו הנעדרת דרישה של הוכחת קשר סיבתי כלשהו. שהרי, אם אין ראייה שאדם או ציבור מסוים "הונע" לרכוש או למכור נייר ערך, כיצד ייאמר שבוצעה עבירה? אם איש לא "הונע", כיצד יורשע ה"עושה" כי "הניע" את זולתו? הקושי האמור לעיל מחריף שבעתיים לנוכח העובדה, כי מושא ההנעה הינו, תדירות, לא אדם מסוים, אלא ציבור בלתי מוגדר של משקיעים אנונימיים, שבינם לבין העברייין לא התקיימה מערכת יחסים כלשהי ולא נוצר כל קשר ישיר. בנסיבות אלו קשה שבעתיים לדבר על קשר סיבתי בין מעשי ה"מניע" לבין פעולות ה"מונע" (אדם או ציבור).¹³¹

אחד הפתרונות המעניינים לבעיה זו הוא תיאוריית "התרמית על השוק" (Fraud on the Market), שפותחה במשפט האמריקאי ואשר בבסיסה עומדת ההנחה כי שוק ניירות הערך הינו שוק יעיל, משוכלל ומתוחכם, בו קיימת זרימה תמידית של מידע.¹³²

130 לדיון נרחב בשאלה, אם מדובר בעבירת תוצאה או בעבירת התנהגות, ראו בסעיף 2.2 לפרק זה לעיל.

131 יש להעיר, כי יש מלומדים הסבורים כי החלופה של "הנעה" בעבירת התרמית בניירות ערך, כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק, אינה חלה כאשר מדובר על הנעת ציבור, אלא רק על הנעת אדם מסוים. אין אנו שותפים לדעת מלומדים זו. אין לשלול הנעה של ציבור בלתי מסוים ואין להגביל את תחולת סעיף 54(א)(1) רק להנעה של אדם מסוים. ראו הרחבה בנושא זה בסעיף 2.7 להלן לפרק זה.

132 ראו Basic, supra note 114, וכן ראו ע' ידלין, לעיל הערה 53, בעמ' 259 וכן בעמ' 325–326.

זרימה טבעית זו של מידע גורמת לכך שהמידע הרב נספג, אם לנקוט לשון ציורית, בשערי המניות ומגולמים בהם. משכך הדבר, כל מידע, בין נכון ובין מוטעה, מקבל (או אמור לקבל) ביטוי בשערי המניות. משמעותה של ההנחה הגלומה בגישה זו היא, כי כל מצג שקרי או מוטעה חייב היה למצוא את ביטויו בשערי ניירות הערך. בה-בעת כל מידע שנמנע מהציבור אף הוא נעדר משווי השוק של אותם ניירות ערך, אליהם מתייחס אותו מידע. אם אדם רכש נייר ערך על סמך מידע שגוי שנמסר לו על ידי אחר (ואין הבדל, כאמור, אם המסירה היתה אישית וישירה, או שמא היתה זו העברת מידע לציבור המשקיעים באופן בלתי ישיר ובלתי אישי), אזי רשאי אותו אדם לטעון כי "הונע" על ידי ה"עושה". טענה זו תוכל להישמע גם מפי כל אחד מהמשקיעים שביצעו פעולות בניירות הערך של החברה.

אין ספק, כי ביסודה של תיאוריית ה"תרמית על השוק" עומד מבחן המהותיות, המשמש — כדרכו של מבחן זה — מסגרת ונייר הלקמוס של תחום ניירות הערך.¹³³ תיאוריית ה"תרמית על השוק" יוצאת מן ההנחה, כי אם עובדה שמסר, פרסם או העביר אדם אחד לאדם אחר או לציבור בלתי מסוים היה מידע "מהותי", אזי ממילא נוצרה אותה זיקה סיבתית בין ההנעה (שבוצעה על ידי ה"עושה") לבין פעולותיו של הציבור, או האדם המסוים, אשר הונע על ידי הראשון.

בחינה חוזרת של תיאוריה זו מוליכה למסקנה, כי היא משחררת, למעשה, את עבירת ההנעה בתרמית מדרישה של הוכחת קשר סיבתי (ובתביעות אזרחיות — על דרישת ההסתמכות). לפי גישה זו, קיימת הנחה מובנית ולפיה, אם מידע (כוזב או מוטעה) שפורסם הינו מהותי, אזי די בכך כדי להניח כי כל מי שפעל על בסיס אותו מידע הוטעה, גם אם לא הוטעה בפועל. יתרה מזאת, לפי גישה זו כלל אין צורך לבדוק את עצם קיומו של קשר סיבתי עובדתי וכלל לא תישאל השאלה אם הוטעה ה"מונע" על ידי פרסום המידע האמור.

נדמה, כי גישה זו מוליכה, אם כן, לתוצאות מרחיקות לכת והיא פותחת את תחומי העבירה באורח בלתי מבוקר ואף בלתי רצוי. ייתכן, כי פיתרון אפשרי לבעיה זו הוא להבחין, ראשית לכל, בין שתי צורות ראשיות של ביצוע עבירת ההנעה בדרכי תרמית:

צורה אחת, הנעה ישירה בין אדם אחד למשנהו, דוגמת זו שעלתה בפרשת ואקנין.¹³⁴

J. I. Jaconette, "The Fraud on the Market Theory in State Law Securities — *Fraud Suites*", 46 *Hastings L. J.* 1967 (1995)

133 להרחבה בנושא המהותיות, ראו פרק ג' לספר זה.

134 ראו פרשת ואקנין-מחוזי, לעיל הערה 10, ופרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6. בפרשה זו הורשעו הנאשמים ואקנין, לנדאו ואביעוז, בעבירות של תרמית בניירות ערך (ובעבירות נוספות), בכך, שמכרו מניות של בנק החקלאות לשני לקוחותיהם בחברת ניהול תיקים שניהלו הנאשמים. מכירה זו נעשתה תוך מצגי שווא והעלמת עובדות מהותיות מהלקוחות, ששוכנעו לרכוש את המניות בהנחה כי גם הנאשמים עצמם רוכשים אותה מניה. ואולם, בפועל מכרו הנאשמים אותן מניות ממש שהם רכשו עבור לקוחותיהם. בין לבין, ועל מנת לנסות למנוע ירידת שער מניות בנק החקלאות ולמנוע הפסדים מלקוחותיהם בעקבות רכישת המניות האמורות, פעלו הנאשמים

צורה שנייה, היא של הנעה שייעדה הוא ציבור בלתי מסוים של משקיעים, דוגמת זו שעלתה, למשל, בפרשת העיתונאי זילברמן.¹³⁵

בעוד שבצורה הראשונה של ביצוע העבירה ניתן לדרוש, כי יוכח קשר סיבתי ותוכח מידה כזו או אחרת של הסתמכות של המונע על מצגי המניע, הרי שבצורה השנייה דלעיל, קשה, עד בלתי אפשרי לגמרי, לצפות להוכחה כזו. לא ניתן להוכיח קשר סיבתי עובדתי בין פעולות בניירות ערך שביצע ציבור המשקיעים לבין תחזית, הבטחה או אימרה שפורסמו על ידי מאן דהוא.

משום כך, ייתכן בהחלט כי בכל הנוגע להטעיה של ציבור משקיעים בלתי מסוים, אכן יש מקום להסתפק בדרישה של מהותיות המידע המטעה בלבד, תוך ויתור על הוכחת קשר סיבתי. להבדיל, ביחס להנעה של אדם אחד את זולתו קשה להצדיק ויתור על הוכחת סיבתיות והוכחת הסתמכות: אם אדם, הטוען, כי הוטעה על ידי זולתו, אינו מסוגל להראות כיצד גרמה לו ההטעה לבצע פעולה בנייר ערך כלשהו, קשה להשתכנע כי אכן היתה כאן "הנעה" של ממש.

ברור, כי שונים הדברים באשר להנעה שהתבצעה כלפי ציבור בלתי מסוים ובלתי מוגדר של משקיעים, אשר מהם אין לצפות להוכחה, באורח פרטני ואישי, כי כל אחד מהם אכן הוטעה בפועל.

עם זאת, ייתכן בהחלט לראות את הדברים באור שונה: ניתן לטעון, כי העמדה שהובעה לעיל, מונעת מכוחו של הקושי הראייתי (הקושי להוכיח קשר סיבתי בהטעיית ציבור, כאמור) ואין היא נובעת מהכרעה עניינית. לפי גישה זו, אין הצדקה להקל עם מי שהטעה אדם בודד (ולדרוש מהתביעה להוכיח קשר סיבתי בהטעיה), ומנגד, להקל עם מי שהטעה ציבור שלם. הוויתור על דרישת קשר סיבתי מקל, ככלות הכל, על מלאכת התביעה בהשגת הרשעה.

ההבחנה בין שני סוגי העבירות, כך הטיעון הנגדי, אינה מוצדקת ואינה עניינית. נדמה, כי אם המסקנה העולה מהגישה השנייה שהובאה לעיל, והמנוגדת לתפישתנו, היא כי יש לוותר כליל על דרישת הקשר הסיבתי, בכל חלופות העבירה, אזי יש לדחות גישה זו.

אם, מנגד, משמעות הדברים היא, כי יש לדרוש הוכחת קשר סיבתי גם במקרה של הנעת ציבור בלתי מסוים, אזי ברור, כי מדובר במשימה קשה ואולי אף בלתי אפשרית. לא ברור כיצד ניתן להוכיח, הלכה למעשה, כי הוטעה ציבור רחב של משקיעים. כלל לא ברור כמה עדויות, למשל, של משקיעים מהציבור יש להביא, על מנת שתתמלא דרישת ההוכחה כי "הציבור" הוטעה.

לסיום הדיון בסוגיית הקשר הסיבתי ראוי להזכיר, כי בית המשפט המחוזי בתל אביב, אשר נדרש לנושא זה, כבר קבע כי לעניין החלופה הראשונה בסעיף 54(א)

לשם העלאה מלאכותית של שערי מניות בנק החקלאות באמצעות הזרמת פקודות קנייה ללא כוונה אמיתית לרכוש את המניות ותוך שימוש בחשבונות בנק מפוצלים.
135 ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6.

לחוק, קרי זו העוסקת ב"הנעה", אין נדרשת הוכחה של קשר סיבתי בין פעולת ה"מניע" לבין מעשיו בפועל של ה"מונע".¹³⁶ במילים אחרות, כלל אין חשיבות לשאלה אם האדם האחר, ה"מונע", אכן הושפע מהבטחות, משכנועים או מתחזיות ה"מניע", שכן אין כאן דרישה לתוצאה, כחלק מהרכיב העובדתי של עבירה זו. אין צורך, כי המונע אכן ירכוש או ימכור נייר ערך, על מנת לבסס את אשמו של המניע שהניע, או שניסה להניע, אותו מלעשות כן. אף אין דרישה, כי יוכח, שמי שרכש או מכר נייר ערך, אכן עשה זאת עקב "הנעת" הנאשם או כי הנפגע אכן יסבול נזק כספי. כאמור, פסיקה כזו מוטעית לדעתנו, בכל הכבוד, וחוטאת לרציונל העומד ביסוד עבירת התרמית בניירות ערך. ויתור על דרישה להוכחת קשר סיבתי עובדתי בין ה"הנעה" לבין תוצאותיה, תאפשר ויתור על רכיב התוצאה, ויתור שאינו במקומו, כאמור. ויתור כזה אינו מתיישב אף עם לשונו של סעיף 54(א)(1) לחוק ("הניע") ואף לא עם הגיונם של דברים. לא ברור כיצד ניתן לטעון, כי אדם "הונע" בלא שיש בידו להראות כיצד הניע אותו מעשה הזולת לבצע פעולה מסוימת ובלי שביכולתו להצביע על תוצאה המעידה על אותה הנעה, ועל כך שההנעה אכן הצליחה.

2.7 מושא ההנעה — האם אדם פרטי בלבד או גם ציבור בלתי מסוים?
 סעיף 54 לחוק נוקט לשון — "מי שעשה אחד מאלה — ... הניע או ניסה להניע אדם (לרכוש או למכור ניירות ערך)...".

הלשון "אדם" יוצרת קושי פרשני, שכן השאלה היא מהי כוונת המחוקק כאשר ליעד של מלאכת המירמה וההנעה: האם מכוונת הוראת סעיף 54 לחוק לאסור אך ורק תרמית המכוונת כלפי אדם מסוים, או לחלופין — כלפי קבוצה מוגדרת ומסוימת של אנשים? או שמא לא התכוון המחוקק להגביל את תחולת האיסור, כאמור, וביקש להרחיבו גם על הנעה (או הטעיה וכד') היורה את חיציה גם כלפי ציבור בלתי מסוים ובלתי מוגדר. שתי דרכי פרשנות אלו, האחת צרה ומגבילה, האחרת — רחבה ומקיפה, אפשריות וסבירות הן, לפחות מן הפן הלשוני-פרשני.¹³⁷
 בפסיקת בתי המשפט בישראל אומצה באופן אחיד הגישה המרחיבה, שלפיה אכן ניתן לדבר על הטעיית ציבור כללי ובלתי מסוים.¹³⁸

136 פרשת חרובי ודהן-מחוזי, לעיל הערה 31, בעמ' 230.

137 בדעה המצמצמת, קרי — זו הרואה בחלופה של "הנעת אדם" כמתייחסת רק לאפשרות של הנעת אדם ולא ציבור בלתי מסוים, אוהזים מספר מלומדים: ראו פרופ' צ' כהן, בעלי מניות בחברה: זכויות תביעה ותרופות (ההוצאה לאור של לשכת עורכי הדין, תשנ"א-1990), בעמ' 452. וכן — פרופ' י' גרוס, דיני ניירות ערך ובורסה (המכון למחקר עסקי, אוניברסיטת ת"א, תשל"ג-1973), בעמ' 226-227. וכן ראו — ע' ידלין, לעיל הערה 53, בעמ' 261-262. אין אנו שותפים לדעה זו, לא מבחינת הפרשנות הלשונית של סעיף 54(א)(1) לחוק, ובוודאי לא לנוכח תכלית החקיקה, שאינה מתיישבת עם הגבלה שרירותית על האפשרות שהנעה תיעשה כלפי ציבור בלתי מסוים, אלא רק כלפי אדם מסוים.

138 ראו, למשל, פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 521-522. ראו גם פרשת עיני-מחוזי, לעיל הערה 38, בסעיף 117 לפסק הדין.

דיני ניירות ערך

נדמה, כי אכן זוהי הפרשנות הראויה, במיוחד לאור תכלית החקיקה שביסודה עומד הרצון להגן על ציבור המשקיעים. תכלית זו הובהרה לא-אחת בפסיקת בתי המשפט בישראל בנושא תרמית בניירות ערך. לא ניתן ליישב תכלית כזו עם פרשנות צרה המכירה – קטיגורית – רק בהטעיה של אדם או אחר. כמובן, הטעיית ציבור בלתי מסוים מציבה מכשולים משפטיים ועובדתיים גבוהים יותר מאשר הטעיה של אדם בודד, ובמיוחד – הוכחת הטעיית אותו "ציבור" בלתי מסוים והוכחת הקשר הסיבתי בין ההטעיה הנטענת לבין המירמה וההטעיה בפועל של הציבור.¹³⁹

ניתן להעלות נימוקים שונים בעד ונגד כל אחת משתי פרשנויות חלופיות אלו. הבולטים בטעמים אלו ייסקרו להלן:

טיעונים בעד הגישה הצרה, המצדדת רק בהנעה של אדם פרטי ומסוים, או של קבוצה מוגדרת של אנשים:

נימוק ראשון – פרשנותו המילולית הפשוטה של סעיף 54 בכלל, והמילה "אדם" הנזכרת בו, מחזקת את הטיעון, כי הכוונה רק להטעיה של אדם מסוים. פרשנות זו גורסת, כי הלשון "הניע אדם" מעידה על קיומו של קשר ישיר בין שני הצדדים לעסקה.¹⁴⁰

כנגד טיעון זה מן הראוי להזכיר את הוראת סעיף 1 לפקודת הפרשנות [נוסח חדש] הקובעת, כי – "אדם" – לרבות חברה או התאחדות או חבר בני אדם, בין שהם מאוגדים ובין שאינם מאוגדים". (ההדגשה אינה במקור). גם סעיף 4 לחוק הפרשנות, התשמ"א-1981, מורה, כי "מקום שמדובר באדם – אף חבר בני אדם במשמע, בין שהוא תאגיד ובין שאינו תאגיד".

נימוק שני – שיקולי מדיניות מחייבים הגבלה של האיסור התחיקתי, פן יימצא המחוקק יוצר חשש-יתר בקרב המשקיעים בשוק ההון, עד כדי סירוס הכוחות הפועלים בו. על פי טיעון זה, יש חשש שזרימת המידע החופשי בשוק ההון תיפגע בשל חששם של מפרסמי המידע הפוטנציאליים (חברות בורסאיות, בעלי עניין, אנליסטים, עיתונאים) מפרסום מידע, שמא ייחשב הדבר כ"הנעה" של ציבור המשקיעים על ידם. כנגד נימוק זה ניתן לטעון, כי אדם הפועל בסבירות, תוך שקידה סבירה שמידע המתפרסם על ידו אינו מטעה ואינו אמור להטעות את הציבור, לא יסתכן בהפרת הוראת הדין האמורה. יש לזכור, כי מאחר שהיסוד הנפשי בעבירה על פי סעיף 54 לחוק הוא של מחשבה פלילית ולא של רשלנות גרידא, אזי ממילא רף האחריות גבוה יותר והוא סוכך ממילא על מי שאולי פעל באורח רשלני (ובלבד שלא היה מודע ולא עצם עיניו לנוכח הטעיה אפשרית של אדם או ציבור).¹⁴¹

139 בעניין זה ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, שם הובאו על ידי התביעה עדויות של משקיעים מהציבור להוכחת טענת ההטעיה של ציבור המשקיעים. ראו שם, בעמ' 516 ובעמ' 523.

140 ראו י' גרוס, לעיל הערה 137, בעמ' 226–227.

141 לדיון בנושא היסוד הנפשי, ראו סעיף 2.5 לפרק זה לעיל.

נימוק שלישי — תכלית האיסור הקבוע בסעיף 54(א)(1) לחוק היא לאסור הנעה ישירה בין אנשים מסוימים, קרי — בין "מניע" מסוים לבין "מונע" מסוים אחר. טיעון כאמור ימצא תימוך בכך שוועדת גבאי, אשר פרסמה את מסקנותיה בשנת 1985 ואשר ייעודה מלכתחילה היה להציע הסדרים תחיקתיים בשוק ההון, הציעה להסדיר בחקיקה את נושא הפרסום ברבים של תחזיות, אימרות או הבטחות.¹⁴² משמע, ועדת גבאי סברה, שהחוק הקיים אינו עונה כראוי על האפשרות שתחזית, הבטחה או אימרה, יטעו את ציבור המשקיעים.

ואולם, גם טיעון זה אינו חף מספקות, שכן, ראשית לכול, ייתכן לראות את המלצת הוועדה כבקשה להגברת האכיפה בנושא הטעיית הציבור, ולא כאמירה מצידה כי הנושא כלל אינו מטופל בחוק. יתרה מכך, הנעת הציבור יכולה להיעשות לא רק באמצעות תחזית או הבטחה או אימרה כוזבת, אלא גם בדרכים אחרות, כגון — השפעה על שערי ניירות ערך, כאמצעי להניע את ציבור המשקיעים לרכוש או למכור ניירות ערך. משמע, גם החסר בדין הישראלי, ככל שנוגע הדבר להמלצות ועדת גבאי, אינו מתייחס לכל מגוון דרכי הפעולה האפשריות להנעת אדם בדרכי תרמית.¹⁴³

נימוק רביעי — פרסום כשלעצמו אינו יכול להטעות אדם אחר לבצע עסקה בניירות ערך. חייבת להתלוות לפרסום פעולה או התנהגות נוספת מצידו של המניע, כגון — מכירה או רכישה עצמית של נייר הערך. אזי, כך הטענה, השילוב של הפרסום ביחד עם התנהגות האדם-המניע, הוא שיגרום להטעיית אדם אחר.¹⁴⁴

חרף מקוריותו של טיעון זה, אין הוא יכול לעמוד. די בדוגמא הבאה להמחיש זאת: חברה מפרסמת דו"ח מידי מוטעה ומטעה, למשל — החברה מכחישה, בעקבות שמועות בשוק ההון, כי היא עומדת להפסיד את חוזה הזיכיון העיקרי שלה, המניב לה את מרבית הכנסותיה. מספר ימים לאחר מועד הדיווח מתברר, שההכחשה היתה מטעה וכי החברה אכן הפסידה את החוזה, ויותר מכך — כי הנהלת החברה ידעה, במועד הפרסום, כי החוזה אבד לחברה. האם זהו פרסום כוזב? ודאי שכן. האם זוהי הטעיה מכוונת של ציבור המשקיעים? ודאי שכן. היש ספק כי ציבור המשקיעים הוטעה מפרסום זה? נדמה כי אין ספק בכך.

142 ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 51 וכן בעמ' 53–54.

143 ראוי להעיר, כי אין בדו"ח ועדת גבאי ראייה לכך שעמדת הוועדה היתה, כי על פי הדין הקיים לא ניתן להרשיע אדם בשל הנעת ציבור בלתי מסוים וכי ניתן להרשיע רק בגין הטעיית אדם מסוים. נהפוך הוא, בדו"ח הוועדה יש כמה התבטאויות מהן עולה ההיפך, קרי — כי הוועדה סברה שהדין מאפשר העמדה לדין גם בשל הטעיה או הנעה בדרכי תרמית של ציבור בלתי מסוים ובלתי מוגדר. ראו שם, בעמ' 45 וכן בעמ' 47.

144 ראו ע' ידלין, לעיל הערה 53, בעמ' 256 וכן בעמ' 262; והשוו — ז' גושן, לעיל הערה 9, בעמ' 629. נדמה כי גישתו של ידלין, לפיה — "קשה לראות כיצד פרסום כזה מניע את הציבור כולו לבצע אותה עסקה בניירות ערך", כנטען על ידו בעמ' 262 למאמרו דלעיל, מתעלמת ממקרים מוחשיים מאוד שכבר אירעו. די להפנות לפרשת זילברמן, עיתונאי בעיתון גלובס, שהורשע בכך שפרסם הערכות וכתבות עיתונאיות, בהן שיבח ניירות ערך בהם הוא עצמו החזיק. הייתכן לומר, כי זו אינה "הנעה" (בכח או בפועל) של ציבור בלתי מסוים לרכוש ניירות ערך מסוימים? ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6.

נימוק חמישי — בפרסום לציבור הרחב קיימים "מנגנוני שוק" משוכללים, כביכול, המסוגלים לסנן ולאמת את המידע, ולוודא אם הוא מידע שגוי, אם לאו.¹⁴⁵ אין לומר בביטחון, כי קיימים "מנגנוני שוק", משוכללים פחות או יותר, בוודאי לא בשוק ההון הישראלי. ברמה העקרונית, קשה לקבל את עמדתו דנן של המלומד ידלין, המבקש לאפשר ל"מנגנוני השוק" המשוכללים לפעול במקום הוראות הדין, המטילות אחריות על מי שהפר את חובותיו והניע אדם אחר בדרכי תרמית. נדמה, כי פעולתם של "מנגנוני שוק", אם וככל שהם קיימים ואם וככל שהם פועלים (במיוחד בשוק ההון הישראלי הקטן, הריכוזי ונעדר הסחירות), אינה יכולה ואינה צריכה לבוא במקומן של הוראות חוק ברורות, אשר יסדירו את האסור והמותר בתחום זה, לרבות ענישה ברורה בגין תרמית בניירות ערך.

טיעונים בעד הגישה המרחיבה, המצדדת גם בהנעה של ציבור רחב ובלתי מסוים: הנימוק הראשון — הוא הפירוש המרחיב, המתבקש למילה "אדם", הן לאור הוראת פקודת הפרשנות, כמצוטט לעיל, והן לאור הפרשנות הרגילה והסבירה של מונח זה. כלל ידוע הוא בפרשנות דברי חקיקה, כי דין לשון יחיד כדין לשון רבים, וכאשר מדבר המחוקק על "אדם" אין הוא מתכוון בהכרח אך ורק לאדם אחד ויחיד אלא גם למספר אנשים. אם כך הדבר, ועסקינן ביותר מאדם אחד, השאלה היא מדוע לפרש את החוק באופן המתייחס לאדם או לאנשים מסוימים ומוגדרים דווקא, ולא גם לציבור בלתי מסוים.

הנימוק השני — הנובע מהראשון, הוא, כי אם היתה כוונת המחוקק שה"עושה" יניע אדם מסוים בלבד, מן הדין כי היה נוקט לשון ברורה לעניין זה. משלא עשה כן, כלל לא ודאי הדבר שכוונתו של המחוקק הישראלי היתה להגביל את ההוראה אך ורק להטעיה או להנעה של אדם פרטי מסוים ומוגדר, או של ציבור מסוים בלבד. נימוק שלישי — מבוסס על שיקולי מדיניות. הגנת המשקיע הסביר, ובמיוחד — "המשקיע הקטן", מצדיקה את הרחבת מעגל ההרתעה גם, ואולי בעיקר, ביחס להטעיה או להנעה של ציבור בלתי מסוים ובלתי מוגדר, שכן "המשקיע הקטן", הנמנה עם הציבור הרחב ולא עם מעגל המקורבים לתאגידים הבורסאיים, דווקא הוא ניזון מעיתונות ומהודעות רשמיות לבורסה. דווקא הוא מושפע מאוד, בתהליך קבלת החלטותיו בבורסה לעניין רכישה או מכירה של ניירות ערך, הן מאותם דיווחים ופרסומים והן מתנודות שערי ניירות הערך.

אם ישוחררו העבריינים הפוטנציאליים מאימת האיסור של הנעת ציבור בלתי מסוים, אזי יוכלו הם להניע בדרכי מירמה והטעיה את ציבור המשקיעים באין מפריע. יש לזכור, כי הנעה זו יכולה להיעשות, בין היתר, גם על ידי השפעה על שער מניה מסוימת, באופן שהדיוט המתבונן בתנודות השער יתרשם כי מתבצעות עסקאות כנות ואמיתיות, ולא היא.

145 ראו ע' ידלין, לעיל הערה 53. כן ראו פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 64, וכן פרשת גיבור סבריינה-מחוזי, לעיל הערה 44.

שיקולי מדיניות מתיישבים, אם כן, דווקא עם הפרשנות הרחבה, המחילה את הוראת סעיף 54 לחוק גם על הנעה של ציבור בלתי מסוים ובלתי מוגדר. נימוק רביעי — קבלת הגישה הצרה והמצמצמת, כאמור לעיל, תוביל למצב שאינו רצוי, שלפיו הוראת סעיף 54(א)(1) לחוק ("הניע אדם אחר...") תחול רק על הטעיה ותרמית המכוונות כלפי אדם מסוים ולא כלפי ציבור. זוהי, כאמור, עמדתו של המלומד ידלין ונובע ממנה, כי על הטעיית ציבור בלתי מסוים (להבדיל מהטעיית אדם מסוים) יחול רק סעיף 54(א)(2) לחוק ולא סעיף 54(א)(1) לחוק.¹⁴⁶ להבחנה כזו יש משמעות רבה, שכן סעיף 54(א)(2) לחוק דורש הוכחת כוונה מיוחדת ("השפיע בדרכי תרמית"), בעוד שסעיף 54(א)(1) מסתפק גם בפזיזות (מחשבה פלילית) או אף ברשלנות ("ידע או היה עליו לדעת").

במילים אחרות, הגישה הצרה תוביל לכך שעל מנת להוכיח הטעיה של ציבור רחב ובלתי מסוים, יהיה צורך להוכיח כוונת תרמית, בעוד שעל מנת להוכיח הטעיה של אדם מסוים, די יהיה להראות כי היתה פזיזות או התרשלנות, ולא דווקא כוונה פלילית. הבחנה כזו מנוגדת לתכלית החקיקה ולהגיונה. אין סיבה לקבוע רמת אחריות שונה להטעיית ציבור מחד גיסא, ולהטעיית אדם מסוים מאידך גיסא. אין מקום ליצור מידרג מלאכותי של רמות אחריות, מידרג שבראשו — הטעיית אדם מסוים (בה די בהוכחת פזיזות ואולי אף — רשלנות בלבד) ובתחתיתו — הטעיית ציבור (בה נדרשת הוכחת תרמית). הבחנה כזו מוטעית, ואין לה הצדקה אף לא משיקולי מדיניות. ככלות הכול, לא ברור הטעם בהחמרה עם אדם שהטעה אדם מסוים, ובהקלה עם מי שהטעה ציבור שלם.

ואמנם, בפסיקת בתי המשפט בישראל כבר נקבע, כי מושא עבירת ה"הנעה" אינו בהכרח אדם פרטי, מסוים, אלא בהחלט ניתן לדבר על הנעת ציבור בלתי מסוים.¹⁴⁷ בית המשפט העליון כבר פסק בעניין זה —

"הדיבור 'אדם' בסעיף 54(א)(1) לחוק כולל גם ציבור בלתי מסוים. מסקנה זו מבססת עצמה על תכליתה של ההוראה. תכלית זו הינה הצורך בהגנה על ציבור המשקיעים בשוק ניירות הערך. כדי להגשים תכלית זו יש להבין את הדיבור 'אדם' כמתייחס לציבור במשקיעים בדרך כלל..."

עצם ההפניה של פרסום לציבור אינה שוללת את הפגיעה — אותה יש למנוע — במשקיע הסביר הספציפי".¹⁴⁸

146 ראו ע' ידלין, לעיל הערה 53, בעמ' 263.

147 פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף מ' לפסק הדין. כן ראו ע"פ 1805/95 טמפו תעשיות בירה בע"מ ואח' נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת טמפו-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך כו(6), 957 בסעיף ג' לפסק הדין. כן ראו גם פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 64, בעמ' 7. כן ראו פרשת גיבור סבריינה-מחוזי, לעיל הערה 44, בסעיף 10 לפסק הדין. כן ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 521-522. וכך דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 17. ראו גם מאמרם של גרוס ומימון-שעשוע, לעיל הערה 39, בעמ' 182-183.

148 ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 521.

במשפט הבנקאים קבע בית המשפט העליון כדלקמן:

"גם ההרשעה של המערערים בעבירה לפי סעיף 54(א)(1) לחוק ניירות ערך בדין יסודה, שכן הצגת המניות הבנקאיות על ידי המערערים ויועציהם בדרך האמורה ... נגועה היתה בתרמית. אסור היה להם, מאותו שלב לפחות, להציג בפני הציבור את המניות בדרך האמורה, שהרי אז היה צריך להיות ברור להם כי אלה מצגי כזב. בעשותם כן הם הוליכו שולל במעשה תרמית את ציבור המשקיעים ועתידים היו להסב לו נזק".¹⁴⁹ (ההדגשות אינן במקור).

המסקנה העולה מפסיקת בתי המשפט בנושא זה היא שלמעשה כלל אין צורך בקיומה של זיקה ישירה או קשר ישיר בין המניע לבין המונע, ואין חובה להוכיח הטעיה, או הנעה, ישירה בין השניים.¹⁵⁰ אין ספק, שמסקנה זו מתיישבת היטב עם המדיניות המשפטית המצויה ביסוד דיני ניירות ערך בכלל, לרבות – חובת הגילוי הנאות המחייבת גילוי מידע מלא, מהימן ומדויק לכלל ציבור המשקיעים. ממש כשם שאין חובת הגילוי האמורה מוגבלת לגבי משקיע מסוים, זה או אחר, אלא מכוונת היא כלפי ציבור המשקיעים הרחב והבלתי מסוים, כך ניתן לטעון שגם חובת ההימנעות מתרמית, בין בדרך של הנעה ובין בדרך אחרת, מכוונת היא כלפי כולי עלמא ולא כלפי אדם פרטי ומסוים.

הטעיית ציבור משקיעים באמצעות תשקיף

הדיון בנושא אפשרות הנעה של ציבור שלם ובלתי מסוים, לא יהא שלם בלא התייחסות לסוגיית הנעת ציבור המשקיעים באמצעות פרט מטעה בתשקיף. כאשר תאגיד כולל בתשקיף, המפורסם על ידו, פרט מטעה (וכידוע, הגדרת "פרט מטעה" מתייחסת הן להכללת פרט מטעה והן להשמטת פרט חשוב מהתשקיף), אזי כמעט תמיד יכולה להיטען הטענה, כי ההטעיה גרמה להנעת ציבור המשקיעים. רוצה לומר – כמעט בכל מקרה בו נכלל פרט מטעה בתשקיף סביר להניח, כי הוא גרם בפועל (או עלול היה לגרום בכח) למשקיע מהציבור לרכוש או למכור את ניירות הערך בהם עוסק התשקיף. הנעה זו, אם אכן נעשתה בעקבות הפרט המטעה, נעשתה בהטעיה.

כמובן, ייתכנו מצבים בהם לא בוצעה "הנעה" של ציבור המשקיעים, על אף קיומו של הפרט המטעה בתשקיף. למשל, כאשר המידע המטעה לא היה מהותי דיו על מנת לגרום, בין באופן מעשי ובין באופן תיאורטי, "להנעת" משקיע מהציבור לרכוש או למכור את ניירות הערך בהם עסק התשקיף.

זיקה זו בין עבירת ההנעה לבין עבירת הכללת פרט מטעה בתשקיף מסיטה את הדיון אל נושא העונש בגין כל אחת מעבירות אלו. למרבה ההפתעה, קיים שוני מהותי בענישה בגין שתי עבירות אלו: עבירת ההנעה בתרמית, כאמור בסעיף 54(א)

149 ראו פרשת הבנקאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 424.

150 ראו בעניין זה פרשת גיבור סבריינה-מחוזי, לעיל הערה 44, בסעיף 10 לפסק הדין.

לחוק, דינה עד חמש שנות מאסר. להבדיל, עבירה של הכללת פרט מטעה, כאמור בסעיף 16(ב) לחוק יחד עם סעיף 53(א)(2) לחוק, דינה עד שלוש שנות מאסר בלבד. יתר על כן, העבירה על פי סעיף 16(א), שעניינה אי הכללה בתשקיף של כל פרט "העשוי להיות חשוב למשקיע סביר", דינה על פי סעיף 53(ב)(2) לחוק – עד שנת מאסר אחת בלבד.

מאחר שקיימת זיקה ממשית בין שתי העבירות דלעיל, הנוגעות לתשקיף כאמור בסעיף 16 לחוק, לבין העבירה של תרמית בניירות ערך אלו, ומאחר שלעיתים קרובות מי שמואשם בעבירה של הכללת פרט מטעה בתשקיף מואשם במקביל גם בשל הנעה של ציבור המשקיעים, תמוה הדבר שהמחוקק הותיר פער ענישה כזה בין שתי עבירות אלו, שלעיתים קרובות כרוכות זו בזו.

פער זה מעורר שאלה שהתשובה עליה אינה ברורה כלל: מהו העונש הנכון והראוי, כאשר הורשע אדם באותה פרשה הן בעבירה של הכללת פרט מטעה בתשקיף והן בעבירה של תרמית בניירות ערך בחלופה של הנעה: כלל לא ברור אם העונש הראוי הינו החמור או הקל מבין שתי חלופות הענישה, שנסקרו לעיל.

מידת הצדק יכולה דווקא להוביל לנתיב של הקלה עם הנאשם, שכן כיצד ניתן לקבוע איזו מבין שתי העבירות בהן הורשע (בשל אותו מעשה אסור) הינה הדומיננטית יותר? זאת ועוד, ניתן לומר, כי העבירה של הכללת פרט מטעה היא ספציפית יותר מבין השתיים, בעוד עבירת ההנעה הינה כללית יותר ועוסקת במגוון גדול יותר של מקרים, שההטעיה באמצעות תשקיף היא רק אחת החלופות האפשריות לביצועה. גם משום כך, ייתכן שנכון להחיל על הנאשם את רמת הענישה המקלה ולא המחמירה.

2.8 האם תיתכן "הנעה" במחדל?

האם ניתן לדבר על "הנעה" במחדל ולא במעשה אקטיבי?

אין ספק, כי מחדל הוא בהחלט דרך חריגה ובלתי מקובלת ל"הנעת" אדם אחר, אך בכל זאת מן הראוי לתת לאפשרות כזו את הדעת: היש אפשרות כי אדם יניע אדם אחר לרכוש או למכור נייר ערך, בלי שעשה דבר? לכאורה, אמורה התשובה לשאלה זו להיות שלילית, שכן בעצם המלה "הנעה" טמון יסוד אקטיבי, שבמרכזו נקיטת מעשה על ידי אדם אחר על מנת להביא אדם אחר לידי פעולה הרצויה לאדם הראשון, למניע.

התמודדות מעמיקה יותר עם שאלה זו עשויה להוליך לתשובה שונה בתכלית. שהרי, אם אדם מבקש להשפיע על אדם אחר לבצע פעולה בנייר ערך, מדוע לשלול אפשרות כי השפעה זו על הזולת תיעשה אך ורק במעשה?

ניטול דוגמא בה תאגיד בורסאי, או בעל השליטה בו, יודעים אודות עובדות מסוימות, אשר אילו ייוודעו בציבור יגרמו לירידה, אם לא להתמוטטות של ממש, בשער המניה של אותה חברה. הסתרת מידע כזה מידיעת ציבור המשקיעים תהווה, כמובן, הפרה גסה של חובות הגילוי והדיווח. ואולם, נראה, כי בנסיבות המקרה דנן

דיני ניירות ערך

יש לדבר, במקביל, גם על ביצוע עבירה של הנעה בדרכי תרמית, כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק. ברור, כי אילו היה המידע נחשף, היו המשקיעים פועלים על סמך אותו מידע, וככל הנראה מממשים את אחזקותיהם במניות החברה. העובדה, שהמידע נמנע ונשלל מהם, בכוונה, על ידי התאגיד או על ידי בעל השליטה בו, מעמידה את האחרונים כמי שהניעו אחרים, קרי – את ציבור המשקיעים, במחדל לרכוש או למכור מניה.

אמנם נכון, לשון סעיף 54(א)(1) לחוק אינה מדברת במפורש על הנעה בקשר לאי מכירה או לאי רכישה של נייר ערך, ואולם, הקושי הוא בשאלה אם יש הצדקה עניינית לאסור הנעה על מכירה או על רכישה, ולמנוע העמדה לדין בגין אי מכירה או אי רכישה. נראה, כי אין סיבה להבחין בין תרמית במחדל לבין תרמית במעשה, שכן גם התרמית במחדל, אף שהיא נדירה יותר, כאמור, מוליכה לתוצאות של הטעיית הזולת. עם זאת, נעוץ קושי בגישה כזו, שכן עקרון החוקיות אינו מתיר העמדה לדין בגין מה שלא נאסר במפורש בלשון הדין.¹⁵¹

קושי אחר בגישה המאפשרת הנעה במחדל הוא סכנת טישטוש הגבולות בין עבירות דיווח וגילוי לבין עבירת התרמית, בחלופה של סעיף 54(א)(1) לחוק. ככלות הכול, ביחס לכל עבירה של מחדל דיווח או גילוי, עשויה להישמע הטענה, כי הסתרת המידע מידיעת הציבור הוליכה אותו שולל וגרמה לו לבצע, או להימנע מלבצע, פעולות בניירות ערך, והכל שלא מדעת ובטעות.

ראו בעניין זה דיון בסעיף 2.7 לעיל, שלא נחזור עליו בשנית, לעניין הבדלי הענישה בין עבירת התרמית, בחלופה של הנעה, לבין העבירה בדבר הכללת פרט מטעה בתשקיף.

אם תתקבל הטענה, כי ניתן להניע במחדל, אזי, למעשה, כל מחדל בדיווח ייחשב, אוטומטית, גם כעבירת הנעה במחדל, שכן ניתן להניח בדרגת סבירות גבוהה ביותר, כי לאור הנחיתות האינפורמטיבית בה היה מצוי המשקיע הסביר, הוא "הונע" עקב מחדל הדיווח למכור או לרכוש ניירות ערך (ואולי "הונע" שלא לבצע פעולות כאמור).

על אף השיקולים לשלילה, שפורטו לעיל, אין מניעה להרשיע אדם ב"הנעה" מכח מחדל ואין סיבה ראויה לשלול פליליות של "הנעה", רק משום שהיא בוצעה במחדל ולא במעשה אקטיבי. לעניין זה ניתן ללמוד גם מלשון סעיף 18(ב) לחוק העונשין הקובע, כי – "מעשה – לרבות מחדל אם לא נאמר אחרת". מאחר שבסעיף 54(א) לחוק ניירות ערך "לא נאמר אחרת", קרי, לא נאמר שחובה כי ייעשה מעשה אקטיבי, הרי שלפחות מן הפן התיאורטי אין מניעה לקבל אפשרות של הנעה במחדל.

הפרשה הבולטת, בה נדון לראשונה נושא ההנעה במחדל, היא פרשת טמפו, אשר נדונה בשלוש ערכאות שונות.¹⁵² בית משפט השלום לא הכריע בסוגיית ההנעה במחדל,

151 ראו ש"ז פלר, יסודות דיני עונשין (1984), כרך א', עמ' 4.

152 ראו פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, פרשת טמפו-מחזוי, לעיל הערה 147, ופרשת טמפו-עליון, לעיל הערה 6.

אך ערכאת הערעור, מפי השופט ע' מודריק, הכריעה באופן ברור כי אין מניעה לכך ש"הנעה" אכן תבצע במחדל.¹⁵³

בהקשר זה ראוי להפנות גם לפרשת אייל רותם, שהיא אחד המקרים הבודדים בהם הועמד אדם לדין בישראל בגין תרמית בניירות ערך מכח מחדל.¹⁵⁴ באותה פרשה מצא בית המשפט להרשיע את הנאשם, בין היתר, גם בעבירה על פי סעיף 54(א)(1) לחוק, בגין הנעה במחדל, לאור אי גילוי מידע "מהותי". המידע המהותי התייחס לכך שרותם, כבעל שליטה וכמנכ"ל של החברה הבורסאית רותם בע"מ, מכר לחברת "גמולות" כמות נכבדה של מניות החברה, בלי שגילה לרוכשת כי ידוע לו שכעבור ימים ספורים, לאחר השלמתה של עסקת המכר, יתפרסם דו"ח כספי גרוע של החברה ובו יתגלו הפסדים ברבעון האחרון וירידה ברווחים בהשוואה לשנה הקודמת.

הרשעה זו של בית משפט השלום סמכה, בין היתר, אכן, על הקביעה כי אין מניעה להרשיע בעבירת תרמית בניירות ערך, בחלופת ה"הנעה", מכח מחדל גרידא. קרי — די באי הגילוי מצידו של רותם, על מנת להקים הטעיה במחדל, הטעיה ומירמה המהווים "הנעה" אסורה.¹⁵⁵

3. חלופה שנייה — "השפעה בדרכי תרמית על שער נייר ערך" — סעיף 54(א)(2) לחוק

עבירת התרמית בניירות ערך, במובן של סעיף 54(א)(2) לחוק, קרי — "השפעה בדרכי תרמית על שער נייר ערך", היא עבירה שהיסוד העובדתי שלה מורכב משני רכיבים —

האחד — קיומה של "השפעה" על שער נייר הערך.

השני — קיומן של "דרכי תרמית" לשם יצירת אותה "השפעה".

3.1 מהי "השפעה"

הביטויים "השפעה" או "השפיע" מעורפלים למדי וגם המחוקק לא הצליח, או שמא — כלל לא ניסה, להגדירם בחוק ניירות ערך. ניתן לנסות להגדיר מונחים אלו, לעניין

153 ראו פרשת טמפור-מחוזי, לעיל הערה 147, בפסק דינו של השופט מודריק. המחדל באותו מקרה התבטא באי-גילוי פעולות ה"ייצוב" שביצעו הנאשמים במניות חברת טמפו, ובהסתרה המכוונת מהציבור של פעולות הייצוב הללו.

154 ראו ת"פ (ת"א) 7388/94 מדינת ישראל נ' רותם (להלן: "פרשת רותם-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 537. כן ראו ע"פ (ת"א) 70066/00 רותם נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת רותם-מחוזי") (לא פורסם), דינים-מחוזי, כרך לב (8), 59.

155 יש להעיר, כי אף שערכאת הערעור מצאה לנכון לזכות את רותם מעבירה זו, היא חזרה וקבעה (מפי השופטת ברלינר), כי אכן אין מניעה מלהרשיע על "הנעה" במחדל. אלא שערכאת הערעור, להבדיל מבית משפט השלום, לא מצאה כי אכן הוכחה הנעה כזו בנסיבות המקרה. ראו פרשת רותם-מחוזי, לעיל הערה 154, בעמ' 13.

עבירת התרמית בניירות ערך, כ"גרימה או מניעה של שינוי, לחיוב או לשלילה (עלייה או ירידה), על שער נייר ערך, על נפח המסחר, או אף על מגמת המסחר". למען הבהירות ייאמר, כי בלשון "מגמת מסחר" שנקטה לעיל, אין כוונה לקביעת מגמה חד-צדדית, כפי שהיה מקובל בשיטת המסחר הקודמת בכורסה לניירות ערך בתל אביב, שיטת הכר"מ (הכרוז הממוחשב). כיום, בשיטת הרצף, נקבעות עסקאות באותו נייר ערך ומבוצעות במחירים שונים. עם זאת, השפעה על נייר ערך יכולה להתבטא, גם בשיטת המסחר הנוכחית, ביצירת מגמה של עליית שער או ירידתו. הדבר יכול להיעשות באמצעות הזרמת מספר פעולות מכוונות, בעלות אותה מגמה (מכירה או קנייה).

על מנת להשלים את ההגדרה האמורה, מוצע להוסיף הבהרה, כי "השפעה" יכולה להתבטא גם במניעת שינוי שעלול היה להתרחש אילו לא אותה "השפעה", אותה התערבות מלאכותית. להמחשה, ניתן להעלות על הדעת שתי דוגמאות ל"שינוי" או "השפעה":

האחת, שער נייר ערך צפוי היה לרדת עקב הרעה במצבה הכספי של החברה. ירידת שער נייר הערך נמנעה בשל רכישות מאסיביות מצד בעלי העניין בחברה, שפעלו באורח מתואם לשם "ייצוב" שער נייר הערך.¹⁵⁶

השנייה, הזרמת ביקושים גדולים וחריגים לנייר ערך, יוצרת ביקוש מלאכותי בנייר הערך ומשדרת לציבור המשקיעים מסר מוטעה, כי המניה מבוקשת, בעלת ביקוש גבוה, והדבר עלול ליצור מגמה של עליית שער.¹⁵⁷

בשני המקרים מדובר על "השפעה", אם כי ברור שבמקרה השני קיים קושי ממשי להוכיח את המעשה האסור, שכן יש להוכיח כי הרכישה המאסיבית של נייר הערך לא נבעה מתוך רצון אמיתי לרכוש אותו, אלא מתוך יעד של "ייצוב" או "ויסות" נייר הערך. לא-אחת, מתברר, כי ההבחנה בין אסור למותר בנושא זה היא גבול דק ומתעתע עד מאוד, באופן שקריאת פסקי הדין, בהם מתיימר בית המשפט להסיק מה היו "כוונותיו האמיתיות" של ה"עושה" מתגלה כקריאת השערות, הבנויות זו על גבי זו, מעין מגדל קלפים מט-ליפול.

ראוי להעיר בעניין זה עוד, כי בפסיקת בתי המשפט בישראל נקבע כי השפעה אינה חייבת להיות חריגה, ובלבד שהיא אינה בבחינת "זוטות".¹⁵⁸ ואולם, חשוב לאבחן דברים אלו ולהבהיר, כי אין הכוונה לכך שרק יצירת שינוי ניכר בשער נייר ערך תיחשב ל"השפעה". מהות ההשפעה של פעולה בנייר ערך ומידתה אינן קשורות בהכרח במידת השינוי שנגרם בשער והדבר תלוי בנסיבות המקרה. כמה דברים אמורים: נניח,

156 ראו, למשל, פרשת טמפו-מחוזי, לעיל הערה 147, וכן פרשת טמפו-עליון, לעיל הערה 6.

157 כאמור, השפעה מסוג זה קשה יותר לביצוע בשיטת הרצף הנוכחית (ויש אומרים, כי כיום היא בלתי אפשרית ממש), בעוד שהיא היתה אפשרית בשיטת הכר"מ, בה היו נוצרים בדרך פעולה זו עודפי ביקוש או היצע, על פי העניין.

158 ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, בסעיף 35 לפסק הדין. ראו בעניין זה גם את תיקון מס' 39 לחוק העונשין, מכוחו נקבעה הוראת סעיף 34 לחוק העונשין, שעניינו "זוטי דברים".

כי חברה העוסקת בייבוא טרקטורים פרסמה דו"ח מייד, בו מסרה שהספק העיקרי שלה פשט את הרגל. בעקבות ידיעה זו החלו שערי המניות לצנוח בשיעורים חדים. בעלי השליטה בחברה מחליטים לרכוש באופן מאסיבי ומכוון את מרבית ההיצעים למניה. בעקבות פעילותם לא ירד שער המניה, או לחלופין – ירד ב-3% בלבד. עתה, אם נבקש להתחשב רק במידת השינוי בשער, נטעה לחשוב, כי לא נעשה דבר. ולא היא. ברור, כי במצב בו שער נייר ערך עלול וצפוי היה לקרוס בעשרות אחוזים, הרי שהותרתו, באורח מלאכותי ומכוון בשערו המקורי הינה בוודאי השפעה, ואף השפעה ניכרת.

בפרשת הדיסקונטאים הביע בית המשפט העליון את דעתו, כי השפעה על נייר ערך לא תימדד או תיבדק רק בתום יום המסחר, אלא גם במהלכו.¹⁵⁹ אין ספק, כי בשיטת המסחר הנוכחית, שיטת הרצף (בניגוד לשיטת המסחר הרב-צדדי, שהיתה נהוגה בעבר בבורסה לגבי מניות הכר"מ), שיטה, בה משתנים שערי העסקאות מדקה לדקה, ובמהלך יום מסחר יכולים להיקבע מספר שערים שונים לאותו נייר ערך, הרי שקביעה זו של בית המשפט העליון נכונה ומחויבת המציאות. ראוי להעיר בהקשר זה, כי בית המשפט העליון (מפי הנשיא ברק) סירב, בפרשת ואקנין, ליצוק תוכן פרשני ופרטני לתוך לשונו המרחיבה והעמומה של סעיף 54(א)(2). תחת זאת הוא ביכר, כדבריו –

”גישה אינדוקטיבית, הנעה ממקרה למקרה, ועל בסיס נסיון חיים המצטבר מרחיבה ומשכללת את תפיסותיה העקרוניות”.¹⁶⁰

בית המשפט העליון אימץ גישה זו גם בפרשת הדיסקונטאים, בנימוק, כי הדינמיות של המסחר בשוק ההון והשינויים מעת לעת בשיטות המסחר, אינם מאפשרים הגדרה מראש של מגוון ההתנהגויות הפסולות, עליהן חלה הנורמה האוסרת.¹⁶¹ ניתן לבקר גישה זו, אשר נועדה – למעשה – להותיר לבתי המשפט שיקול דעת רחב ביותר.

על מנת לקבוע מהי “השפעה” על שער נייר ערך, אימצו בתי המשפט בישראל את מה שמכונה – “מבחן הניטרול”, מבחן שהוצע על ידי הפרקליטות בשורה של תיקי תרמית בניירות ערך. מבחן זה הוצג במספר תיקים, כאמצעות חוות דעת של מומחה מטעם התביעה, רו"ח מוטרו. ניתן להגדיר את “מבחן הניטרול” כמבחן המנסה – כשמו – לנטרל את השפעת הפעולה שביצע הנאשם בנייר הערך, ולבדוק כיצד היה “מתנהג” נייר הערך אילולא אותה “השפעה” מטעם הנאשם. בדיקה זו היא למעשה סימולציה של “מה היה קורה אילו”. לאחר בדיקת סימולציה זו, מבוצעת השוואה

159 ראו פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 520–521.

160 פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 657.

161 פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 517.

לתוצאה שהתרחשה בפועל, קרי – לשער המניה שנקבע בעקבות פעולות הנאשם. ההפרש הוא מידת ההשפעה של פעולות הנאשם על נייר הערך הנבדק.

אף שמבחן זה זכה לקיתונות של ביקורת מצד נאשמים שונים, הוא אומץ באופן עקבי על ידי בתי המשפט השונים שדנו בו, לרבות על ידי בית המשפט העליון, שנוקק לו בפרשת הדיסקונטאים.¹⁶²

יודגש, כי "מבחן הניטרול" גויס על ידי התביעה בפרשות תרמית בניירות ערך לאחר שבתי המשפט קבעו לאחר שנים של מחלוקות, כי עבירת התרמית בניירות ערך, במובן של סעיף 54(א)(2) לחוק, קרי – "השפעה בדרכי תרמית", הינה עבירה תוצאתית. לאור הלכה זו חובה עתה על התביעה להוכיח התקיימותה של תוצאה, קרי, של שינוי ממשי בשער נייר הערך, וכך נוצר ואומץ "מבחן הניטרול". יודגש, עם זאת, כי ההלכה הפסוקה קובעת, כי התביעה אינה נדרשת להוכיח קיומה של השפעה חריגה או מהותית דווקא, ומשתמע מהפסיקה, כי ייתכן שדי בהשפעה קלה ובלבד שאין מדובר בהשפעה זניחה בלבד.¹⁶³ מובן, שהוכחת התקיימותה של "תוצאה", קרי, של "השפעה" בפועל על שער נייר ערך, עדיין אין בה לבדה כדי להרשיע נאשם ויש להוכיח כי ההשפעה בוצעה "בדרכי תרמית".¹⁶⁴

אחת הבעיות הנעוצות ב"מבחן הניטרול" היא העובדה שפעולתו "טכנית" במידה רבה, באופן שאין הוא בודק השפעות, המשתרעות או הנמשכות אל מעבר ליום מסחר אחד. למשל, ייתכן שהשפעת פעולותיו של נאשם יתמשכו או יורגשו לאחר יום המסחר המסוים בו הוא פעל. מנגד, ייתכן שדווקא בדיקה במהלך תקופה, תוכיח, כי לא היתה לפעולות הנאשם "השפעה" על שער נייר הערך. חולשה נוספת של "מבחן הניטרול" נעוצה בכך שהמבחן אינו יכול לבחון השפעות שאינן מתבטאות במחיר המידי של נייר הערך: למשל, ספק אם "מבחן הניטרול" יכול לבדוק השפעה על היקפי המסחר בנייר ערך, שגם הם (ולא רק המחיר) יכולים להוות מדד ל"השפעה".

162 שם, בעמ' 531. כן ראו ת"פ (ת"א) 1283/98 מדינת ישראל נ' שפיר ואח' (להלן: "פרשת שפיר-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך כ', 54. בפרשה זו הביא הנאשם הראשי, שפיר, את חוות דעתו של ד"ר ע' ידלין לתמיכה בטיעונו, לעניין העדר השפעה מצידו על שערי ניירות הערך, מושא כתב האישום. ידלין הציג בחוות דעתו מודל חלופי לזה של "מבחן הניטרול" האמור, ולפיו יש להשוות בין תשואת המניה הנבדקת לבין המדד הרלוונטי לה. למשל, אם המניה הנבדקת היא של חברת השקעות, יש לבדוק את מדד מניות ההשקעה בבורסה. ההפרש בין תשואת המניה לבין תשואת המדד הרלוונטי מכונה על ידי ידלין שם כ "התשואה העודפת היומית". לפי מסקנת ידלין, כלל לא היתה השפעה במניות שנבדקו על ידו, ואשר, לטענת התביעה, ביצע הנאשם בהן השפעה בדרכי תרמית. בית המשפט (השופט בנימיני, אז בבית משפט השלום) דחה את המודל של ידלין ואימץ את מבחן הניטרול, שהציג רו"ח מוטרט מטעם התביעה.

163 ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 525. כן ראו ת"פ (ת"א) 290/95 מדינת ישראל נ' אילון צברי (להלן: "פרשת אילון צברי-מחוזי") (לא פורסם), בעמ' 222. ראו באופן דומה פרשת שפיר-שלום, לעיל הערה 162, בסעיף 35 לפסק הדין.

164 שם, שם.

3.2 מהן "דרכי תרמית"

3.2.1 כללי

המונח "דרכי תרמית" לא הוגדר כלל בחוק ניירות הערך, ועובדה זו פותחת פתח בעייתי ליציקת תכנים שונים ומעורפלים למונח זה. מטבע הדברים, ניתן להיעזר בהגדרות ובפרשנויות שהעניקו בתי המשפט לעבירות התרמית האחרות – בין עבירת התרמית או המירמה על פי חוק העונשין, ובין עוולת התרמית בדין האזרחי. ברור, עם זאת, כי "דרכי תרמית" הינו מרכיב יסודי והכרחי בעבירת התרמית בניירות ערך, ובמקום בו לא הוכח קיומו של יסוד זה – "דרכי תרמית" – לא בוצעה כל עבירה. התרמית, כזיקית, מחליפה צבעים ופנים רבות לה. לעתים, היא לובשת מדי פעולה פיסית, לעתים – בגדי אמירה או הבטחה או אמירה בעל פה, ולא אחת היא ניתנת להסקה ולהבנה רק מנסיבות המקרה בלבד. ברור, עם זאת, כי היסוד המרכזי המאפיין את עבירת "התרמית", והעובר בה כחוט השני הינו יסוד הכזב, השקר. כמובן, יסוד מרכזי נוסף הוא היסוד הנפשי של "העושה", קרי – מודעותו לכך שהמצג שהוא מציג בפני זולתו הינו מצג שקרי וכזב.¹⁶⁵

בפרשת טמפו-לוינהר הגדיר בית המשפט המחוזי (מפי השופט ע' מודריק) את המונח "דרכי תרמית" כ"מונח שסתום", קרי – כזה שאין לו תוכן מפורש או חד-משמעי, אלא הוא מהווה, כשמו, "סתום", אשר פרשנותו תהא בהתאם לשיקול דעת הפרשן.¹⁶⁶ המונח "תרמית" או "דרכי תרמית", כאמור בסעיף 54(א)(2) לחוק, הינו קשה להגדרה, וזאת, בשל ניסוחו הכוללני והמעורפל בחוק, בלא כל פירוט באשר להיקפו ולמשמעויותיו.¹⁶⁷ לא אחת נקבע בפסיקה, כי יסוד התרמית הוא המבדיל בין פעולה מותרת לבין פעולה אסורה בשוק ההון. כך, פעולת רכישה או מכירה של נייר ערך לא תהא פסולה בשל כך בלבד שהיא גרמה לשינוי בשער נייר הערך. היא תהפוך לאסורה ולפלילית כאשר סדר הדברים מתחלף ומטרת ה"עושה" אינה רכישה או מכירה של נייר הערך, אלא השגת השפעה על שער, כאשר פקודות המכירה או הקנייה משמשות בידי אמצעי בלבד להגשמת מטרתו זו.¹⁶⁸

בפרשת לוינקופ נקבע, כי "דרכי תרמית" הן פעולות היוצרות מצג שווא, בדרך של הצגת עובדה או הסתרתה, תוך כוונה להטעות, כלומר, במטרה לגרום שהניצג

165 ראו פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13. ראו באופן דומה, פרשת טמפו-מחוזי, לעיל הערה 147, בסעיף ב' לפסק הדין.

166 שם, בסעיף א' לפסק הדין. ראו באופן דומה ע' מודריק, "הרצת ניירות ערך כעבירה – האזכה... ובכיסוי אבני מרמה" מגמות בפלילים (המכון למשפט פלילי, תשס"א-2001) 509, בעמ' 518. ראו בעניין זה גם מאמרו של Poser, בו מתייחס המחבר לסעיף 9(a)(2) לחוק ניירות הערך האמריקאי, העוסק בעבירת התרמית בניירות ערך וקובע כי הסעיף דורש הוכחת "מירמה" או הטעיה – deception, כרכיב הכרחי להוכחת מניפולציה או תרמית בניירות ערך. ראו Poser, "Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions", 40 *Miami L. Rev.* 671 (1986) 704.

167 פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף ח' לפסק הדין.

168 פרשת הרוכי ודהן-מחוזי, לעיל הערה 31, בעמ' 227.

יסתמך על מצג השווא ויפעל על פיו.¹⁶⁹ בהמשך קבע השופט קדמי (אז בבית המשפט המחוזי), כי השאלה אם מצג הינו "כוזב" תיבחן באמת מידה של אמת ושקר, קרי — אם הפעולה נושא המצג אכן התרחשה במציאות. בהקשר זה אין חשיבות לתכלית הפעולה ולכוונת ה"עושה", אלא אך ורק למבחן האמת והשקר האמור. באותו מקרה סבר בית המשפט המחוזי, כי יסוד התרמית והביטוי "דרכי תרמית" יפורשו באופן מצמצם, וזאת, בשל מגוון נימוקים, לרבות שיקולי מדיניות משפטית והצורך שלא לפרוש הגנה מוגזמת על ציבור המשקיעים.¹⁷⁰

בפרשה אחרת, פסק בית המשפט המחוזי, כי "תרמית" לעניין סעיף 54 לחוק ניירות ערך זה למשמעות מונח זה בסעיף 414 לחוק העונשין (עבירת "מירמה"), וכן למשמעותו בסעיף 56 לפקודת הנזיקין (עוולת התרמית).¹⁷¹

יוזכר, בהקשר זה, כי סעיף 414 לחוק העונשין מגדיר "מירמה" כך:

"טענת עובדה בענין שבעבר, הווה או עתיד, הנטענת בכתב, בעל פה, או בהתנהגות, ושהטוען אותה יודע שאינה אמת".

ברוח זו הוגדר המונח "דרכי תרמית" בפסיקה —

"פעולות שיוצרות מצג שווא, בדרך של הצגת עובדה או הסתרתה, תוך כוונה להטעות, לאמור — שהניצג יסתמך של מצג השווא ויפעל על פיו".¹⁷²

יודגש, כי המירמה אינה חייבת להתייחס, בהכרח, לעובדה קונקרטית ודי לה שתהיה "רעיונית".¹⁷³ זאת ועוד: מירמה יכולה להתבטא גם בהעלמת עובדה ובלכוד שהסתרתה או העלמתה של עובדה זו גורמת למצג מעוות ושקרי של מציאות הדברים.¹⁷⁴

שאלה שטרם ניתנה עליה תשובה סדורה וברורה היא, אם — לשם קיומו של מעשה תרמית נדרש כי פעולת ה"עושה" עצמה תהיה נגועה בתרמית, או שמא ייתכן שהמעשה כשלעצמו יהיה מעשה אמת, ואילו יסוד המירמה יתקיים רק כיסוד נפשי, ככוונת העושה. להמחשת הקושיה: האם ייתכן שפעולת אמת בניירות ערך, להבדיל מ"עסקה מלאכותית" או מ"עסקה מתואמת", תיחשב כמעשה תרמית?

169 פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 251 וכן בעמ' 237. ראו גם פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף י' לפסק הדין. כן ראו פרשת אילון צברי-מחוזי, לעיל הערה 163, בעמ' 224. ראו גם פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף י' לפסק הדין.
170 ראו דברי השופט טלגם בפרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 246.
171 פרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 314. באופן דומה ראו פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף י' לפסק הדין.
172 פרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 314. כן ראו פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 237.
173 ראו ע"פ 593/81 מנדלבאום נ' מדינת ישראל, פ"ד לו(2) 505, בעמ' 509. וראו גם פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף י' לפסק הדין.
174 שם, שם. וכן ראו ע"פ 174/75, 173 מדינת ישראל נ' בן ציון, פ"ד ל(1) 119, בעמ' 137. כן ראו פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 237. כן ראו פרשת ואקנין-מחוזי, לעיל הערה 10.

לכאורה, התשובה על כך צריכה להיות שלילית, ואולם, בתי המשפט בישראל כבר הכירו באפשרות כי גם פעולה שהיא פעולה אמיתית ולגיטימית לחלוטין, כגון הזרמת ביקוש לנייר ערך פלוני, עלולה להיחשב כמעשה "תרמית". זאת, אם מאחורי פעולה לגיטימית זו עומדת כוונת מירמה, כגון רצון ליצור רושם מוטעה בעיני ציבור המשקיעים או רצון להעלות את שער נייר הערך, לשם עידוד הציבור למכור לבעלי השליטה את יתרת מניותיו. לחלופין – הרצון להעלות את שערי ניירות הערך, על מנת לאפשר למזרמי הביקושים למכור מניותיהם כנגד מגמה ותוך עליית שער.¹⁷⁵ ראוי להעיר בנושא זה, כי בעבר התגלעה מחלוקת בבית המשפט המחוזי בערעור בפרשת לוינקופ, כאשר השופט קדמי (אז בבית המשפט המחוזי) סבר, כי לא ניתן לדבר על מעשה מירמה כאשר מדובר בפעולה לגיטימית בשוק ההון, ואילו השופטת בן-ענתו סברה, כי בהחלט ייתכן שגם פעולה לגיטימית, לכאורה, תיחשב כמעשה מירמה, אם זו מלווה ביסוד הנפשי הנדרש.¹⁷⁶ השופט קדמי ביטא את עמדתו בפרשת לוינקופ כדלקמן:

"דרכי תרמית יהיו, איפוא, דרכים של 'כזב' המביאות לכלל הצגת 'מצג כוזב', כאשר המבחן על פיו נקבע אם דרך כלשהי היא דרך של תרמית יהיה מבחן של שקר או אמת. היתה הדרך 'אמיתית' – במונח זה שהפעולה התרחשה באמת במציאות והתמונה שיצרה אותה פעולה היתה אף היא תמונה אמיתית של מה שהתרחש במציאות – אין לומר שאותה דרך תבוא בגדר 'תרמית' אך ורק משום שהתכלית אשר אותה מבקשים להשיג באמצעותה הינה תכלית פסולה".¹⁷⁷

בפרשת טמפו הצטרפה גם השופטת אופיר-תום לעמדת השופטת בן-ענתו, כפי שזו הוצגה בפרשות לוינקופ ורוזנבוך, כאמור לעיל. הנמקת בית המשפט בפרשת טמפו התבססה על כך שפרשנות מרחיבה זו של המונח "תרמית", באופן הכולל גם מעשים לגיטימיים, שמאחוריהם מסתתרת כוונה פסולה, מתיישבת עם תכלית החקיקה שנועדה להבטיח מסחר תקין והוגן בשוק ההון.¹⁷⁸

הנמקה אפשרית לגישה זו היא, כי, להבדיל משווקים אחרים, כגון שוקי סחורות, מתאפיין שוק ההון בכך שאין סוחרים בו במוצרים מוחשיים. משום כך מבוסס הוא, במידה ניכרת, על בסיס הערכות בלבד. על כן שמורה חשיבות עילאית בשוק זה

175 ראו פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6. ראו מסקנה דומה של השופט מודריק, במאמרו, לעיל הערה 166, בעמ' 526 ובעמ' 530, שם מסיק השופט מודריק, כי מדברי הנשיא ברק בפרשת חרובי ודהן ניתן להסיק, כי גם פעולה "אמיתית" יכולה לבסס עבירת תרמית בניירות ערך. ראו גם דברי השופט גולדברג בפרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 519–520.

176 ראו פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13: ראו שם את עמדת השופט קדמי בעמ' 252–253, והשוו עם עמדת השופטת בן-ענתו שם, בעמ' 237. ראו עמדה זה של השופטת בן-ענתו בפרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 318.

177 ראו פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 251.

178 פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28.

דיני ניירות ערך

למצגים ולמידע הנמסר על ידי בעלי המידע, כגון המנפיקים, בעלי השליטה והעניין בחברות השונות. בשוק זה, כך הנמקת גישה זו, המסחר אינו מתנהל על סמך המציאות כהוויתה, אלא על סמך דימויה של המציאות על ידי השחקנים. בשל כך התכוון המחוקק לאסור כל פעולה שמאחוריה נסתרת כוונת תרמית, כגון רצון להטעות את הזולת, אף אם הפעולה עצמה הינה לגיטימית וחוקית.

אכן, השופט מודריק מתייחס במאמרו בנושא זה, הנזכר לעיל, לכך שקיימת מעין דרך ביניים בין תרמית לבין פעולה אמיתית, והוא מכנה זאת "מהלכים מאחזי עיניים". הכוונה לאותן פעולות הנחזות להיות תמימות ואמיתיות, בעוד שאין הן כאלה.¹⁷⁹ נראה, עם זאת, כי בסיכומו של דבר גם אותם "מהלכים מאחזי עיניים", כהגדרת השופט מודריק, אינם אלא מעשי מירמה מתוחכמים. בכל מקרה, נדמה שאין מדובר בסוג שלישי של מעשים שחלקם מירמה וחלקם אמת.

בעוד שבעבר הובעו, כאמור, דעות שונות בסוגיית דרכי התרמית, הרי שכיום נשמע מצד בית המשפט העליון קול ברור בסוגיה זו. בפרשת הדיסקונטאים שהינה, ללא ספק, פרשת מפתח בשנים האחרונות בסוגיית התרמית בניירות ערך, ביטא השופט גולדברג בבהירות את העמדה ולפיה, גם פעולות תמימות לכאורה וגם פעולות "אמיתיות" במהלך המסחר בניירות ערך, עשויות להיחשב כתרמית בניירות ערך:

"...האם עסקאות אמיתיות יכולות אף הן להיחשב כיוצרות מצג שווא, שהוא מיסודותיה של התרמית? המניפולציה מבוססת על יצירת מצג שווא. מצג השווא יכול, כמובן, ללבוש צורה של מידע כוזב אשר מופץ בקרב המשקיעים. אך גם כאשר המניפולציה נעשית באמצעות השתתפות במסחר ('עסקאות אמיתיות' כביכול) נוצר מצג שווא. שכן, בעוד שכלפי חוץ נחזות העסקאות כתמימות, וכבאות רק לשם קניה או מכירה של נייר הערך, הרי שלמעשה מטרתן האמיתית היא לגרום לשינוי בשערו של נייר הערך".¹⁸⁰

קיים קושי בדברים שקבע השופט גולדברג באותה פרשה, בהמשך הדברים:

"סיכומם של דברים, כאשר פעולה במסחר נחזית על פניה להיות כשרה, דברים שבלבו של העושה הם שהופכים אותה לאסורה. השתתפות במסחר שנעשית במטרה להשפיע על שער נייר ערך כתכלית העומדת בפני עצמה, ובלי שתשקף ביקוש או היצע כנים, היא פסולה, בעוד שאותה פעולה ממש, אילו נעשתה שלא מתוך אותה מטרה, לא היתה נחשבת לפסולה".¹⁸¹ (ההדגשה אינה במקור).

הקושי בקביעה האמורה מצוי בנסיון בית המשפט להסיק מסקנה בדבר פעילות עבריינית מכוונת של ה"עושה", גם כאשר קיים ספק האם ניתן להגיע למסקנה ברורה

179 ראו מודריק, לעיל הערה 166, בעמ' 535–536. ראו באופן דומה דברי השופט מודריק בפרשת טמפור-מחוזי, לעיל הערה 147, בסעיף ב' 1 (ד') לפסק הדין.

180 ראו פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 519–520.

181 שם, שם.

באשר לאותה כוונה. אמנם נכון, כי הסקת מסקנות ביחס לכוונת הנאשם, כפי שזו עולה ממעשיו, אכן נעשית על ידי בתי המשפט בתחום הפלילי פעמים רבות. ואולם, כאשר מדובר בפעולות בבורסה, שהינן פעולות לכאורה-חוקיות, לכאורה לגיטימיות ולכאורה כשרות, קיים קושי מכופל בגישת בתי המשפט. במובן זה, אין דין הסקת מסקנות מהתנהגותו של אדם הפורץ לבית ונוטל משם חפץ, ובית המשפט מסיק כי היתה לו כוונה לשלול שלילת קבע אותו חפץ מבעליו, כדין הסקת מסקנות מפעולות שבוצעו בניירות ערך בבורסה.

יש קושי בהסקת מסקנות אך על סמך "דברים בליבו של העושה", בהעדר הודאה ובהעדר ראיה נסיבתית בעלת משמעות ברורה לעניין אותה כוונה, שאמורה להעביר אל כתף הנאשם את נטל השכנוע. כל זאת, כאשר הפעולות עצמן שבוצעו (הוראות בבורסה) הינן חוקיות לחלוטין.

ויובהר, אין ספק, שעמדת בית המשפט העליון נכונה במקרה בו בוצעו "פעולות מתואמות" או "עסקאות מתואמות" (ראו דיון מקיף בעניין זה בסעיף 3.2.3.1 להלן). כלומר — כאשר בוצעו פעולות שעל פניהן מעוררות ספק וחשד באשר לכשרותן, אכן ברור, כי יש לדרוש מהנאשם להפריך ספק זה ולספק הסבר מניח את הדעת לפעולות האמורות. ואולם, הקושי מתעורר כאשר מבקש בית המשפט לקבוע אותה "כוונה שבלב", ומתיימר לדעת אם היתה "כוונת אמת" מאחורי רכישת מניה כזו או אחרת. במקרה אשר כזה, מתחדד שבעתיים הקושי האמור, ובלית ברירה נאלץ בית המשפט, לא-אחת, לתור אחר קונסטרוקציות משפטיות מאולצות, תחת שיזכה מחמת ספק.

נמחיש את הדברים בדוגמא:

אדם המאמין במניה מסוימת אמונה כנה ואוחז בכמות נכבדה של אותה מניה. הוא מחליט, כמדיניות, כי הוא ימנע ירידת שערים בה, גם כדי למנוע מעצמו הפסד, אך גם משום שהוא מאמין בלב שלם שהמחיר ה"ראוי" למניה גבוה יותר ממחירה הנוכחי. מאחר שמדובר באיש עסקים מבוסס, יש בידיו האמצעים הפיננסיים הנדרשים לשם קליטת ההיצעים המוזרמים למניה האמורה במהלך המסחר בבורסה. לפי גישת בית המשפט שצוטטה לעיל, גם איש עסקים כזה עלול להיחשב עברייני, שכן כביכול אין לו כוונה "אמיתית" לרכוש את המניות, והוא רק מבקש למנוע את ירידת השער.

אנו סבורים, כי בהנחה שאיש העסקים יימנע מלבצע "פעולות מתואמות" או "עסקאות מלאכותיות" (שרבב של מירמה דבק בהן, על-פניהן), אזי גם אם יקלוט בפועל את כל, או את מרבית, ההיצעים לאותה מניה, לא יעבור כל עבירה. גם אם באופן שיטתי ירכוש איש העסקים את המניה, וימנע בכך את ירידת שעה, לא עבר האדם כל עבירה, שכן, אם הוא מוכן לסכן את מיטב כספו ולרכוש מניה זו, מה חשיבות יש למניעיו?

האמנם מבקשים אנו לדרוש מכל משקיע בניירות ערך להצהיר הצהרת כוונות ולחתום על טופס בדבר רכישה "אמיתית"? והרי ברור, כי מדובר בדרישה מופרכת

מיסודה. אם כך, אין יסוד לגישה האוסרת על רכישת ניירות ערך בלא שניצבת מאחוריה "כוונה אמיתית".

קיים קושי ביומרה לקבוע מהי כוונה "אמיתית", מקום בו מבקש אדם לרכוש מניה (ומניעיו אינם חשובים לעניין זה), כאשר הוא מוכן גם להסתכן ברכישתה של אותה מניה. בדוגמא לעיל – אם איש העסקים מוכן לרכוש כל כמות של מניות, על מנת למנוע את ירידת השער, לא ברור היכן המירמה. ממילא לא ברור כיצד ניתן יהיה (כמשתמע מגישת בית המשפט העליון בפרשת הדיסקונטאים) להכתיר את כוונתו לרכוש את המניות, ככוונה "לא אמיתית". ככלות הכול, איש העסקים בדוגמא לעיל אינו פועל מכוונת מירמה, וזאת, גם אם אין הוא מעוניין "באמת" ברכישת המניות של אותה חברה, כשלעצמן.

ספק אם גישה מרחיבה זו, כעולה מפרשת הדיסקונטאים, ראויה מבחינת שיקולי מדיניות. נדמה, כי סופה של גישה זו להביא לענישת יתר ולהרתעת יתר בשוק ההון.¹⁸²

3.2.2 השפעה אסורה

השפעה אסורה על שערי ניירות הערך באמצעות ייעוץ כוזב או באמצעות מסירה או פרסום של מידע כוזב, הוסדרה בסעיף 54(א)(1) לחוק ועניינה פעולה או מעשה שנועדו להניע אדם אחר לבצע פעולה מסוימת בנייר ערך.¹⁸³ באופן כללי ניתן לאפיין שני סוגים טיפוסיים של "השפעה אסורה" בניירות ערך:

האחד – השפעה אסורה על שערי ניירות ערך באמצעות ייעוץ כוזב או מידע כוזב. השני – השפעה אסורה על שערי ניירות ערך באמצעות ביצוע פעולות בשוק ההון.

הסוג הראשון נדון בהרחבה בסעיף 2 לפרק זה בהקשר של "הנעה". הסוג השני של השפעה אסורה יידון להלן.

3.2.3 השפעה אסורה על שערי ניירות ערך באמצעות ביצוע פעולות בשוק ההון ניתן להצביע על שני סוגי משנה של פעולות במסגרת המסחר בניירות ערך, הנחשבות להשפעה אסורה:

הסוג האחד, הינו מה שמכונה – "עסקאות מלאכותיות" (Wash Sales) וכן "עסקאות מתואמות" (Matched Orders). הסוג השני, הינו עסקאות אמיתיות שנועדו להשפיע על שערי ניירות ערך.

¹⁸² יובהר, כי כל האמור לעיל נאמר בהתעלם מנסיבותיה הספציפיות של פרשת הדיסקונטאים עצמה. אין לראות בדברים ביקורת על עצם הרשעת הנאשמים באותה פרשה, אלא על ההלכה המשפטית הנובעת ממנה.

¹⁸³ ראו בעניין זה סעיף 2 לפרק זה.

3.2.3.1 "עסקאות מלאכותיות" (WASH SALES) ו"עסקאות מתואמות" (MATCHED ORDERS)

קטיגוריה זו של מעשים אסורים עניינה בעיסקאות המבוצעות במהלך המסחר בבורסה. אלא, שמטרתן אינה לרכוש או למכור ניירות ערך, אלא אך ורק להניב שינוי בשעריהם, או לחלופין – להשפיע על היקף המסחר בהם.

"עסקה מלאכותית" (Wash Sales) הינה עסקה שבמסגרתה מוזרמות על ידי אדם אחד פקודות קנייה ומכירה של אותו נייר ערך, באופן שהן מבטלות האחת את רעותה.¹⁸⁴ פעולה זו אינה מצריכה השקעה כספית כלשהי מצד המניפולטור, שכן הבעלות בניירות הערך נשארת ממילא בידיו כל העת, שכן אדם זה סוחר למעשה רק עם עצמו.

האמנם לא נעשה דבר? לא ולא. התוצאה היא יצירת "נפח מסחר" מלאכותי לחלוטין, שאינו מתבטא בהכרח בשינוי שער. ובכן, היכן התרמית, ישאל השואל. התרמית מצויה במצג השווא בדבר פעילות, כביכול, באותו נייר ערך או "התעניינות", כביכול, של משקיעים באותו נייר ערך, מצג שווא שה"עושה" מבקש ליצור בעיני ציבור המשקיעים. עוד יצוין, כי פקודות הקנייה והמכירה הסותרות, לכאורה, זו את זו, עלולות להניב בכל זאת שינוי בשער נייר הערך, אם יתבצעו אחת כנגד רעותה (למשל, אם הן יהיו בשער הגבוה מהשער של נייר הערך באותה עת בבורסה).

הסוג השני של עסקאות מלאכותיות הוא מה שמכונה "עסקאות מתואמות" (Matched Orders). מדובר בפקודות המוזרמות על ידי מספר שחקנים, חלקן למכירה וחלקן לקנייה, אך שתוצאתן המצטברת אחת ויחידה: לא נעשה דבר, שכן פקודות המכירה מבוצעות כנגד פקודות הקנייה לאותם ניירות ערך, באופן דומה ל"עסקה המלאכותית". עם זאת, נפח המסחר באותו נייר ערך גדל.¹⁸⁵

ההבדל בין שני תת הסוגים האמורים נעוץ בכך שבמקרה השני אכן בוצעה עסקה בפועל, שכן את הפקודות הזרימו אנשים שונים ועל כן ניירות ערך אכן עברו מאדם אחד למשנהו. ואולם, שניים אלו כמוהם כאדם אחד, מאחר שמעשיהם מתואמים ונועדו רק ליצור מצג שווא של עסקה אמיתית. להבדיל, בעסקה מלאכותית (הסוג

184 ראו בעניין זה דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 18–19 וכן בעמ' 58. ראו גם פרשת מועלם ומלחי-שלום, לעיל הערה 9, בסעיף 81 לפסק הדין. כן ראו ניצני וקרת, לעיל הערה 1, בעמ' 611. ראו גם פרשת עיני-מחוזי, לעיל הערה 38, בסעיף 113 לגזר הדין.

185 ראה לדוגמא: ת"פ (ת"א) 406/86 מדינת ישראל נ' רוזנבוך (להלן: "פרשת רוזנבוך-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 299. כן ראו פרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25. כן ראו פרשת חרובי ודהן-שלום, לעיל הערה 79, בעמ' 16. כן ראו ע"פ (ת"א) 70749/01 שיבי נ' מדינת ישראל, דינים-מחוזי, כרך לג(2), 38. כן ראו ת"פ (ת"א) 6562/99 מדינת ישראל נ' רומנו (להלן: "פרשת רומנו-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יח, 240. וכן ת"פ (ת"א) 7447/00 מדינת ישראל נ' לופו (להלן: "פרשת לופו-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יח, 251. כן ראו ניצני וקרת, לעיל הערה 1, בעמ' 611.

הראשון לעיל) סוחר אדם עם עצמו, קרי, הוא זה אשר מזרים הן את פקודות הרכישה והן את פקודות המכירה.¹⁸⁶

למעשה, בשני המקרים אין מדובר בעסקה אמיתית, וברור, כי גם הזן השני של העסקה המלאכותית, קרי, העסקה המתואמת, אינו מביא למכירה אמיתית, שכן הקונה רוכש מהמוכר, בתיאום מלא עימו. בעליו החדשים של נייר הערך הינו, פורמלית, אדם אחר, אך זאת רק לכאורה, שכן המוכר והקונה פועלים בצוותא-חדא. העסקה המתואמת הינה, על פניה, תרמית מתוחכמת יותר מהעסקה המלאכותית הרגילה, שכן הזרמת הפקודות המנוגדות צריכה להיעשות על ידי מספר שחקנים, החייבים לפעול בתיזמן נכון ומדויק, תוך תיאום מראש של כל מהלכיהם.

בשני המקרים כאחד, לא יבוצעו עסקאות אמיתיות, ולעתים אף לא יחול שינוי בשער נייר הערך, אך נפח המסחר גדל בהחלט. בעובדה זו, כשלעצמה, יש כדי ליצור מצג שווא בעל חשיבות רבה.¹⁸⁷ כידוע, מחזור הפעילות בנייר ערך הינו אחד הסממנים החשובים לכך שנייר הערך מבוקש. יתרה מזאת, פעילות ערה בנייר הערך מעידה כי מדובר לא רק בנייר ערך בעל ביקוש ער מצד ציבור המשקיעים, וככזה – מגביר את העניין של יתר המשקיעים. יתרה מכך, הדבר אף משדר מסר חיובי ביחס לחברה אשר הנפיקה את נייר הערך. ההטעיה, אם כך, רחבה מהנגלה לעין.¹⁸⁸

כבר באחת הפרשות הראשונות שנדונו בישראל בנושא תרמית בניירות ערך בכלל, ובנושא פעולות מתואמות בפרט, קבע בית המשפט המחוזי (מפי השופטת בן-עתו) כי:

“פעולה מתואמת של מכירה וקניה בבורסה – Matched Order היא אחת הדרכים הקלאסיות המובאות בדרך כלל כדוגמא למניפולציה בלתי חוקית בניירות-ערך...”¹⁸⁹

באופן דומה קבע השופט בנימיני בפרשת מועלם ומלחי:

“...פעילות זו נעשית במקרים רבים במטרה לעורר רושם מטעה של מסחר ער בנייר ערך שהוא דל-סחירות.”¹⁹⁰

186 כך, למשל, בפרשת חיים שיבי, הורשע הנאשם על פי הודאתו בתרמית בניירות ערך, לאחר שביצע עסקאות מתואמות משלושה חשבונות ניירות ערך שהיו בשליטתו ובניהולו הבלעדיים. בדרך זו יצר הנאשם מחזור מלאכותי במניה בה פעל (מניית חברת לומיר) והשפיע על שעריה. הנאשם הזרים ביקוש שהיה הגבוה ביותר האפשרי מבחינת סחירותה של אותה מניה, ומנגד, נתן הוראת מכירה לאותה כמות. באופן זה הוא מנע משחקנים אחרים בשוק ליטול חלק במסחר ועלה בידיו לבצע עסקאות מתואמות בינו לבין עצמו.

187 ראו, למשל, פרשת מועלם ומלחי-שלום, לעיל הערה 9, בפסקה 80–81 לפסק הדין.

188 ראו, למשל, בפרשת חרובי ודהן, בה גרמה פעילות הנאשמים, להגדלת הביקוש למניית “אנדין 1” בכ-50%, ומנגד – להכפלת ההיצע לאותו נייר ערך בכפי – 10. יתרה מזאת, נטען שם, כי נפח המסחר הגדול שיצרו הנאשמים באותו נייר ערך, היווה שיקול בעצם קיומו של המסחר בנייר הערך האמור. ראו פרשת חרובי ודהן-שלום, לעיל הערה 79, בעמ’ 16.

189 ראו פרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ’ 319.

190 ראו פרשת מועלם ומלחי, לעיל הערה 9, בסעיף 95 לפסק הדין.

ראוי להדגיש, כי עסקאות מתואמות אינן אסורות, כשלעצמן, על פי חוק ניירות ערך או על פי כללי הבורסה. מה שהופך אותן לפעולות בעלות גוון פלילי, הוא כוונת ה"עושה". אם כוונתו אינה אלא לזכות ברווח, אין בכך כל פסול. ואולם, אם מטרתו ליצור מצג שווה בפני ציבור המשקיעים, כגון — מצג שקיים מחזור מסחר משמעותי באותו נייר ערך, או כי קיימת התעניינות מצד משקיעים רבים בו, ואין הדבר כך, אזי כוונתו הינה כוונת מירמה.¹⁹¹ הוא הדין כאשר מטרת העושה להעלות את שער נייר הערך באופן מלאכותי, באמצעות העסקאות המתואמות.¹⁹²

כך, למשל, אירע בפרשת יצחק רומנו, אשר בהיותו מנהל תיקי ניירות ערך, פעל באמצעות חשבונות של מקורביו במניות חברת סינופסיס, שנסחרה באותה עת בבורסה לניירות ערך בתל אביב. רומנו ביצע עסקאות מתואמות ממספר חשבונות, באמצעותן העלה באופן מלאכותי את שער מניית סינופסיס ב-21% וב-29% בשני מועדים, וכל זאת, בלא שבוצעו עסקאות אמיתיות במניה זו.¹⁹³

בפרשה אחרת, פרשת רוזנבוך, הזרים הנאשם פקודות מתואמות, אשר נועדו, לטענת התביעה, ליצור מצג שווה בעיני ציבור המשקיעים כאילו יש משקיעים המתעניינים באותו נייר ערך. רוזנבוך כיהן כמנהל כספים של חברה פרטית, אשר ביקשה להשיג שליטה בחברה בורסאית (חברת מיפ גליקו), באמצעות רכישת המניות מהציבור הרחב. הוא הזרים פקודות ביקוש מחשבון החברה הפרטית, ובמקביל הזרים פקודות מכירה מחשבוננו האישי. באמצעות הפקודות המתואמות, שיצרו נפח מסחר מלאכותי בנייר הערך, ביקש הנאשם ליצור קרקע נוחה עבור החברה הפרטית לרכוש מהציבור הרחב אותו נייר ערך.¹⁹⁴ פעולותיו אכן הניבו עלייה דרמטית של כ-60% בשער מניות מיפ-גליקו.¹⁹⁵

בית משפט השלום מצא לנכון לזכותו מכל אשמה. מנגד, החליט בית המשפט

191 פרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 314–315. כן ראו פרשת חרובי ודהן-מחוזי, לעיל הערה 31, בעמ' 227. כפי שאכן נקבע על ידי ועדת גבאי לבחינת שוק ההון, המבדיל הינו המניע הפסול של ה"עושה".

192 בעניין זה ראו גם דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, עמ' 20. כן ראו ניצני וקרת, לעיל הערה 1, בעמ' 612.

193 ראו פרשת רומנו-שלום, לעיל הערה 185. פעילות דומה של עסקאות מתואמות בוצעה בפרשה אחרת על ידי יעקב רוזנבוך, שהורשע אף הוא בתרמית בניירות ערך. ראו פרשת רוזנבוך-שלום, לעיל הערה 185.

194 ראו פרשת רוזנבוך-שלום, לעיל הערה 185, וכן-פרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 312. ראו והשוו פעולת הנאשמים בפרשת חרובי ודהן-מחוזי, לעיל הערה 31, בעמ' 227.

195 פרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 318. יצוין, כי הפקודות שהזרים רוזנבוך אכן בוצעו, באופן שהוא עצמו מכר את ניירות הערך של החברה הבורסאית, מיפ גליקו, ואילו החברה הפרטית רכשה ממנו אותם ניירות ערך. כך אכן הגדילה החברה הפרטית את אחזקותיה בניירות ערך של החברה הציבורית, עובדה, אשר התיישבה עם הסבריו של הנאשם, כי כל מטרתו בהזרמת הפקודות המתואמות היתה רק לאפשר לחברה הפרטית להגדיל אחזקותיה בחברה הציבורית.

ראו שם, בעמ' 312. זו אכן היתה הנמקת בית משפט השלום, כאשר זיכה את רוזנבוך. הנמקה זו נדחתה על ידי בית משפט המחוזי אשר הרשיע את הנאשם.

המחוזי לקבל את ערעור המדינה והרשיע את הנאשם, בדעת רוב, בעבירת התרמית בניירות ערך, בעוד שדעת המיעוט (השופט בן-יאיר) סברה, כי לא נפל פגם פלילי במעשי רוזנבוך.¹⁹⁶

שופט המיעוט נימק עמדתו בכך, שאם היתה לנאשם דרך פעולה חלופית להגדלת אחזקות החברה הפרטית במניות החברה הבורסאית מיפ-גליקו, אך הוא בחר לפעול בדרך שתוצאתה שינוי שער נייר הערך, מעיד הדבר על כוונת התרמית. ואולם, אם לא היתה לנאשם בחירה כלשהי לחלופה אחרת לפעולתו, מעיד הדבר שלא פעל בדרכי תרמית.¹⁹⁷

ניתן לבקר נימוק זה של שופט המיעוט: האמנם בחירתו של אדם לבצע מהלך כלשהו בשוק ההון, שסופה להניב שינוי משמעותי בשער נייר ערך, הינה — על פניה — בעלת גוון פלילי, רק מעצם העובדה כי היתה בפני אותו אדם חלופה אחרת? לחלופין, האם נכון לומר כי תמיד, בכל מקרה בו לא היתה לנאשם דרך פעולה חלופית, מעשיו בהכרח כשרים?

בנסיבות מסוימות ייתכן, כי קיומה של דרך חלופית, בה נמנע הנאשם מלבחור, תעיד על מניע נסתר מצידו, ומנגד — העדר כל חלופה עשוי להעיד על כורח ואילוץ ולא על מירמה. ואולם קשה לקבל קביעות עקרוניות וחד-משמעיות בעניין זה, אשר יחולו בהתעלם מנסיבות כל מקרה ומקרה. החשוב לעניין זה, וענתה על כך השופטת בן-עתו, הוא העובדה שהנאשם פעל במכוון להעלאת שערי המניה וכי העלאת שער זו היתה חלק מתוכניתו ושלב הכרחי בה. אכן, נדמה, כי בנסיבות אותה פרשה, העובדה, שהעלאת השער, כשלעצמה, לא היתה המטרה אלא רק האמצעי, אינה שוללת את יסוד התרמית שדבק בפעולות הנאשם. בה במידה אין כל משמעות לעובדה אם היו לנאשם דרכי פעולה חלופיות, אם לאו.¹⁹⁸

פרשה הדומה במידה מסוימת לפרשת רוזנבוך היתה פרשת חרובי ודהן, בה ביקשו הנאשמים להשפיע על שער מניית "אנדין 1". חרובי ודהן, אשר פעלו באמצעות חברת ניהול התיקים "אקוויטי" שבשליטת חרובי, הזרימו פקודות ביקוש גדולות למניה האמורה. זאת, הן באמצעות חשבונות של לקוחותיהם והן באמצעות חשבונותיהם של אנשים נוספים, שהנאשמים שכנעו אותם לרכוש את המניה. בצוותא הוזרמו, באופן

196 ראו פרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25. יצוין, כי לדעתו של השופט בן-יאיר, לא היו שותפים יתר השופטים בפרשת רוזנבוך אשר סברו, כי אין לחייב את התביעה להוכיח דרך פעולה חלופית מצידו של הנאשם כדי להוכיח את אשמתו. ראו דברי השופטת בן-עתו בפרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 317-318. אף שגם בן-עתו סברה שיש לקבל את ערעור המדינה, היא לא הצטרפה לדעת השופט בן-יאיר האמורה לעיל, שכן לדעתה אין על בית המשפט להורות לנאשם כיצד היה עליו לכלכל מעשיו. כן ראו פרשת רוזנבוך-שלום, לעיל הערה 185. ראו גם דברי השופט בן ארי, שם בעמ' 324.

197 פרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 315.

198 ראו באופן דומה את עמדת השופטת בן-עתו בפרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 318-319.

מתואם ומכוון זה, עודפי ביקוש גדולים למניית אנדין, באמצעות פקודות רכישה ללא הגבלת שער ("בסט").¹⁹⁹

בפרשת חרובי ודהן קבעה הערכאה הראשונה, כי לא הוכח מעל ספק סביר כי ההוראות המקבילות – הן לרכישה והן למכירה של מניית "אנדין" – היוו "פעולות מתואמות", או "עסקה מלאכותית". זאת, בין היתר, משום שבית המשפט לא שוכנע כי אכן מדובר בפעולות מסוג זה, ולא ב"פעולות קיזוז" גרידא, קרי – פעולות מנוגדות שקיזזו האחת את רעותה, בלי שהדבר השפיע על נפח המסחר.²⁰⁰

מסקנה זו של בית משפט השלום זכתה לביקורת בפסק דינה של ערכאת הערעור, אשר ציינה, ובצדק, כי ההבחנה בין פעולת "קיזוז" לבין פעולה "מתואמת" או "מלאכותית" הינה הבחנה מוטעית. שכן גם פעולות המקוזזות כביכול זו את זו, משפיעות על היקף המסחר, ולעתים – כפי שאירע באותו מקרה – על עצם ההחלטה אם לקיים את המסחר באותו נייר ערך, אם לאו.²⁰¹ בנסיבות אלו קשה לקבל את הקביעה כי פעולותיהם המנוגדות והמתואמות מראש של הנאשמים לא השפיעו על המסחר במניית "אנדין".

יודגש, כי מסקנת בית המשפט המחוזי בפרשת חרובי ודהן, השונה מזו של בית משפט השלום, התבססה, בין היתר, גם על העובדה שהנאשמים נטלו אשראי גבוה של כ-700,000 ש"ח ליום אחד בלבד. אשראי זה שימש אותם לביצוע הרכישות המקדימות של מניית אנדין, בטרם החלו להזרים את הביקושים הגדולים למניה זו. ביקושים גדולים אלו נועדו להעלות את שער המניה באופן שהנאשמים יוכלו למכור אחזקותיהם במניה ברווח ניכר. עצם העובדה, כי האשראי התבקש על ידם מראש ליום אחד בלבד, מעיד כאלף עדים על כוונתם ל"הריץ" את שער המניה במהלך יום מסחר אחד בלבד, ולאחר מכירת המניות שבידיהם, יוחזר האשראי.²⁰²

199 יודגש, כי הנאשמים הקפידו עם זאת להזרים גם פקודות היצע, אך בהגבלת שער ובהיקף כספי נמוך יותר מפקודות הקנייה. פעולות הנאשמים גרמו להגדלת הביקוש למניית "אנדין" בכ-50%, ומנגד – להכפלת ההיצע לאותו נייר ערך בכפי 10. פעולותיהם הניבו עלייה משמעותית בשער המניה, עובדה ששכנעה את בית המשפט המחוזי לפסוק, כי פעולות הנאשמים נועדו "להשפיע" על שער מניית "אנדין" 1. ראו פרשת חרובי ודהן-מחוזי, לעיל הערה 31, בעמ' 228.

200 פרשת חרובי ודהן-שלום, לעיל הערה 79, בעמ' 18.

201 פרשת חרובי ודהן-מחוזי, לעיל הערה 31, בעמ' 226. כך גם סבר בית המשפט העליון, אשר נזקק לנושא זה בבקשת רשות ערעור. ראו פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 122.

202 פרשת חרובי ודהן-מחוזי, לעיל הערה 31, בעמ' 228–229. מסקנה זו אומצה גם על ידי בית המשפט העליון. ראו – פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 123. יצוין, כי בית המשפט המחוזי העיר בפרשה אחרת, פרשת ואקנין, כי לדעתו חלק מהתרמיות המבוצעות בשוק ההון מתאפשרות או מתרחשות עקב האשראי שמספקים הבנקים בישראל ללקוחותיהם, לשם ביצוע פעולות בשוק ההון. אילולא אותו אשראי, היו נמנעים רבים מהסתבכויות פיננסיות. ראו פרשת ואקנין-מחוזי, לעיל הערה 10, בעמ' 162.

יש להעיר, כי האשראי הניתן על ידי המערכת הבנקאית הינו בוודאי בעייתי מבחינות רבות, בין היתר, משום שהוא אכן מסבך רבים בחובות כבדים וכך שהוא מעודד מלכתחילה הדיוטות רבים ליטול סיכונים בלתי מחושבים בשוק ההון. עם זאת, קשה לראות את הסיבתיות בין מתן

אכן, עקב העלייה החדה בשער מניית אנדין באותו יום, עלייה שנבעה מפקודות הקנייה שהזרימו הנאשמים מחשבונות של לקוחותיהם, יכלו הנאשמים למכור את אחזקותיהם האישיות באותה מניה. עודף הביקוש הגדול איפשר להם למכור את כל אחזקותיהם, והכל – תוך עלייה מקסימלית של 10% בשער המניה.

בפרשה אחרת, פרשת ואקנין, פסק בית המשפט, כי השפעת הנאשמים על מניות בנק החקלאות היתה בתרמית, שכן ההיצע או הביקוש שהם הזרימו לא שיקפו תחזית כלכלית כלשהי, נכונה או שגויה, ביחס לשער המניה, אלא היו אלו פעולות מלאכותיות שכל מטרתן לא היתה אלא השפעה על תנודת שער המניה. פעולה כזו, נקבע, מהווה עבירה של השפעה בדרכי תרמית, אם היא מלווה במודעות לדרכי התרמית ובכוונה להשפיע על תנודת שער נייר הערך.²⁰³

המניפולציה שביצעו הנאשמים באותה פרשה היתה העלאה מלאכותית של שער המניות של בנק החקלאות, תוך ניצול כללי המסחר. העלאת השער נועדה לאפשר לנאשמים לחלץ את לקוחותיהם מאחזקותיהם באותן מניות, בעסקה מחוץ לבורסה. מאחר שבידי הנאשמים היו מרבית המניות החופשיות של אותן מניות, היתה פתוחה בפניהם הדרך להזרים ביקושים גדולים, כאשר היה ברור להם, כי אין בשוק די מוכרים, אשר יכולים לענות על עודף הביקוש. במצב זה, נסגר שער המניות האמורות בשער "קונים בלבד", תוך עלייה טכנית של השערים, בלי שמזרימי הביקושים, קרי – הנאשמים, נדרשו לכבד את הזמנותיהם לאותם ניירות ערך.²⁰⁴

מצג שווא מטעה נוסף מצד הנאשמים היה פיצול פקודות הקנייה שהם הזרימו למספר פקודות שונות, ממספר חשבונות בנק שונים. פיצול מלאכותי זה יצר מצג מטעה, שלפיו מדובר ברוכשים "אמיתיים". יתרה מזאת, הדבר איפשר לנאשמים להתגבר על מגבלות הבורסה בעניין גבול "פקודה חריגה".²⁰⁵ אך בכך לא התמצה תחכומם של ואקנין ויתר הנאשמים באותה פרשה. הללו בחרו

אשראי זה לבין קיומה של תופעת הרצת המניות. תופעה זו, יש לומר, נובעת משילוב של תאווה בצע פשוטה עם תחכום והיכרות עם כללי המסחר בניירות ערך. לא האשראי הבנקאי הוא המניע או המאיץ את רצונם של אנשים להתעשר במהירות, אף שלא כדין, בשוק ההון. הראיה, לא הוכח כי הנאשמים בפרשת ואקנין, למשל, נטלו אשראי בנקאי לצורך פעולות התרמית שלהם, וכי אילולא אשראי זה היו נמנעים מביצוע פעולות אלו.

203 פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 657.

204 יצוין, כי לעניין האישום של "הרצת המניות", על פי סעיף 54(א)(2) לחוק, הואשמו לא רק ואקנין וחבריו, אלא גם הלקוחות עצמם, שמחוני ואחרים. האחרונים הואשמו בכך שבשלב מאוחר, כאשר חשפו את דרכי התרמית בהן השתמשו ואקנין וחבריו על מנת לגרום להם, הלקוחות, לרכוש את מניות בנק החקלאות, פעלו כל אלה בצוותא, על מנת להשפיע על שערי מניות בנק החקלאות. ההשפעה בתרמית על שער המניה נועד לאפשר לשמחוני ולחבריו ל"היחלץ" מהחזקותיהם באותן מניות.

205 פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 658. אחד הלקוחות, שמחוני, הואשם בכך שפתח מספר חשבונות ניירות ערך במספר סניפי בנק, אשר באמצעותם הועברו הוראות רכישה ביחס למניית בנק החקלאות, תוך פיצול מתואם מראש של הביקושים הגדולים שהזרימו הנאשמים לאותה מניה, במאמץ להעלות באופן מלאכותי את שער.

להזרים פקודות קנייה עם הגבלת שער ("לימיט"), ונמנעו ממתן פקודות ללא הגבלת שער (פקודות שאיפיינו, פעמים רבות, את אלו המנסים ל"הריץ" מניות). הנאשמים נתנו פקודות שונות עם הגבלות שער שונות לאותן מניות של בנק החקלאות.²⁰⁶ דרך הפעולה בה פעלו הנאשמים איפשרה להם להשפיע על שער המניות, קרי – לגרום לעלייתן, וכל זאת בלי שחלק מפקודות הקנייה שלהם בוצעו כלל, עקב העובדה כי הן היו בהגבלת שער, שהיתה נמוכה משער הסגירה של המניות באותם ימים. במילים אחרות, פקודות הקנייה גרמו לעליית השער, אך מאחר שחלקן היה נמוך משער הסגירה, הן כלל לא בוצעו.²⁰⁷ מעניין לציין, כי המניפולציה של ואקנין וחבריו באותה פרשה מצאה ביטוי גם בכך שבאחד המועדים בהם פעלו, הם הזרימו גם פקודות מכירה, על מנת להטעות את הציבור ואת רשויות הפיקוח ובכך להימנע מלעורר חשד בדבר קיומה של מניפולציה באותן מניות.²⁰⁸

פרשה אחרת, פרשת מועלם ומלחי, מדגימה את הקושי בהבחנה בין עסקאות מתואמות לעסקאות מלאכותיות. זאת, מאחר שפעולת הנאשמים באותה פרשה היו משני הסוגים גם יחד, עד כדי קושי להבחין בין סוג אחד למשנהו.

בפרשה זו פעלו הנאשמים, מנהלים של תיקי ניירות ערך, באמצעות מספר חשבונות של לקוחותיהם, כאשר בחלק מהמקרים היו הפעולות המנוגדות, שנתנו לאותו נייר ערך, מחשבונות שונים של לקוחותיהם. באופן זה עלה בידיהם להשפיע על נייר הערך (איגרות חוב של חברת טל הנחת כבלים) תוך יצירת נפח מסחר מלאכותי. פעולות אלו הוגדרו על ידי בית המשפט כ"סחר עצמי" וכ"עסקה מדומה של סחר עצמי".²⁰⁹ מאחר שהחשבונות באמצעותם פעל הנאשם העיקרי – מועלם, היו של לקוחותיו, ובהם היה לו ייפוי כח והוא פעל על פי שיקול דעתו הבלעדי, קשה להכריע אם "סחר עצמי" זה היה בגדר "עסקה מלאכותית" (wash sale) קרי – עסקה בה סוחר אדם

206 יש להבהיר, כי על פי כללי הבורסה, ששררו באותה עת, פקודות עם הגבלת שער היו מתבטלות ולא מבוצעות כאשר שער אותו נייר ערך עלה על אותה הגבלת שער.

207 ראו פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 658. כלל נוסף של המסחר אותו ניצלו ואקנין וחבריו עד תום הוא ההוראה הקובעת כי לאחר שני ימי מסחר בהם נסגר שער נייר ערך בשער "קונים בלבד" ייסחר אותו נייר ערך ב"תנועה בלתי מוגבלת" (תב"מ). יצוין, כי שער "קונים בלבד" משמעותו היתה, על פי כללי הבורסה באותם ימים, עלייה טכנית של 5% בשער נייר הערך, בלא שבוצעו כל עסקאות בו. משמעות הכלל של תב"מ זה היתה (על פי כללי הבורסה דאז), כי באותו יום יכול היה שער אותו נייר ערך לעלות (או לרדת) ללא כל הגבלה, משמע – לעתים בעשרות או במאות אחוזים. כיום השתנתה שיטת המסחר ובוטלה השיטה לפיה נקבעו שערי "קונים בלבד" או "מוכרים בלבד". יצוין, כי כיום, בשיטת הרצף, נקבעים (או יכולים להיקבע, על פי סחירות נייר הערך) מספר שערים שונים לכל נייר ערך, במהלך יום המסחר ואין למעשה מגבלה של 10%, כבעבר, על תנודת השער. לנוכח השינוי בכללי המסחר בבורסה, כאמור, נראה, כי פעולות הנאשמים בפרשת ואקנין לא היו צולחות בשיטת הרצף הנוכחית. להרחבה על שיטת הרצף ראו בסעיף 8 לפרק ד' לספר זה.

208 פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 659.

209 ראו פרשת מועלם ומלחי-שלום, לעיל הערה 9, בסעיף 40, וכן בסעיף 49 לפסק הדין.

עם עצמו, או שמא היתה זו "עסקה מתואמת" (matched orders), בה פעל "העושה", באמצעות מספר חשבונות, לביצוע פעולות נוגדות של קנייה-מכירה. נדמה, על כל פנים, כי ההבחנה דנן, בין עסקה מתואמת לעסקה מלאכותית, עשויה לעתים להיות תיאורטית גרידא, שכן שתי צורות הפעולה אסורות על פי החוק ותכליתן אחת — מירמה והטעיית ציבור המשקיעים תוך יצירת מצגי שווא בפניו. קשיי ההבחנה בין עסקה מתואמת לבין עסקה מלאכותית נעוצים, לא אחת, כפי שאירע גם בפרשת מועלם ומלחי, בהכרעה העובדתית אם אכן פעלו אנשים שונים בתיאום ובשיתוף פעולה. אם אכן יוכח קיומו של שיתוף פעולה (או קשירת קשר), אזי בהחלט ניתן לדבר על עסקאות מתואמות. ואולם, אם לא יוכח שיתוף פעולה או תיאום מקדים, אזי אין הוכחה לעסקה מתואמת, ולא נעברה כל עבירה (אם כי ייתכן שמדובר בעסקה מלאכותית בה אדם אחד סחר עם עצמו) במקרה בו הוא פעל באמצעות מספר חשבונות שבשליטתו.²¹⁰

ההלכות שצוטטו לעיל, לעניין חוקיותן (ולמעשה — אי-חוקיותן) של פעולות מתואמות, מעלות מספר קשיים פרקטיים, שכן קיים חשש שמא גם פעולות לגיטימיות באמת, ייחשבו כפעולות מירמה.

לדוגמא, שני אנשים מבקשים להתקשר בעסקת מכר של מניות, כאשר האחד מוכר והשני קונה. הם מעוניינים לבצע את עסקת המכר במהלך המסחר בבורסה (ולא כפי שמקובל לעתים — בעסקה מחוץ לבורסה). זוהי עסקה מתואמת לכל דבר ועם זאת — עסקה חוקית למהדרין.

ואולם, לאור ההלכות האמורות, המנסות לא-אחת לייחס כוונות זדון ומירמה לשחקנים בשוק ההון, גם כאשר הראיות לכך מעורפלות ואינן חד-משמעיות, כלל לא ברור אם לא תיחשב גם עסקה זו כעסקה "לא-אמיתית" או "לא-כשרה". קביעה כזו תהיה, בנסיבות שתוארו לעיל, בלא הצדקה. אם יטענו שני האנשים האמורים לעיל, כי ביקשו לבצע פעולה אמיתית, לא ברור אם יתקבלו הדברים כהוויתם. שמא תבקש התביעה לייחס להם כוונת מירמה?

הקושי באי-בהירות זו יוצר, אם כן, אי-ודאות רבה באשר לגבולות המותר והאסור בשוק ההון, מקשה על תכנון פעולות לגיטימיות בשוק ההון ועל ביצוען, ויוצר בקרב השחקנים תחושת אי-ביטחון וחשש מתמיד.

210 אכן, בפרשת מועלם ומלחי נדרש בית משפט השלום, מפי השופט בנימיני (אז בבית משפט השלום) לבחינה מדוקדקת ומעמיקה של מעשי כל אחד מהנאשמים לצורך ההכרעה אם הם פעלו במשותף ובתיאום. בסיכומו של דבר, קבע בית המשפט, כי העבירה בוצעה על ידי העבריין הראשי בפרשה — מועלם, בעוד שמלחי זוכה מהאישום של תרמית בניירות ערך, שכן לא הוכחה מעורבותו בפעולות המתואמות והמגוננות. ראו שם, בסעיף 72 לפסק הדין. על אף קביעות אלו ביכר בית המשפט, בסופו של דבר, שלא להרשיע איש מהנאשמים באותו אישום, בשל נימוקים שניתן להגדיר כ"טכניים" ובהם — שינוי בגירסת התביעה באשר לאישום, העלאת טענות חדשות על ידי מלחי במהלך עדותו וכד'. ראו שם, בסעיף 76–77 לפסק הדין.

יתר על כן, הקושי הקיים בגישתם התביעתית של בתי המשפט בישראל בנושא זה, הוא שבניגוד לחזקת החפות ובניגוד לנטל ההוכחה, ובהתעלם מכך שחובת התביעה להוכיח מעבר לספק סביר את אשמת הנאשם, נוקטת הפסיקה בישראל גישה הפוכה: ככל שנוגע הדבר בפעולה מתואמת, הרי שבהעדר ראיה לטובת הנאשם, כי ביצע פעולה אמיתית, הוא יוחזק כאילו פעל בכוונת מירמה, בעוד שנטל ההוכחה אמור להיות הפוך: התביעה היא זו שאמורה להוכיח את כוונת המירמה של העושה.

3.2.3.2 עסקאות אמיתיות שנועדו להשפיע על שערי נייר ערך
השפעה בדרכי תרמית על שער נייר ערך יכולה להיעשות גם באמצעות עסקאות אמת בניירות ערך, אם כי מטבע הדברים מדובר בעסקאות, בהן יש יסוד זה או אחר של תרמית. למשל, מתן פקודות קנייה בהיקף כספי רב, העולה על יכולת היקף הסחירות של אותו נייר ערך, פקודות הצפויות לגרום לעליית שערים חריגה או אף לשער "קונים בלבד".²¹¹ אחת הדרכים הנפוצות לביצוע תרמית או מניפולציה אסורה בניירות ערך, היתה השפעה על שערי נייר הערך הנוגע בדבר, באמצעות הזרמת ביקושים גדולים במיוחד, באופן שיניב עליית שער חדה, עד כדי שער "קונים בלבד" (בשיטת המסחר ששררה בעבר בבורסה, השיטה הרב-צדדית במניות הכר"מ).²¹²

טכניקת הפעולה בהקשר זה חייבה היכרות עם נייר הערך שעל שערו מבקשים להשפיע. מסיבות מובנות, הבחירה תצטמצם לאותם ניירות ערך שסחירותם נמוכה ואשר שווי אחזקות הציבור בהם נמוך במיוחד. הסיבה לכך היא, כי בניירות ערך כאלו די יהיה במספר קטן יחסית של הוראות קנייה (או מכירה), ובשווי כספי נמוך למדי, על מנת להפיק שינוי משמעותי בשער נייר הערך. המניפולטור יבקש להזרים לאותו נייר ערך הוראות רבות לפעולה (רכישה או מכירה), תוך פיצולן לפעולות רבות,

211 מצב של שער "קונים בלבד" היה אפשרי על פי שיטת המסחר ששררה באותה עת בבורסה לניירות ערך בתל אביב. ואולם, עם המעבר לשיטת הרצף, בוטלה האפשרות של קביעת שער "קונים בלבד" או "מוכרים בלבד", על פי שיטת המסחר הקודמת. שער "קונים בלבד" היה מצב בו הביקוש לנייר ערך לא נענה, ואזי שער אותו נייר ערך עלה בתום יום המסחר ב-10%, בלי שבוצעה ולו עסקה אחת באותו נייר ערך. מדובר בעליית שער "טכנית", ובאופן זה גרם מי שהזרים את הפקודות החריגות לעליות שער בלי שהוא עצמו היה צריך לרכוש את נייר הערך האמור, וכמובן, בלי שהיה צריך לשלם מכיסו ולו שקל אחד. יש לציין, עם זאת, כי ה"עושה" במקרה זה נוטל על עצמו סיכון שהביקוש הגדול שהזרים לשוק אכן ייקלט, לפחות באופן חלקי, ואזי יאלץ לשלם מכיסו ולרכוש את נייר הערך.

ראו לדוגמא — פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13. ראו באופן דומה גם פרשת אורן-שלום, לעיל הערה 6, בסעיף 97 לפסק הדין.

212 ראו פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13. יצוין, עם זאת, כי פסיקת בית המשפט המחוזי, לפיה הורשע הנאשם ברוב דעות, בוטלה בערעור (השני) שהוגש על פסק הדין: בית המשפט העליון פסק, פה אחד, באופן דומה להכרעת בית משפט השלום באותה פרשה, כי הנאשם זכאי וכי לא עבר כל עבירה של תרמית בניירות ערך. ראו ע"פ 172/80 לוינקופ נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת לוינקופ-עליון") (לא פורסם), דינים-עליון, כרך נח 909, והשוו פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13.

ככל שניתן. פיצול זה נועד לשתי מטרות: האחת, לשם הסוואת העומדים מאחוריהן. השנייה – להימנע מחריגה מהגבלות הבורסה לעניין "פקודה חריגה".²¹³ על סמך המידע בדבר הסחירות הנמוכה של נייר הערך הרלוונטי, מזרימים המניפולטורים, לשם המחשה, פקודות רכישה בסכומים שלמיטב ידיעתם לא ייקלטו על ידי השוק. קרי – כנגד פקודות הרכישה הגדולות שהם הזרימו, לא יהיו די פקודות מכירה, אשר יוכלו לאזן אותן. התוצאה המתבקשת היא עודף ביקוש גדול, המוצא ביטויו בעליית שער חדה.²¹⁴ המחשה טובה לדרך הפעולה האמורה לעיל ניתן למצוא בפרשת ואקנין, שם פעלו הנאשמים במניות בנק החקלאות ודאגו להעלאה מלאכותית ומניפולטיבית של שעריהן. יצוין, כי בפרשת ואקנין ייחס בית המשפט את יסוד התרמית גם לכך שהנאשמים טרחו ופיצלו את הוראות הרכישה שלהם למספר רב של הוראות רכישה, כל אחת בסכום נמוך יחסית. פיצול מלאכותי זה נועד, כך נפסק, להסוות את הניסיון להשפיע בדרכי תרמית על שער מניות בנק החקלאות. הדבר נועד גם על מנת שלא להסב את תשומת ליבן של הרשויות לכך, שלמעשה מדובר בפקודה חריגה בהיקפה, אשר פוצלה למספר רב של פעולות משנה.²¹⁵ מקרה נוסף של פעולה באמצעות מספר חשבונות מפוצלים, לשם העלאת שער של נייר ערך, היה בפרשת יצחקי, שם העלה הנאשם את שער מניית ברטון באמצעות פיצול פקודת קנייה לארבעה חשבונות שבשליטתו, כדי ליצור רושם, כי מספר גורמים עצמאיים שאינם קשורים ביניהם רוכשים את המניה.²¹⁶

213 תקנון הבורסה והנחיותיה קובעים גבולות לפקודה חריגה או, כפי שהיא מכונה כיום בתקנון, פקודה יוצאת דופן. התקנון קובע, כי פקודת קנייה או מכירה החורגת ביותר מ-35% מהשער האחרון של נייר ערך, הינה פקודה יוצאת דופן והיא לא תבוצע. ראו סעיף 3(ג) לפרק ה' להנחיות לפי חלק שלישי לתקנון הבורסה (המדריך למסחר בבורסה). יובהר, כי חבר בורסה רשאי להגיש בקשה מיוחדת על מנת לבצע פעולה כאמור. ברור, כי מתן פקודה חריגה (שיש בה כדי להשפיע על שער המניה ועל מהלך המסחר בה) יכול ללמד על המטרה שרצה נותן הפקודה להשיג.

214 על פי שיטת המסחר הרב-צדדית, ששררה בעבר בבורסה, היתה פעילות כזו מניבה קביעת שער של "קונים בלבד" שמשמעותה היתה עלייה "טכנית" ואוטומטית של 10% בשערי נייר הערך. קביעת שער "קונים בלבד" היתה תוצאה מבורכת מבחינת המניפולטורים, אשר לא נאלצו להוציא ולו שקל אחד מכיסם על מנת להעלות את שער נייר הערך. ואולם, כיום, בשיטת הרצף, בוטלו שערי "קונים בלבד" ואין עוד אפשרות להעלאה אוטומטית ו"טכנית" של שערי המניות. ראו, למשל, את פעילות הנאשמים בת"פ (ת"א) 7943/95 מדינת ישראל נ' סמואל ואח' (להלן: "פרשת יונידרס-שלום"), (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 616. הנאשמים הורשעו בכך שניסו להשפיע על שערי ניירות הערך של מניות חברת יונידרס, שנסחרה אז בבורסה, באמצעות רכישות של כ-77%-100% מהיקף המסחר במניה האמורה במספר מועדים. לנוכח הסחירות הנמוכה בשערי מניית יונידרס, הניבה פעילותם זו של הרוכשים עלייה בשערי המניה, אם כי לאורך זמן התברר כי לא היתה כל השפעה של ממש לפעילותם על שערי המניה, והנאשמים אף לא הרוויחו דבר מפעילותם. ראו שם, בעמ' 1-2.

215 פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 647-648. ראו באופן דומה פרשת חרובי ודהן-מחוזי, לעיל הערה 31, בעמ' 226.

216 ת"פ (ת"א) 491/95 מדינת ישראל נ' יצחקי (להלן: "פרשת יצחקי-שלום") (לא פורסם), בעמ' 2.

גם פרשת הדיסקונטאים מעניקה הצצה מעניינת לדרך בה ניתן להשפיע בדרכי תרמית על שעריהם של ניירות ערך. כפי שעלה באותה פרשה, ניצלו הנאשמים במספר מקרים את העוצמה המצויה בידיהם, מכח תפקידם בבנק דיסקונט, לשם השפעה על שערי ניירות ערך מסוימים, באופן שנועד להניב להם רווחים אישיים. כך, למשל, האחראי מטעם בנק דיסקונט על המבצעים בכורסה (מרקדו), וסגנו (יעקב), ידעו מכח תפקידם אילו ניירות ערך מתעתדות קופות הגמל של הבנק לרכוש. מרקדו ויעקב מסרו מידע בעניין זה לכהן, שהיה מבצע של הבנק בורסה, וזה האחרון העביר הוראות מתאימות לאדלר, שהיה מנהל של תיקי השקעות בחברה המרכזית לניירות ערך. אדלר רכש לחשבונו הפרטי ניירות ערך, אשר היה ידוע למרקדו ויעקב כי בכוונת קופות הגמל של הבנק לרכוש. לאחר שאדלר רכש את המניות, הזרימו מרקדו ויעקב ביקושים לאותם ניירות ערך. מאחר שרכישות שמבצעות קופות גמל הינן, מטבע הדברים, בהיקף כספי גדול, משפיע הדבר באורח קבע על שערי אותם ניירות ערך. כך, אכן, אירע במקרה דנן. לאחר שעלו שערי ניירות הערך, מכר אדלר אותם ניירות ערך ברווח נאה, בו התחלקו כל המעורבים.²¹⁷

ראוי להדגיש, כי המיחד את פרשת הדיסקונטאים הוא העובדה כי הנאשמים ביצעו פעולות אמיתיות בתכלית. יסוד התרמית בא לידי ביטוי בניצול לרעה, תוך הפרת אמונים, של הכח העצום שהיה לנאשמים מתוקף תפקידם בקבוצת דיסקונט ו"אילנות דיסקונט", ובכך שקשרו להפיק רווחים אישיים על חשבון מעבידיהם ולקוחותיהם. במובן זה ברור, כי הפסול בפעולות הנאשמים באותה פרשה לא היה ב"עסקה מתואמת" וכדומה, אלא בשימוש בעתודות הפיננסיות העצומות שעמדו לרשותם, ומשליטתם בעתודות אלו.²¹⁸

פרשה הדומה להפליא לפרשת הדיסקונטאים היתה פרשת אילון צברי. הנאשמים – אילון צברי, סמנכ"ל גמולות, ויורם נגלר, מנהל בחברת דברת-שרם, ביחד עם חיים רגב, מנהל השקעות בחברת "פסגות", וקובי רמות, מנהל חברת השקעות פרטית "עוגן", קשרו קשר על מנת להניב לעצמם רווחים גדולים מפעילות הגופים האמורים, בהם מילא כל אחד מהם תפקידי מפתח.²¹⁹

הנאשמים, אילון צברי, סמנכ"ל גמולות, ויורם נגלר, מנהל בחברת דברת-שרם, ביחד עם חיים רגב, מנהל השקעות בחברת "פסגות", בחרו בקפידה ניירות ערך, אשר אמורים היו להירכש על ידי "גמולות" ו"פסגות". קודם שרכשו גופים אלו את ניירות הערך הנבחרים, דאגו צברי ושותפיו לרכוש את ניירות הערך לחשבונות שנוהלו על ידי החברה ההשקעות הפרטית "עוגן", שבניהול רמות. לאחר שרכשו הנאשמים

217 פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8, בעמ' 2-5. כן ראו פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 529.

218 ראו פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8, בעמ' 44-46.

219 ראו פרשת אילון צברי-מחוזי, לעיל הערה 163. חיים רגב הועמד לדין במסגרת אחרת, וקובי רמות לא הועמד לדין בשל קבלת מעמד של עד מדינה.

לעצמם את ניירות הערך, אכן רכשו "גמולות" ו"פסגות" את ניירות הערך שסומנו מראש. מאחר שהן "גמולות" והן "פסגות" הינן גופים מהמובילים במשק הישראלי, הרי שרכישות כאמור נעשו בהיקפים ניכרים והשפיעו באופן חיובי ביותר על שערי אותם ניירות ערך. שכן, היה בעצם הרכישות איתות לשחקני שוק ההון כי גופים גדולים, מוסדיים ושמרנים באופיים, מאמינים בחברות, שניירות הערך שלהן נרכשו. לבסוף התבצע השלב המסיים, מה שכונה שלב ה"חילוץ", במהלכו מכרו הנאשמים (ושותפיהם לעבירות) את ניירות הערך ברווח נאה.²²⁰

מעשי הנאשמים בפרשת צברי מערבים שורה של עבירות, ביניהן — קבלת דבר במרמה, קשירת קשר, תרמית בניירות ערך, שימוש במידע פנים, ועוד.

לעניין עבירת התרמית בניירות ערך ייאמר, כי אחת מטענות ההגנה המרכזיות כאן היתה, כי הנאשמים פעלו למעשה מטעמים כלכליים ומשיקולי השקעה אמיתיים וכי ניירות הערך בהם השקיעו "גמולות" ו"פסגות", בעקבות החלטות הנאשמים, אכן היו ניירות ערך טובים וראויים. טיעון זה אכן מציג קושי אמיתי — האם ייתכן לדבר על "תרמית", כאשר שיקולי הרכישה היו "אמיתיים" וכאשר רכישת ניירות הערך יכולה להיות מוצדקת בטעמים כלכליים של ממש? לשון אחר — האם ניתן לדבר על תרמית, כאשר "זה נהנה וזה לא חסר", קרי — כאשר הנאשמים היטיבו עם "גמולות" ועם "פסגות", שכן גופים אלו השקיעו — בהכוונת הנאשמים — במניות

ראויות וטובות באמת, ומן הפן האחר — נהנו הנאשמים מרווחים לכיסם? תשובת בית המשפט המחוזי לקושיה זו היתה, באורח חד־משמעי, כי אכן יש פסול במעשים אלו וכי אין לקבל את טיעון ההגנה האמור, שכן המוטיב המרכזי בפעילות הנאשמים לא היה הרצון להיטיב עם "גמולות" ו"פסגות", אלא להניב לעצמם רווחים אישיים. במובן זה מסקנת בית המשפט היא, כי הנאשמים עשו שימוש בגופים, בהם הם מילאו תפקידי מפתח, על מנת להשפיע על שערי אותם ניירות ערך.²²¹ לגישת בית המשפט, השימוש בעוצמתם של גופים מוסדיים אלו, לשם רכישות בבורסה, היא אשר איפשרה לנאשמים לגרוף רווחים נכבדים.

נדמה, כי מסקנת בית המשפט בפרשת צברי בדין יסודה. היא מעוגנת בשכל הישר: לא ייתכן לקבל טיעון של רכישה "אמיתית", הנסמכת על שיקולים "כלכליים" גרידא, כאשר מתחוויר מנסיבות המקרה כי אנשים עשו שימוש (ציני) בגופים שעמדו לרשותם וניתבו אותם, כנווט בובה על חוט, לרכוש את ניירות הערך בהם העצמם "הצטיידו" מבעוד מועד, שעה שכל מעשי הנאשמים בוצעו בהסתר ובחשאיות. בנסיבות אלו,

220 ראו שם, בעמ' 227–228. ראוי להעיר, כי המניות שבחרו הנאשמים היו מניות "איכותיות", שאכן התאימו לפרופיל ההשקעות של "גמולות" ושל "פסגות". עובדה זו שימשה את הנאשמים להתגונן בטיעון, כי כוונת הרכישה שלהם היו כנות ואמיתיות, וכי שיקולים כלכליים טהורים הם שהנחו את פעולתם. ואולם, בית המשפט המחוזי (מפי השופט מודריק) דחה טיעון זה וקבע, כי אף אם היו בכגון דא שיקולים כלכליים, היו אלו בוודאי לא השיקולים היחידים ואף לא הדומיננטיים, בפעולות הנאשמים, וכי מה שהנחה אותם באמת היה כוונת רווח אישיות.

ראו שם, בעמ' 230.

221 ראו שם, בעמ' 230–234.

טיעון ההגנה בדבר "רכישות אמיתיות" מצטייר כהיתממות, אם כי הוא מעיד, כמוכן, על תיחכומם הרב של הנאשמים באותה פרשה.

אין ספק, כי המבדיל בין רכישה אמיתית של נייר ערך לבין מעשי הנאשמים בפרשת צברי, הינו היסוד הנפשי, קרי – "כוונת" הנאשמים, כפי שזו נחשפה כמו ידיהם: פתיחת חשבונות כיסוי, שיתוף פעולה עם חברה פרטית, בה יבוצעו רכישות מקדימות של ניירות ערך, אותם ניירות ערך אשר ירכשו מאוחר יותר על ידי הגופים המוסדיים; ולבסוף – מכירת ניירות הערך לאחר ששערם עלה עקב הרכישות של הגופים המוסדיים. ברור, אם כן, כי העובדה שהנאשמים בחרו במניות "טובות" ו"ראויות" יכולה דווקא לשמש לחובתם, שכן יש בכך כדי להעיד על התייחסותם למעשיהם ועל החשיבה המקדימה על טענות ההגנה וההסברים המאוחרים למעשים שבוצעו במחשבה תחילה.

פרשה נוספת, בה פעל נאשם באופן המזכיר את פרשת צברי, הינה פרשת רפי מגיד, שהיה מנהל בחברת ההשקעות של חברת הביטוח "אררט".²²²

מגיד, שהיה חבר גם בוועדת ההשקעות של חברת הביטוח, ידע מבעוד מועד אילו ניירות ערך ירכשו בעבור חברת הביטוח, ודאג לרכוש באופן מקדים אותם ניירות ערך לחשבונותיו. כן רכש מגיד לחשבונותיו ניירות ערך שנמכרו על ידי "אררט", כאשר נקבע על ידי בית המשפט כי בחלק מהמקרים כלל לא היתה סיבה עניינית מצד אררט למכור את ניירות הערך באותה עת.²²³ במקרים אחרים דאג הנאשם לכך ש"אררט" תמכור באורח מאסיבי ניירות ערך שברשותה, מכירה שבשל אופיה הורידה את שער נייר הערך הנמכר. במקביל הוא רכש לחשבונותיו אותו נייר ערך, כאשר המחיר היה נוח ביותר, לנוכח ירידת השער החדה, כאמור. נוסף לכך, ועל מנת להתגבר על גבול הפקודה החריגה בכורסה באותה עת, דאג הנאשם לפצל חלק מההוראות שנתן בשם "אררט" למספר פקודות ממספר חשבונות.

בכל פעולותיו אלו של מגיד הוא ביצע פעולות "אמיתיות", אך כאלו שהמירמה כתובה עליהן היטב: הוא רתם, הלכה למעשה, את כוחו של התאגיד, בו מילא תפקיד מפתח, לשם גריפת רווחים אישיים, ונוסף לכך – הפעיל את כוחו וכספו של התאגיד על פי צרכיו האישיים, במנותק מהאינטרסים הכספיים של התאגיד ובניגוד לטובתו.²²⁴

222 ראו ת"פ (ת"א) 2592/97 מדינת ישראל נ' מגיד (להלן: "פרשת מגיד-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום כרך יח, 252. מגיד הורשע, בין היתר, גם בעבירת תרמית בניירות ערך, בשל העובדה שניצל לרעה את תפקידו ונגישותו למידע בדבר השקעות חברת הביטוח אררט, לשם גריפת הון אישי.

223 שם, בסעיף 17 לפסק הדין. בית משפט השלום (מפי השופט בנימיני, אז כבית משפט השלום) ציין, כי לעתים מכרה "אררט" את ניירות הערך כעבור יום אחד בלבד ממועד הרכישה, עובדה המלמדת, כי המטרה היחידה היתה לאפשר לנאשם לרכוש במחיר נוח אותו נייר ערך וכי פעולות חברת "אררט", שבוצעו בהכוונת מגיד, לא נבעו משיקולים כלכליים או פיננסיים של "אררט", אלא משיקוליו האישיים של מגיד.

224 כך, למשל, הרבה מגיד לפעול במניות הכר"מ, קרי, במניות דלות סחירות שהינן מסוכנות יותר להשקעה בשל אי-יציבותן ותנודותיהן החריפות. בעשותו כאמור עקף מגיד את ההוראות

דיני ניירות ערך

מאחר שכל מעשיו נעשו בהסתר ובמחשכים, תוך הסתרת פעילותו העניפה ממעסיקיו, ותוך הטעיה מכוונת ושיטתית של הנהלת "אררט" באמצעות שורה ארוכה של דיווחים כוזבים ומטעים, ברור, כי במעשיו דבק יסוד בולט וחד-משמעי של מירמה.²²⁵ זאת ועוד, העובדה, שהנאשם התעלם מהוראות הדין האוסרות עליו, בשל תפקידו, לפעול בניירות ערך בכלל, או לכל הפחות – לדווח על כך, העידה כי הוא ניסה להסתיר את פעולותיו וכי היה מודע לפגם הפלילי שנפל במעשיו.

בפרשת לוינקופ, שהיתה המקרה הראשון שנדון בישראל בגין עבירת התרמית בניירות ערך, נתפס הנאשם בקלקלתו בשל נסיונו להימנע מלרכוש מניות שהזמין. באותו מקרה, הזרים לוינקופ ביקושים גדולים במיוחד לשני ניירות ערך, בשני מועדים שונים, תוך שהסתמך על נוהגה של הבורסה באותם ימים להכריז על שער "קונים בלבד", בכל מקרה בו עליית השער היתה גבוהה מ-5%²²⁶. יודגש, כי לוינקופ היטיב לבחור שתי מניות אשר היו בעלות סחירות נמוכה, משמע, די היה בהוראות בסכומים נמוכים יחסית, על מנת להניב השפעה על שעריהן.

בשניים מתוך שלושת האירועים שעליהם נסמך כתב האישום, אכן הניבו הביקושים שהזרים לוינקופ שער "קונים בלבד", אך בפעם השלישית, החליטה הבורסה לניירות ערך להורות על "ביצוע חלקי", כפי שאכן היתה רשאית לעשות על פי תקנות הבורסה שחלו באותה עת. משמעות הדבר, כי המזמין, לוינקופ, נדרש לרכוש חלק מהזמנתו. לוינקופ רגז וכעס, ותבע במפגיע מהבורסה להימנע מקביעת "ביצוע חלקי", ולהורות על שער "קונים בלבד". התנהגותו זו עוררה את חשדן של הרשויות, אשר החלו לברר אם אמנם היתה מטרת לוינקופ לרכוש את המניות שהזמין, או אך ורק להשפיע, בתרמית, על שערי אותם ניירות ערך.²²⁷

לוינקופ זוכה בערכאה הראשונה, הורשע על ידי בית המשפט המחוזי, אך זוכה על ידי בית המשפט העליון, אשר קבע, פה אחד, כי לא הוכח מעבר לכל ספק סביר כי לוינקופ אכן לא התכוון לרכוש את המניות, שלגביהן מסר הוראות רכישה. משום כך זיכה בית המשפט העליון את לוינקופ, בניגוד לדעת הרוב בבית המשפט המחוזי ובדומה להכרעתו של בית משפט השלום באותה פרשה.²²⁸

וההנחיות של ועדת ההשקעות של "אררט", וכל זאת, משום שהדבר שירת את מטרותיו האישיות: במניות "המשתנים", קרי – במניות של החברות הגדולות במשק (שנסחרו אז ברשימת "המשתנים") היה מתקשה לבצע את כל אותן פעולות. ראו פרשת מגיד-שלום, לעיל הערה 222, בסעיף 26 לפסק הדין.

225 שם, בסעיפים 52–65 לפסק הדין.

226 במועד ביצוע הפעולות, בשנת 1977, היה נסגר שער "קונים בלבד" בעלייה טכנית של 5%. לאחר מכן נקבע בכללי הבורסה, כי שער קונים בלבד ייסגר בעלייה טכנית של 10%. כיום, בשיטת "הרצף", כלל אין שער "קונים בלבד" או "מוכרים בלבד" ואין אפשרות לעלייה או לירידה טכנית של שער נייר הערך, בלא שבוצעה בו עסקה.

227 פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 227–228.

228 ראו פרשת לוינקופ-עליון, לעיל הערה 212. והשוו פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13. ראו בהקשר זה גם דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 30.

פרשת לוינקופ משמשת דוגמא מאלפת לקושי הבסיסי של בתי המשפט ושל רשויות האכיפה בהתמודדות עם עבירות התרמית בניירות ערך בכלל, ועם נושא היסוד הנפשי בעבירה זו בפרט. עצם הניסיון להתחקות אחר "כוונת" הנאשם, כאשר כוונה זו נלמדת אך ורק מפעולות שביצע במהלך המסחר בבורסה, הינו ניסיון קשה ובעייתי, המוביל לא-אחת לקביעות מאולצות ואף מתמיהות של בתי המשפט. באותה פרשה — פרשת לוינקופ — דנו לא פחות משבעה שופטים, כאשר דעת חמישה מהם היתה שכלל לא בוצעה עבירה (או ליתר דיוק, לא הוכח קיומה של כוונת תרמית), בעוד ששני שופטים סברו, כי אכן הוכחה כוונת תרמית.

הטיעון שהשמיצה התביעה בפרשת לוינקופ, כאילו לא "התכוון" לוינקופ לרכוש מניות, שאותן הזמין ושלגביהן הזרים ביקושים, הינו טיעון בעייתי. גם אם ביטל הנאשם את ההזמנה שנתן (לאחר שהבורסה החליטה לבצע ביצוע חלקי בלבד של הזמנתו), אין הדבר הופך אותו, בהכרח, למי שניסה להטעות או לרמות. משום כך נדמה, כי פסיקתו של בית המשפט העליון, שמצא, כי לא נעברה כל עבירה, נכונה והגיונית, להבדיל מפסיקת בית המשפט המחוזי, שמצא להרשיע את הנאשם על סמך ראיות כה נסיבתיות.

דוגמא נוספת לניסיון להשפיע במירמה, הפעם על שער איגרות חוב, באמצעות מתן פקודות חריגות, ניתן למצוא בפרשת דב לנדאו, מנהל תיקי ניירות ערך, שהורשע כי התחזה לפקיד בנק וביקש לתת פקודות רכישה לנייר ערך מתוך חשבון של לקוח-לשעבר.²²⁹

המירמה בפרשה זו התבטאה בשני היבטים:

ראשית, עצם ההתחזות לפקיד בנק, כאמצעי להעברת הפעולה. שנית, מתן הוראה לפקודה חריגה, קרי — מתן הוראה שבהכרח היתה גורמת לעליית שערו של נייר הערך, בשל אופי המסחר והיקפו באותו נייר ערך.

פרשת טמפו זימנה לשלוש ערכאות של בתי המשפט בישראל הזדמנות להתחקות אחר מירמה או הטעיה, הן במסגרת פרסום תשקיף והן במסגרת ביצוע פעולות אמיתיות בבורסה לניירות ערך. אמיתיות, עם או בלי מרכאות.

לעניין ביצוען של פעולות "אמיתיות", אכן ממחישה פרשה זו היטב את הדואליות האפשרית, כאשר פעולה "אמיתית" בשוק ההון עלולה להיחשב, בכל זאת, לפעולה שהתרמית צמודה אליה היטב, כחטוטרות שאין להיפרד ממנה.

בפרשת טמפו הועמדו לדין הן החברה הבורסאית — טמפו תעשיות בירה בע"מ, והן חברה פרטית בבעלות משפחת בורנשטיין (בעלת השליטה בטמפו הבורסאית) — טמפו תעשיות פלסטיק (1984) בע"מ. זו האחרונה אחזה בכ-6% ממניות חברת

229 ראו ת"פ (ת"א) 6801/94 מדינת ישראל נ' לנדאו (להלן: "פרשת לנדאו-שלום"), פ"מ תשנ"ח (4) 204. יצוין, כי באותו מקרה ניסה הנאשם להזרים פקודה חריגה לנייר הערך — אג"ח של חברת מן — ובדרך זו להעלות באופן מלאכותי את שערה.

טמפו הבורסאית. טמפו פלסטיק רכשה, בהכוונת חברת טמפו ובהוראתה, מניות בתקופה שקדמה להנפקה לציבור של מניות טמפו, וזאת, במטרה למנוע ירידת שערי המניה בבורסה. רכישות אלו היו בהיקף משמעותי (כ-5.4 מיליון ש"ח) וכללו כ-90% מהמחזור באותם מועדים. טמפו פלסטיק התגוננה בטענה, כי פעולותיה היו אכן פעולות של רכישות "אמיתיות", ובית המשפט לא דחה טיעון זה, אלא קבע, כי אף שהפעולות אכן היו אמיתיות –

"... האמת נועדה לכסות על דבר שקר, והוא כי לא היה לטמפו פלסטיק כל ענין במניות הללו".²³⁰

ברור, אם כן, כי היותה של פעולה "אמיתית", אינו מקנה לה או לעומד מאחוריה כל חסינות מפני פירושה כפעולת תרמית. מה שהופך אותה פעולה "אמיתית" לפעולה שדגל המירמה וההטעיה מונף עליה, הוא שני רכיבים – האחד, כוונת העושה, כפי שזו נגלית (לעתים) מהמעשה עצמו. והשני, יסוד ההסתרה, המסייע אף הוא בהוכחת אותה "כוונת מירמה" מצד ה"עושה". אין ספק, כי בפרשת טמפו אכן היה ליסוד ההסתרה והחשאיות משקל מכריע בקביעת בתי המשפט, כי בוצעו תרמית והטעיה מכוונת של ציבור המשקיעים. הדבר ברור ומדבר בעד עצמו: מי שאין לו כוונת מירמה, מי שאינו מבקש להטעות איש, לא ינקוט צעדי הסתרה, לא יפעל לטישטוש העקבות ולא ידאג למנוע כל זיהוי בינו לבין הפעולה האסורה. במקרים מסוימים, מי שמבקש שלא להטעות יהיה על כן מחויב בגילוי פוזיטיבי, יזום מצידו, על מנת למנוע הטעיה, במעשה או במחדל, של ציבור המשקיעים.

אם להמחיש את הדברים בנסיבותיה של פרשת טמפו, הרי שאילו ביקשו הנאשמים למנוע את הטעיית ציבור המשקיעים, היה עליהם לחשוף, ביוזמתם, את מעשי ה"ייצוב" של המניה, באופן שציבור המשקיעים יוכל לפרש נכונה ולהבין באמת את פעולותיהם.

ראוי להזכיר בהקשר זה, כי הועלתה בעבר הצעה על ידי ועדת גבאי, לפיה תיקבע בחוק חזקה, הניתנת לסתירה, שלפיה מי שמסר פקודה חריגה, קרי, כזו שאין סיכוי סביר שהיא תוכל להתבצע במלואה באותו יום מסחר, ייחשב כמי שניסה להשפיע בדרכי תרמית על שערי ניירות ערך.²³¹ חזקות נוספות שהוצעו על ידי הוועדה היו, כי מי שביצע "עסקה מלאכותית" או "עסקה מתואמת", או מי שנתן הוראה למסחר ונסוג ממנה במהלך המסחר, ייחשב כמי שניסה להשפיע על שער ניירות ערך.

ראוי להעיר, כי קיימים מספר אמצעים נוספים להשפעה על שערי ניירות ערך, אם כי חלק מאמצעים אלו, אשר נסקרו לא אחת בפסיקת בתי המשפט בישראל, כבר

230 ראו פרשת טמפו-מחוזי, לעיל הערה 147, בעמ' 18. להרחבה בנושא "ייצוב" שער המניה בכלל, ובפרשת טמפו בפרט, ראו סעיף 3.4 לפרק זה להלן.

231 ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 59.

אינם ישימים, במלואם או בחלקם, בשל השינוי והשיפור של שיטות המסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב, והפיכתן ל"שקופות יותר"²³².
 דרך אחת לפעולה שהיתה אפשרית בעבר (בשיטת הכר"מ), וקשה יותר כיום (בשיטת הרצף), היא להזרים פקודות רכישה בשערים מדורגים.²³³ בדרך זו יכול היה, לעתים, נותן ההוראה להעריך שהפקודות הראשונות שנתן, בשערים הנמוכים, כלל לא ייקלטו, בשל הפקודות הגבוהות ביותר, שייקלטו. בדרך זו נוצר מחזור מסחר מנופח, שלא שיקף את המחזור האמיתי, ונוסף לכך, יצרו הפקודות הראשונות מצג שווא של עניין רב בנייר הערך.²³⁴

כיום, בשיטת הרצף, בה נקבעים שערים שונים ומבוצעות עסקאות שונות באותו נייר ערך במהלך יום המסחר (כאשר בכל עסקה יכול להיות מחיר שונה לנייר הערך), קיימת אפשרות כמובן להזרים פקודות מדורגות. אלא שכיום אכן יכולות להתבצע, כאמור, עסקאות בשערים שונים (בהתאם לפקודות המדורגות), בעוד שבעבר כל העסקאות היו מתבצעות בשער אחד ויחיד שנקבע בתום יום המסחר. על כן ברור, כי בשיטת המסחר בעבר, בה נקבע שער יחיד לנייר הערך, היתה יכולת השפעה פוטנציאלית גבוהה יותר לפעולות מדורגות. עם זאת, יכולת ההשפעה של פעולות כאלו קיימת גם כיום, אם כי במידה פחותה, מהסיבה שהוסברה לעיל.²³⁵

דרך נוספת להשפעה על שער נייר ערך, שהיתה אפשרית בעבר ופחות כיום, היא להזרים ביקושים גדולים בשלב פתיחת המסחר (שכונה בעבר "שלב הלידר") ולסגת מהם בשלבים המאוחרים של המסחר (שכונה בעבר "שלב המאזנות").²³⁶
 דרך אפשרית נוספת, שבהחלט מקובלת בשוק ניירות הערך בישראל, הינה מתן פקודה לקנייה או למכירה של מניה אחת בלבד. כאשר מדובר במניות דלות-סחירות,

232 הכוונה, בעיקר, לביטול שיטת המסחר הרב-צדדי במניות הכר"מ, שהיתה נהוגה בעבר, ומעבר לשיטת "הרצף", הנהוגה כיום בבורסה לניירות ערך בתל אביב, בשיטת "הרצף", בניגוד לשיטת המסחר שהיתה נהוגה בעבר במניות הכר"מ, נקבעים שערי עסקאות שונים במהלך יום מסחר לאותו נייר ערך. בדרך זו בוטלה חלוקת יום המסחר לשלבים של "לידר" בתחילתו ושלבים "המאזנות" בהמשכו, שלבים בהם ניתן היה להזרים פקודות חריגות, מהן ניתן היה לסגת בשלבים המאוחרים יותר שכוננו – "מאזנות 1" ו"מאזנות 2". להסבר נוסף על שיטת המסחר דאז, ראו בהערת שוליים 307 בהמשך פרק זה. להרחבה על שיטת הרצף ראו בסעיף 8 לפרק ד' לספר זה.

233 הכוונה למתן פקודות במחירים שונים, אך קרובים, למשל – מתן מספר פקודות מכירה לאותה מניה: פקודה אחת במחיר של 5 ש"ח, פקודה נוספת במחיר של 5.1 ש"ח למניה, אחת נוספת במחיר של 5.2 ש"ח למניה, וכך הלאה.

234 דרך זו אינה אפשרית עוד כיום, ככל הנראה, בשל שינוי שיטת המסחר לשיטת "הרצף", בה יש אפשרות לבצע עסקאות בשערים שונים באותו נייר ערך ובאותו יום, בכל פעם בו יש מפגש בין קונה למוכר, המעוניינים לבצע עסקה בשער מסוים ובכמות נתונה.

235 ייאמר במאמר מוסגר, כי פעולות מדורגות כאלו, עלולות להיחשב דווקא ל"הנעה" בתרמית ולא "השפעה" בתרמית, קרי – עבירה על פי סעיף 54(א)(1) לחוק ולא לפי סעיף 54(א)(2) לחוק, שכן מתן הפקודות המדורגות עשוי להשפיע על פרסום השערים שיפורסמו, במהלך המסחר, וכך להניע אחרים לפעול בהתאם.

236 ראו למשל פרשת אורן-שלום, לעיל הערה 6, בסעיף 97 לפסק הדין.

בהן לעתים אין כלל מסחר במהלך ימי מסחר רצופים, די לעתים בפקודה לרכישת מניה אחת בודדת, על מנת להעלות את שערה.²³⁷

קיימות שתי דרכים נוספות להשפעה על השער, באמצעות פעולה אמיתית: האחת, באמצעות מתן פקודה (מכירה או קנייה של נייר ערך) ונסיגה ממנה, באמצעות ביטולה לאחר שניתנה. השנייה, באמצעות המתנה עם מתן פקודה בהיקף כספי גדול עד לנעילת המסחר. דרך להתמודד עם ניסיון כזה מצד הבורסה יהיה לקבוע, כי שער הנעילה ייקבע בשעה אקראית כל יום (בטווח של מועדים מסוימים), כפי שקיים הדבר לגבי שער הפתיחה בראשית יום המסחר.

הדיון בנושא תרמית בניירות ערך בהקשר של ביצוע פעולות אמיתיות, כאמצעי להשפעה בדרכי תרמית על שערי ניירות ערך, לא יהיה שלם בלא התייחסות לדו"ח ועדת בייסקי ולדו"ח ועדת גבאי. ועדת בייסקי קבעה, כי הבנקים המסחריים בישראל עסקו במניפולציה שיטתית של ניירות הערך שלהם, עת עסקו בוויסות ממושך ורחב היקף שנמשך שנים רבות, חלקו בהסתור וחלקו בגלוי.²³⁸ עם זאת, נמנעה ועדת בייסקי מלדון ומלהכריע אם מדובר במניפולציה אסורה, כמשמעותה בסעיף 54 לחוק. הוועדה ציינה, כי אמנם נכון שהבנקים לא פעלו בדרך המאפיינת מניפולטור, קרי, הם לא פעלו להפקת רווח תוך ניצול חולשת הציבור ואי ידיעתו על דבר התרמית. עם זאת, הם בהחלט פעלו מתוך אינטרסים כספיים שלהם עצמם.

אף אם היו נקודות השקה מסוימות בין האינטרסים שלהם לבין האינטרס הציבורי (כלומר – מניעת מפולת מניות, אשר צפויה היתה לפגוע בכלל ציבור המשקיעים), הרי אין לומר כי פעולתם של הבנקים הודרכה על ידי מניעים אלטרואיסטיים או כלל-ציבוריים גרידא. הבנקים, כך קבעה ועדת בייסקי, אמנם לא רצו שהציבור הרחב יינזק, אך הוויסות אותו הם נקטו, נעשה במרביתו שלא בידיעת הציבור הרחב. ויסות זה גם השפיע על שערי המניות הבנקאיות.²³⁹

בהקשר זה יצוין, כי המלצות ועדת בייסקי בנושא המניפולציה היו להרחיב את הגדרת המונח "בדרכי תרמית", כאמור בסעיף 54 לחוק. ועדת בייסקי סברה, כי ביטוי זה לוקה בחסר והוא מעורפל ואינו עונה על כל מגוון הפעולות האסורות, הנכללות בגדר מניפולציה.²⁴⁰

בכך אימצה ועדת בייסקי את עמדת ועדת גבאי, שהמלצותיה פורסמו פחות משנה לפני פרסום דו"ח בייסקי. גם ועדת בייסקי, כוועדת גבאי, סברה, כי יש להרחיב את הביטוי "בדרכי תרמית", באופן שיכלול גם את הפעולות – "עצה, אימרה, הבטחה או תחזית בכתב, בעל פה או בדרך אחרת, וכן לאסור הגבלת ידיעות, עצות, אימרות,

237 ראו, למשל, פרשת לופו-שלום, לעיל הערה 185, סעיפים 1-2.

238 ראו דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 341-342. להרחבה בנושא הוויסות ובנושא "ייצוב" מניות, ראו סעיף 3.4 לפרק זה להלן.

239 שם, בעמ' 341-344.

240 שם, בעמ' 368.

הבטחות או תחזיות כאשר המפרסם יודע, או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מוטעות או מעלימות מידע מהותי".²⁴¹ ועדת גבאי, אשר פרסמה מסקנותיה בחודש אוגוסט 1985, קבעה —

"מהסיבות המנויות לעיל, מסגרת חקיקתית זו אינה תואמת את צורכי המציאות בשוק ניירות הערך הישראלי.

...נוכח האמור לעיל, ובהשראת החקיקה האמריקאית בנושא זה, מוצע להסדיר בחקיקה מערכת כללים ברורה ומפורטת שתאסור פעולות מניפולציה בניירות הערך, כשבצידה הסדרה מתאימה של כללי אכיפה, ענישה פלילית ומשמעתית, ופיצוי כספי לנפגעים".²⁴²

ועדת גבאי הוסיפה והמליצה, כי החקיקה המוצעת תעסוק בשלוש עבירות עיקריות:

"(1) השפעה פסולה על המסחר באמצעות עסקאות אמיתיות או מלאכותיות במטרה להשפיע על שער נייר הערך או היקף הפעילות המסחרית בנייר ערך.

בשל הקושי בהוכחת הכוונה הפלילית, מוצעות מספר חזקות אשר בהתמלאן יועבר לנאשם הנטל לשכנע בדבר חפותו.

(2) השפעה פסולה על המשקיע — בין במישרין ובין באמצעות פרסומים בציבור — בדרך של מתן מידע או יעוץ כוזב לנהוג בדרך מסוימת לגבי נייר הערך. כן יוטל איסור לפרסם ידיעות כוזבות בדרך האפשרות של שינוי שער נייר הערך עקב פעולות מניפולציה בשוק, ואיסור על פרסום ידיעות אמיתיות בדבר אפשרות כזו, כשלמפרסם צומחות טובת הנאה מכך.

(3) שימוש באמצעי תרמית בקשר עם עסקאות בניירות ערך. תחולת הוראה זו רחבה, והיא משתרעת גם על פני עסקאות הנערכות שלא במסגרת הבורסה אלא בין צדדים ישירים, כגון בעסקאות מחוץ לבורסה, העברות, הקצאות פרטיות, או לחילופין של ניירות ערך".²⁴³

דעה דומה הובעה על ידי ועדה נוספת, ועדת מינטקביץ, אשר דנה בדרכי יישום המלצות ועדת בייסקי לעניין שוק ההון.²⁴⁴

3.2.3.3 הסכם בין צדדים כניסיון "להשפעה" על שער נייר ערך נדמה, כי לקטיגוריה השנייה של "השפעה", קרי, לזו של "עסקאות אמיתיות", ניתן לסווג גם תת-סוג נוסף והוא — הסכמים בין הצדדים, אשר קושרים ביניהם קשר

241 ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 53-54. המלצות אלה אכן אומצו בתיקונים מאוחרים שבוצעו בניסוחו של סעיף 54 לחוק ניירות הערך.

242 שם, עמ' 47.

243 ראו שם, שם.

244 ראו דו"ח ועדת מינטקביץ, לעיל הערה 21, בעמ' 6-7.

להשפיע בצוותא על שערי נייר ערך. זאת, בין באמצעות התחייבות מי מהם להימנע מלמכור ניירות ערך שברשותו. זאת, בין בהתחייבות לרכוש כל כמות של נייר הערך, שתוצע למכירה במהלך המסחר בכורסה, ובין בהתחייבות לרכוש או למכור את נייר הערך בשער מסוים דווקא, באופן שמשפיע על תנודות השער ועל קביעתו.

ניתן להצביע על הסכמים בין שני צדדים המשתפים ביניהם פעולה באורח מלא ותוך מודעות מלאה לעובדות המקרה.²⁴⁵ מנגד, ניתן לאפיין מקרים בהם צד אחד לחוזה (ויכול ההסכם להיות בכתב או בעל פה בלבד) מטעה את רעהו ומוליך אותו שולל או מסתיר ממנו עובדות מהותיות.²⁴⁶

אחד המקרים המעניינים המדגימים עסקאות מתואמות, וקשירת קשר להשפעה בתרמית על שערי ניירות ערך, עלה בפרשת הדיסקונטאים, בקשר לנאשמים טדי שגיא ויצחק כהן, אשר הורשעו ביחד עם אחרים בשורה של עבירות מירמה וקשירת קשר לשם השפעה על שערי איגרות חוב ממשלתיות.²⁴⁷ שגיא וכהן פעלו בצוותא עם אחרים לשם רכישת איגרות חוב ממשלתיות בהנפקות של בנק ישראל. באחד המקרים דאג שגיא לרכוש את מרבית הכמות שהונפקה, כ-20 מ' ע"נ של איגרות חוב "גליל". כעבור מספר ימים הוזרמו ביקושים מתוכננים על ידי שגיא ושותפיו לאותן איגרות חוב, בידיעה ברורה, כי ביקושים אלה לא ייענו, שכן מרבית איגרות החוב שהונפקו, נמצאו בידי הקושרים. בדרך זו העלו שגיא וכהן ושותפיהם, באורח מלאכותי, את שערי איגרות החוב.²⁴⁸

במקרים נוספים פעלו הנאשמים באותה פרשה למציאת מממן בעל אמצעים, אשר רכש לחשבונו האישי ניירות ערך מסוימים ולאחר מכן – כאשר חלק ניכר מהכמות שבידי הציבור כבר היה בידי המממן, והסחירות בנייר הערך הפכה דלה ביותר – הוזרמו ביקושים לאותו נייר ערך, ביקושים שלא נענו (ולא יכלו להיענות) ועקב כך עלו שערי נייר הערך. לאחר עלייה זו מכרו הנאשמים את נייר הערך ברווח נאה.²⁴⁹

245 ראו, למשל, פרשת יצחקי-שלום, לעיל הערה 216.

246 ראו פרשת ואקנין-מחוזי, לעיל הערה 10, ופרשת ואקנין עליון, לעיל הערה 6, וכן ראו פרשת בוכניק-שלום, לעיל הערה 33. כן ראו ע"פ (ת"א) 70404/99 בוכניק נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת בוכניק מחוזי") (לא פורסם), דינים-מחוזי, כרך כז(1) 656. מובן שמקרים אלו נוח וטבעי יותר לסווג כעבירות על פי סעיף 54(א)(1), שכן יסוד ההטעיה בהן דומיננטי. עם זאת, במידה שאכן יש כאן השפעה בדרכי תרמית על שערי נייר הערך, אין מניעה לכאורה להעמיד לדין גם לפי החלופה של סעיף 54(א)(2) לחוק.

247 ראו פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8 (לעניין הכרעת דין של טדי שגיא).

248 שם, בסעיפים 1-2. בפרשה זו הורשעו נאשמים נוספים. ראו פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8 (לעניין הכרעת הדין של יצחק כהן).

249 ראו פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8 (לעניין הכרעת הדין של טדי שגיא), וכן ראו שם (לעניין הכרעת הדין של יצחק כהן).

בהקשר זה ראוי לציין מקרה דומה, פרשת בוכניק, שיר וזוהר, בה פעלו הנאשמים באופן המזכיר את פעילותם של טדי שגיא וכהן בפרשת הדיסקונטאים, בכל הנוגע לקשירת הקשר והתכנון לשם ביצוע פעילות מתואמת להעלאת שערי ניירות הערך.

בפרשת בוכניק ביקשו הנאשמים להעלות את שערי מניית קניטקס, מניה זניחה ודלת סחירות שנסחרה באותה עת (שנת 1994) בכורסה לניירות ערך בתל אביב. בוכניק ושותפיו –

3.2.3.4 הצעות רכש כתרמית

גם הצעות רכש עוינות, כמו גם טכניקות התגוננות מסוימות כנגד הצעות רכש עוינות, עלולות להיחשב, בנסיבות מסוימות, כ"תרמית" או כמניפולציה אסורה. הדבר מחייב, עם זאת, את הוכחת יסוד התרמית מצד המציע או המתגונן, על פי העניין.²⁵⁰ העובדה, שהצעת רכש כוללת יסוד של כפייה, שנועד להשפיע על בעלי המניות למכור את מניותיהם למציע, עדיין אינה אומרת כי בהכרח מדובר במעשה של תרמית, והדבר מחייב הוכחת התרמית. עם זאת ברור, כי אלמנט הכפייה, המתלווה לעתים להצעת רכש, אינו הופך לבדו וכשלעצמו את ההצעה לכזו המתבצעת ב"דרכי תרמית". השתלטות עוינת על החברה או התגוננות כנגד השתלטות כזו ייחשבו כתרמית רק אם אכן תתלווה אליהן כוונת התרמית ורק אם הן יתבצעו באורח שנועד להטעות את ציבור המחזיקים במניות החברה. יודגש עוד, כי העובדה שהמניע לפעולת המשתלט הינו השתלטות על החברה, ולא השפעה על מחיר מניותיה (אלא, לכל היותר, כאמצעי לצורך השתלטות), אינה מכשירה את פעולותיו ואינה מונעת כי הן יוכתרו, בנסיבות מסוימות, כתרמית בנייר ערך.

דוגמא להתגוננות בדרכי תרמית היא כאשר הנהלתה של חברת המטרה מנסה להתנגד להצעת הרכש רק על מנת להנציח את שליטתה בחברה, ואף שהצעה זו עשויה להיטיב עם בעלי המניות. תרמית אחרת בהתגוננות מהצעת רכש עוינת תהיה כאשר חברת המטרה נוקטת אמצעי הגנה (למשל, באמצעות רכישת מניות החברה בכורסה, באמצעות החברה עצמה או חברה-בת שלה כאמצעי לייקור הצעת הרכש והדיפת המשתלט), וכל זאת — בלי ליידע את ציבור המשקיעים כי פעולותיה נועדו

בעלים ומנהלים של חברת ניהול תיקי השקעות — רכשו לעצמם את המניה ועודדו את מקורביהם ולקוחותיהם לעשות כן. בנוסף, הם פנו לבעל הון ושכנעו אותו לרכוש כמות גדולה נוספת של המניה תוך שהתחילו כלפיו כי יהיו ערבים להפסדים, אם יגרמו לו כאלו, בגין רכישת מניות. לאחר מכן, וכאשר ראו כי שערי המניה אינם עולים כמצופה, ניסו הקושרים לגייס לפעילותם גם את מנכ"ל חברת קניטקס עצמה, וטענו בפניו כי הם אווזים בכ-95% ממניות החברה שבידי הציבור. ראו פרשת בוכניק-שלום, לעיל הערה 33. כן ראו פרשת בוכניק-מחוזי, לעיל הערה 246, בסעיף ב' לפסק הדין. ראו בקשר לכך גם את פרשת שיר-שלום, לעיל הערה 82, וכן ראו ע"פ 71242/02 שיר ג' מדינת ישראל, דינים מחוזי, כרך לג(5) 891.

250 ראו ל' וטשטיין, "מניפולציה בניירות ערך ומאבקי שליטה בחברות" רבעון לבנקאות, כרך כ"ח, חוברת 110 עמ' 55. וטשטיין מצביע במאמרו על כך שהן הצעת הרכש והן נסיונות התגוננות של חברת המטרה, עשויים להיחשב כטקטיקות המשלבות בתוכן תרמית, ועל כן עלולה לחול עליהם הוראת סעיף 54(א)(2) לחוק.

למאמרים נוספים בנושאי השתלטויות עוינות והצעות רכש עוינות, ועל ההיבטים ה"תרמיתיים" שלהן, ראו — Robert G. DelaMater, "Target Defensive Tactics As Manipulative Under Section 14(e)" 84 *Colum. L. Rev.* 228 (January 1984); Elliot J. Weiss, "Defensive Responses to Tender Offers and the Williams Act's Prohibition Against Manipulation", 35 *Vanderbilt L. Rev.* N. 5, p. 1087 (1982); Gary G. Lynch & Marc I. Steinberg, "The Legitimacy of Defensive Tactics in Tender Offers", 64 *Cornell L. Rev.* 901 (1979); Martin Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardroom", 35 *The Business Lawyer* 101 (November 1979).

לשם התגוננות. העדר גילוי לציבור המשקיעים עלול להטעותו ולגרור לבעלי המניות של החברה לפרש באורח שגוי את עליית שערי המניות של החברה.

3.2.3.5 תרמית בניירות ערך באמצעות האינטרנט

כפי שצוין בסעיף 2.4.7 לפרק זה לעיל, הפיכתו של האינטרנט לכלי כה שימושי ונפוץ, הפכה אותו, במקביל, למכשיר יעיל ונוח, יחסית, לביצוע תרמית בניירות ערך. קיומם של "פורומים" או "צ'טים" באתרים רבים באינטרנט, לרבות באתרי כלכלה ועסקים, בהם יכולים גולשים להחליף דעות ומידע כאוות נפשם ובלא צנזורה כלשהי, הפכה אותן במות אינטרנט לזירה פרוצה לחלוטין להטעיה, למניפולציות ולמירמה.

הפרשה הראשונה, בה נדונה בישראל תרמית בניירות ערך באמצעות האינטרנט, היתה בפרשת טל פודים.²⁵¹ פודים הורשע בכך שפרסם – במהלך יום מסחר אחד – מספר הודעות בלוח ההודעות של אתר אינטרנט העוסק בשוק ההון (אתר Analist-On-Line). פודים פעל על מנת להניע אחרים במירמה לרכוש מניות של חברת אורדן ובמטרה להשפיע על שער המניה. הוא אכן הצליח והשיג את מטרתו, שכן מניית אורדן עלתה באותו יום ב-10%. פודים השתמש במספר שמות בדויים ודאג ליצור רושם כאילו מדובר בחרושת שמועות ממספר מקורות שונים, בדבר מידע חיובי הנוגע לחברת אורדן ולמנייתה.

פרשה זו זימנה לבית המשפט הזדמנות ראשונה להביע דעתו לעניין מקומו של האינטרנט כזירת פעילות לשחקני שוק ההון בכלל, ולפעילות עבריינית בשוק ההון בפרט, ומצא כי אין כל מקום להבחין בין מירמה באמצעות האינטרנט לבין מירמה בכל דרך אחרת של פרסום מידע.²⁵² בית המשפט המחוזי דחה בפרשת פודים, ובצדק, את טיעוני ההגנה ולפיהם הטעיה או מירמה באמצעות האינטרנט אינן שקולות, כביכול, למירמה בדרכי פרסום אחרים, דוגמת עיתונות וכלי תקשורת אחרים.²⁵³

נדמה, כי טיעון כזה אכן אינו יכול לעמוד עוד כיום, בעידן בו האינטרנט חדל, זה מכבר, להיות אמצעי תקשורת בין אוניברסיטאות ומכוני מחקר ממשלתיים, כפי שהיה בראשית ימיו, והוא משמש כיום כאמצעי תקשורת מרכזי ביותר, לא פחות מהטלוויזיה, הרדיו או העיתונות הכתובה, אולי אף יותר. בעניין זה נאמרו דברים ברורים על ידי ערכאת הערעור בפרשת פודים:

"האינטרנט הוא כלי חשוב. מי שמשתמש באינטרנט צריך אמנם לקחת בחשבון כי מדובר במידע ממקורות אנונימיים לגביו, מכל המשמעות המתחייבת מכך. עדיין, הסתמכות על מידע שניתן באינטרנט איננה מעידה על כך כי המסתמך הוא

251 ראו ת"פ (ת"א) 10334/00 מדינת ישראל נ' פודים (להלן: "פרשת פודים-שלום") (לא פורסם). דינים-שלום, כרך יח, 284. כן ראו פרשת פודים-מחוזי, לעיל הערה 40.

252 ראו פרשת פודים-מחוזי, לעיל הערה 40.

253 שם, בסעיף 5 לפסק הדין.

אדם לא רציני, משקיע לא רציני הפועל בפזיזות ואולי כפראות. דווקא החופש הוירטואלי המוקנה באמצעות השימוש באינטרנט מחייב זהירות ואחריות. גם משקיעים שאינם מסתמכים על לוח מודעות באינטרנט פועלים על סמך מידעים ושמועות, ואיננו מסכימים עם בית המשפט קמא, שסבר שמשקיע כזה אינו המשקיע הסביר שעמד לנגד עיני המחוקק".²⁵⁴

בהמשך נקבע עוד –

"מי ששותל סדרת הודעות במזיד, כפי שעשה המשיב שבפנינו, איננו יכול להיבנות מהטענה כי יצא מנקודת הנחה שאיש אינו מייחס חשיבות לאמור באינטרנט, או כי הונע על ידי תחושת חופש המשחררת אותו "מכבלים של חוק וסדר".

וכן –

"... לא יתכן שהאינטרנט יהפוך מקום להעברת מידע כוזב ביודעין העלול להטעות אחרים, רק בהסתמך על הקלות ועל האנונימיות, כביכול, של העברת המידע, היוצרת, בלשונו של בית משפט קמא, "תפיסה מוטעית של מציאות ווירטואליות".²⁵⁵

יצוין, כי הטעיה באמצעות שתילת מידע שגוי או מטעה באינטרנט, עלולה להיחשב הן כעבירה של "הנעה", כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק, והן כעבירה של "השפעה בדרכי תרמית", כאמור בסעיף 54(א)(2) לחוק.

מקרה נוסף, במסגרתו נדונה תרמית בניירות ערך באמצעות האינטרנט, היתה בפרשת יובל כהני, אשר הורשע בשתי החלופות גם יחד, בשל הטעיה באמצעות האינטרנט.²⁵⁶ באופן דומה לנסיבות פרשת טל פודים, גם כאן שתל כהני מידע כוזב, ביודעו כי הוא כוזב, בפורום הגולשים של האתר הכלכלי "אנליסט און-ליין". המידע התייחס למניית חברת גילאון, מניה דלת סחירות, בה החזיק כהני. המידע התיימר להיות מידע הנמסר מעובד של החברה. המידע הכוזב הניב תגובות בפורום הגולשים וגרם לעליית שער המניה ולעלייה גם במחזורי המסחר במניה בימים העוקבים לפרסום. כהני עצמו מכר את מניות גילאון שבידיו ברווח נאה. הוא הורשע הן בעבירה של "הנעה", כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק, והן בעבירה של "השפעה בדרכי תרמית", כאמור בסעיף 54(א)(2) לחוק.²⁵⁷

254 שם, שם.

255 שם, שם.

256 ראו פרשת יובל כהני-שלום, לעיל הערה 117.

257 שם, בסעיף 1 לפסק הדין.

בלי למקד את הדיון בנסיבותיו הספציפיות של הנאשם בפרשת כהני²⁵⁸ בכל זאת נראה, כי העמדה לדין בשל הודעות בפורום גולשים הינה, במקרה הטוב, מוטלת בספק, והרשעה על כך בהיותה "תרמית בניירות ערך", מפוקפקת שבעתיים.

נדמה, כי בתי המשפט בישראל אינם ערים לכך שפרסום מידע בפורום כלשהו של גולשים, אכן נתפש — ובצדק — כפחות רציני וכפחות מחייב. זאת, להבדיל מידיעה עיתונאית או כזו המפורסמת באינטרנט על ידי הנהלת אותו אתר אינטרנט, ושהינה שקולה לפרסום בכל כלי תקשורת אחר. ואולם, כאשר גולש כותב מידע, אפילו יהא זה מידע שגוי או מטעה, בפורום גולשים, יש להביא בחשבון את טיב הפורום בו פורסמו הדברים. מדובר בפורומים בלתי רשמיים וזה טיבם וטבעם. אין לייחס לדברים הנאמרים בהם רצינות או מהימנות, שאין בהם.

אדם המסתמך על מידע, שכתב אדם אנונימי שהוא אינו יודע — ואינו יכול לדעת — את זהותו ואף אינו יכול לדעת או לוודא את אמינותו, או את אמינות מקורות המידע שלו, אינו אמור מלכתחילה להסתמך על מידע מפוקפק כזה. ואם, בכל זאת, בחר לעשות כן, ולפעול על פיו, קרי — לרכוש במיטב כספו נייר ערך כלשהו, שקול אותו אדם למהמר הנכנס לאתר הימורים או לקזינו, אשר לא יוכל להלין כנגד הנהלת האתר, כי הפסיד את כל כספו.

לא "הנעה" כזו התכוון המחוקק לאסור, ואין לראות כל סכנה בקיומם של פורומים, בהם אנשים מביעים ומפרסמים את אשר עולה על דעתם, שכן מי שבוחר להסתמך על מידע שפורסם בפורום גולשים כזה או אחר, נטל על עצמו את האחריות להסתמכותו זו. שיקולי מדיניות הם אשר מחייבים שלא להעמיד לדין, קל וחומר — שלא להרשיע, בגין פרסומים בפורומים של גולשים. פסיקת בתי המשפט, המנסה, כביכול ובדרך לא דרך, ל"שטר" את פורומי הגולשים ולפקח עליהם, הינה מוטעת מיסודה ומתעלמת מטיבם ומטבעם של אותם פורומי גולשים. פודים וכהני לא ביצעו כל עבירה של תרמית בניירות ערך ויש להצר על כך שרשויות האכיפה מעסיקות עצמן בזוטות ולא בעבירות אמיתיות וממשיות (ראו בנושא זה גם בסעיף 7.4.2 לפרק זה לעיל).

3.3 האם יש הבחנה בין מניפולציה לבין תרמית: האם יש מניפולציה "מותרת" ומניפולציה "אסורה"?

3.3.1 כללי

שאלת ההבחנה, אם היא קיימת בכלל, בין תרמית לבין מניפולציה, או לחלופין — בין מניפולציה מותרת למניפולציה אסורה, היא, ללא ספק, אחת משאלות המפתח בסוגיית עבירת התרמית בניירות ערך. נדמה, שאין מחלוקת כי אכן יש הבחנה בין

258 לאחר שמכר כהני את מניותיו ברווח, הוא מצא לנכון לפרסם באותו פורום גולשים הודעה, בה הודה למעשה בהטעה ובמירמה של ציבור הגולשים, והתנצל על כך בטענה — כי לא ידע שמדובר ב"הרצת מניות", כדבריו. ראו שם, שם.

מניפולציה אסורה לבין מניפולציה מותרת, המוכרת לעתים בשם – "ספקולציה". הקושי הוא בתיחום קווי הפרדה בין שתי הצורות של המניפולציה ובקביעת קווי הגבול שבין המותר לאסור.

מניפולציה אסורה הינה פעולה בנייר ערך שאין מאחוריה רצון כן לרכישה או למכירה, אלא אך ורק רצון לגרום – באמצעות מתן ההוראה לביצוע הפעולה – להשפעה על שער נייר הערך.²⁵⁹

הגבול העובר בין השפעה מניפולטיבית על שערי ניירות ערך לבין פעולה לגיטימית הינו דק ביותר וקשה להבחנה.²⁶⁰ גם פעולת אמת של קנייה או מכירה של נייר ערך, טומנת בחובה השפעה אפשרית על שערו. בנסיבות אלו הופכת ההתחקות אחר "כוונתו" של נותן ההוראה לקשה ביותר, לעתים בלתי אפשרית. אכן, ההכרעה השיפוטית בדבר "כוונת מירמה" של ה"עושה" נגזרת ונלמדת בעיקר מהשערות ומהסקות לוגיות של בית המשפט, לנוכח התנהגות ה"עושה" ויתר הנסיבות העובדתיות.²⁶¹ יתרה מזאת, לא אחת ניכר בפסקי הדין בתחום זה הקושי הרב בפניו ניצב בית המשפט, בכידוד גורם ה"מירמה" ובהוכחתו. לאור זאת, ההכרעה השיפוטית בדבר קיומה של כוונת מירמה הינה, לעתים, מלאכותית ומעוררת ספקות.

המחשה לכך ניתן למצוא בפרשת הדיסקונטאים, בה התחוויר, כי בחינה נקודתית ומנותקת של פעולות הנאשמים בשוק ההון לא היתה חושפת כל פגם או פסול. פעולותיהם הגלויות, קרי – רכישת ניירות ערך עבור לקוחותיהם אינה חורגת לכאורה מכל פעולה תקינה אחרת בשוק ההון, שהרי מדובר ב"עסקת אמת" בבורסה. אלא שלאחר גילוי פעולותיהם המקדימות של הנאשמים, קרי, הצטיידותם באותם ניירות ערך לחשבונותיהם הפרטיים, התגלה יסוד המירמה, שהיה שזור כחוט השני בכל מעשיהם.²⁶² אכן נפסק בפרשת הדיסקונטאים, כי תיתכן "תרמית" גם אם מדובר בפעולה "אמיתית" במהלך המסחר השוטף, ולא רק כאשר מדובר בעסקה פיקטיבית או כאשר מדובר בהפצת מידע כוזב:²⁶³

"מניפולציה מבוססת על מצג-שווא. מצג-שווא יכול, כמוכן, ללבוש צורה של מידע כוזב אשר מופץ בקרב המשקיעים, אך גם כאשר המניפולציה נעשית באמצעות השתתפות במסחר ('עסקאות אמיתיות' כביכול) נוצר מצג-שווא".²⁶⁴

259 פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 650, וכן בעמ' 657. כן ראו – פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 519.

260 פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 245.

261 ראו בהקשר זה – ניצני וקרת, לעיל הערה 1, בעמ' 622.

כך ראו Fischel & Ross, "Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?" *Harvard L. Rev.* 503 (1991) at p. 510.

262 ראו פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8.

263 פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 33.

264 שם, שם. דברים אלו מצוטטים בהסכמה בפרשת מועלם ומלחי-שלום, לעיל הערה 9, בסעיף 99 לפסק הדין, וכן בפרשת אורן-שלום, לעיל הערה 6, בסעיף 86 לפסק הדין.

המניפולטור, כך בית המשפט העליון, מנצל לרעה את כללי המשחק על מנת להשפיע על שערי נייר הערך באופן מלאכותי. הוא מצטייר כמי ששומר על הכללים, בעוד שלמעשה הוא נוקט דרכי תחבולה הנסתרים מן העין.²⁶⁵

היטיב לבטא השקפה זו השופט גולדברג בפרשת הדיסקונטאים —

“סיכומם של הדברים, כאשר פעולה במסחר נחזית להיות כשירה, דברים שבלבו של העושה הם שהופכים אותה לאסורה. השתתפות במסחר שנעשית במטרה להשפיע על שער נייר ערך כתכלית העומדת בפני עצמה, ובלי שתשקף ביקוש או היצע כנים, היא פסולה, בעוד שאותה פעולה ממש, אילו נעשתה שלא מתוך אותה מטרה, לא היתה נחשבת לפסולה. במקרים בהם ההשפעה על השער נעשית באמצעות השתתפות במסחר, אשמתו המוסרית של העושה היא שמשמשת לאיתור ההתנהגות האסורה...”²⁶⁶

המלומד Poser ניסה לתמצת את מהות המניפולציה בדרך הבאה:

“But a person who purchases or sells securities for the purpose of inducing other persons to trade is necessarily deceiving those persons into believing that the manipulator’s purchases or sales are a bona fide expression of supply and demand in the market, rather than the creation of a ‘price mirage’”.²⁶⁷

3.3.2 האם קיימת הבחנה בין תרמית לבין מניפולציה?

הניסיון להבחין בין תרמית לבין מניפולציה מעלה, ראשית לכל, את השאלה — האם כלל קיימת הבחנה כזו? אף שהדעה המקובלת היא שאכן קיימת הבחנה כזו, הרי שכבר הושמעה גם דעה אחרת, אשר תיסקר בהמשך הדיון. השלב השני של הדיון יהא — בהנחה שאכן קיימת הבחנה כזו — ניסיון לאפיין את קווי הדמיון והשוני בין התרמית לבין המניפולציה. באשר לשאלה הראשונה, הדעה המקובלת היא, כי אכן קיימת הבחנה בסיסית בין תרמית לבין מניפולציה. בעוד שהראשונה אסורה, מותרת השנייה ובלבד שאין מאחוריה כוונת מירמה.

המלומד גושן מחזיק בדעה ההולכת כנגד הזרם בסוגיה זו. גושן סבור, כי אין הבחנה, למעשה, בין תרמית לבין מניפולציה. לגישתו, ההבחנה היחידה בין מניפולציה לבין תרמית היא העובדה שהתרמית מתייחסת למצגי שווא שקל לזהות, בעוד שהמניפולציה מתייחסת למצגי שווא, הקשים לאיתור ולזיהוי. מצגי שווא

265 פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 519. כן ראו פרשת אילון צברי-מחוזי, לעיל הערה 163, בעמ' 221.

266 ראו פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 520. כן ראו פרשת מועלם ומלחי-שלום, לעיל הערה 9, בסעיף 99 לפסק הדין.

267 Poser, *supra* note 166, at p. 704.

"סמויים", כהגדרתו.²⁶⁸ מכאן מתבקשת מסקנת גושן, כי יש לאסור לא רק תרמית אלא גם מניפולציה, על כל גווניה.²⁶⁹

הבעיה בגישת גושן היא ההסתמכות המוחלטת על הגישה הכלכלית. גישה זו מוליכה לתפישת עולם הרואה את חזות הכל בפעולתם של "מנגנוני שוק" ומקדשת אותם. בעוד שהתכלית האמיתית או הרצויה של דיני ניירות ערך, לגישתנו, אינה לאפשר את פעילותם של "המשקיעים המתוחכמים" (שלגישת גושן, הם אשר מייעלים את השוק), אלא ליצור שוק הון הוגן ושוויוני, ככל האפשר. זוהי המטרה שאמורה להנחות את כל הפועלים להסדרת שוק ההון ולניהולו, ואין בילתה. שיקולים של יעילות שוק יכולים להמתין.

קושי אחר, שניתן למצוא בזהות שיוצר גושן בין תרמית לבין מניפולציה, נוגע לעצם השימוש במינוח "מניפולציה". ביקורת זו אינה נוגעת לגושן עצמו, כמובן, אלא לשימוש במונח זה הן בספרות והן בפסיקת בתי המשפט. נדמה, כי המונח "מניפולציה", כמו גם אחרות החורגת — ה"ספקולציה", הינם מונחים שאינם ברורים דיים ואינם תורמים דבר לדיון בסוגיית התרמית בניירות ערך. נהפוך הוא. המונח "מניפולציה" אינו אלא מכשול להגדרת תחומי המותר והאסור בניירות ערך, והוא מערפל ממילא את גבולות הפעילות החוקית בשוק ההון.

מוטב, לדעתנו, להיאחז במונח היחיד הראוי לתשומת לב בנושא זה: מונח ה"תרמית". זהו המונח היחיד היכול לשמש כנקודת התייחסות להכרעה מה מותר ומה אסור בשוק ההון. להבדיל, מונחים כגון "מניפולציה" או "ספקולציה" אינם מועילים, שכן הגדרתם אינה ברורה וספק אם ניתן להגדירם באורח ברור ולא-מעגלי. משום כך נראה נכון יותר לדבר על תרמית בניירות ערך כפעילות היחידה האסורה, בעוד כל היתר — מותר. יהא שמן או כינוין של אותן פעילויות, אשר יהא. תרמית כוללת, על כן, את כל סוגי המניפולציה שדבק בהם יסוד של מירמה. מניפולציה שאינה נגועה במירמה, ממילא אינה אסורה, וזאת, בין אם מכונה היא "ספקולציה" ובין אם כינויה אחר.

3.3.3 ההבדל בין תרמית למניפולציה

היסוד המבדיל בין תרמית לבין מניפולציה הינו היסוד הנפשי, משמע — כוונתו של ה"עושה".²⁷⁰ אכן, כפי שנקבע בפרשת ואקנין על ידי הנשיא ברק, "לא כל ספקולציה היא מניפולציה", וראוי להבחין כראוי בין מותר לאסור.²⁷¹

268 ראו גושן, לעיל הערה 9, בעמ' 603.

269 ראו, שם, בעמ' 635.

270 Fischel & Ross, *supra* note 261, at p. 510.

כן ראו ע' ידלין, "מניפולציה אסורה מהי" מגמות בפלילים — עיונים בתורת האחריות הפלילית (תשס"א-2001), בעמ' 466-467.

271 ראו פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6. כן ראו פרשת טמפור-מחוזי, לעיל הערה 147, בעמ' 12.

המבצע תרמית (קרי – מניפולציה אסורה) מתכוון להשפיע על שערי ניירות הערך לשם השגת רווח מירבי, בעוד שהמבצע ספקולציה (או מניפולציה מותרת) פועל להשגת רווח תוך נטילת סיכון. אף אם פעולותיו ישפיעו על שערי נייר הערך האמור, הוא – להבדיל ממבצע המניפולציה – אינו מעוניין להשפיע על שער נייר הערך כשלעצמו, אלא הוא מעוניין להגיב נכונה לשינויים הצפויים בשער נייר הערך.²⁷²

ועדת גבאי שנדרשה לנושא המניפולציה המותרת והאסורה אכן קבעה –

”אם המטרה שמבקש מבצע העסקה להשיג היא לגיטימית – כגון קנייה לצורך רכישה בתום לב של השפעה בתאגיד או מכירה לצורך העברת זכויות בעלות בתאגיד, כי אז פעולתו כשרה גם אם כתוצאה נילוית לה חלה תנודה בשערים או גדל היקף הפעילות המסחרית בנייר הערך. ולהיפך, אם מתבצעת עסקה מתוך מניע פסול, אין נפקה מינה אם בסופו של דבר לא הושגה בפועל התוצאה הרצויה למבצעה.

ראוי לקבוע כי עיקרה של המניפולציה הוא בקיום מניע פסול, בעוד התממשותה של התוצאה הרצויה למבצע העסקה אינה צריכה להוות יסוד מטריאלי בעבירה.”²⁷³ (ההדגשה במקור).

בשל הגבול הדק בין תרמית לבין מניפולציה ברור, כי סימן הזיהוי העיקרי לקיומה של “מניפולציה אסורה” הוא “כוונה פסולה”, או “כוונת תרמית”, קרי, אותה כוונה להשפיע על תנודות שער נייר הערך. כוונה פסולה זו היא-היא אשר מכתובה את צעדי העברייין, והיא זו אשר עומדת מאחורי כל פעילותו בשוק ההון.²⁷⁴ להבדיל מהרמאי, הרי שהמשקיע הפועל כחוק (גם אם מכוונה הוא לעתים בשם גנאי – “ספקולנט”) פועל תוך נטילת סיכון והימור מסוים. אף אם פעולותיו יגרמו לשינוי בשערי נייר ערך, הרי לא הרצון להשפיע על שער נייר הערך הוא המניע אותו ולא הוא המדריך אותו בפעולותיו. הרמאי, להבדיל, מונע על ידי אותה שאיפה ואותה כוונה להשיג השפעה על שערי נייר הערך.²⁷⁵

ראוי להעיר, כי בפסיקה האמריקאית נקבע, כי פעולה “מניפולטיבית” היא כזו בה מתקיימים יסודות של הטעיה או מצג שווא (Misrepresentation) או אי-גילוי

272 ראו פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 236. כן ראו פרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 314 וכן בעמ' 318. כן ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 16. כן ראו בעניין זה ז' גושן, לעיל הערה 9, בעמ' 600–601.

273 דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 20.

274 ראו בעניין זה פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 520. כן ראו פרשת אילון צברי-מחוזי, לעיל הערה 163, בעמ' 220–221. כן ראו פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 650, וכן לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 236. כן ראו פרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 318. ראו בעניין זה גם Fischel & Ross, *supra* note 261, at p. 510.

275 ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 16.

(Non-disclosure).²⁷⁶ המלומדים פישל ורוס, אשר התמודדו עם הניסיון להגדיר מהי "מניפולציה", סיכמו כי היא מתאפיינת בשלושה מרכיבים: הראשון – המסחר מכוון לשינוי שער נייר ערך כלשהו בכיוון מסוים. השני – הסוחר אינו מאמין כי בלעדי פעולותיו אכן ישתנה שער נייר הערך בכיוון הרצוי לו. השלישי – הרווח הנצמח לסוחר אינו נובע ממידע בעל ערך המצוי ברשותו, אלא אך ורק בשל פעולותיו לשינוי שער נייר הערך.²⁷⁷

ניתן להרהר ולערער על התפישה המקובלת, המבקשת להבחין בין מניפולציה אסורה לבין מניפולציה מותרת, המכונה לעתים קרובות – ספקולציה. ייתכן, כי מדובר בתפישה נאיבית, המנותקת מהמציאות, שכן, למעשה, כל הנוטלים חלק בשוק ההון מתאפיינים בסממן אחד בלבד, הוא הרצון להרוויח. במובן זה אין כל הבדל בין המניפולטור לבין השחקן התמים. ההבדל האמיתי הינו באמצעים אותם מוכן האדם לנקוט להשגת יעדו, קרי – להרוויח. הרמאי מוכן לעשות שימוש במה שמוגדר אמצעים פסולים ובלתי חוקיים, לרבות – מניפולציה אסורה, משמע לנקוט פעולות שכל תכליתן לגרום לשינוי בשער נייר ערך מסוים. הבעייתיות המצויה בתפישה המקובלת, כמפורט לעיל, נעוצה בכך שהיא מתעלמת לחלוטין מן הטיעון, שלפיו גם המניפולטור אינו עושה דבר בלתי חוקי, אלא מגייס לטובתו את כללי המשחק ועושה זאת טוב יותר מאחרים.

לשם המחשה, נניח, כי משקיע בשוק ההון מזרים ביקושים אדירים למניה מסוימת, בתקווה כי הדבר ישפיע על שער אותה מניה. על פי התפישה המקובלת, הוא עושה מעשה אסור, שכן כל מטרתו אינה אלא להעלות את שער המניה. אין הוא מעוניין – כך הגישה המקובלת סוברת – לרכוש באמת את המניה. הבעיה בגישה זו בכך שהיא מתעלמת כליל מהעובדה שאותו משקיע נוטל על עצמו סיכון שהביקוש הגדול שהוא הזרים ייענה והוא יאלץ לרכוש את המניה ולשלם מכיסו סכומי עתק. ואם כך הדבר, אין מנוס מהשאלה היכן בדיוק מצוי הפגם של "כוונה פסולה"? היכן כוונת התרמית? במה חוטא שחקן, המשחק את המשחק תוך נטילת סיכונים גדולים מאחרים? אם, ככלות הכול, מוכן אותו משקיע לרכוש את המניה (על אף שאין מחלוקת שזו אינה עדיפות עליונה מבחינתו), כלל לא ברור היכן התרמית והיכן הכוונה הפסולה.²⁷⁸

במילים אחרות, הגישה המקובלת מתיימרת לבחון כליות ולב ומתיימרת היא – באופן בעייתי למדי – להכריע בדבר כוונותיו הסמויות מן העין של אדם הפועל בשוק ההון.²⁷⁹ זאת, למעט במקרה בו אותו נאשם הודה בעצמו בכוונת המירמה שלו

276 ראו *Screiber v. Burlington Northern Inc.*, 105 Sct. 2458 (1985).

וכן ראו *Poser, supra note 166*, at p. 672.

277 *Fischel & Ross, supra note 261*, at p. 510.

278 יצוין, כי איני בודד לגמרי בדעתי זו. זו היתה (לפי מיטב הבנתי) גם דעתו של השופט קדמי בדעת מיעוט בפרשת לוינקופ. ראו – שם, בעמ' 250–252.

279 *Fischel & Ross, supra note 261*.

ולמעט במקרה בו הנסיבות מעידות בבירור על כוונת העושה.²⁸⁰ אף לא ברור מה הופך את ההוראה שנתן ה"עושה" לפעולת אמת ומה מחשיד אותה כפעולה מלאכותית, כביכול (אלא אם כן מדובר בפעולת תרמית מובהקת, כגון "עסקה מלאכותית" או "עסקה מתואמת"). אם נותן ההוראה נוטל על עצמו סיכון, כי ההוראה תתבצע בפועל והוא יאלץ להיפרד מכספו, כלל אין זה ברור כי נכון לאפיין פעולה כזו — אף אם יש מאחוריה כוונה להעלות שער של אותה מניה — כ"פעולה מלאכותית". אכן, שופט המיעוט בפרשת לוינקופ, קבע כי —

"לא תכליתה של הפעולה היא הקובעת אם אותה פעולה הינה אמיתית או כוזבת, אלא עמידתה במבחן האמת. כל עוד הפעולה אמיתית והמצג שהיא מציגה אמיתי אף הוא — אין בכוח התכלית שחותרים להשיג באמצעות אותה פעולה כדי להפכה לפעולה כוזבת".²⁸¹

למרבת הצער, היתה זו דעת מיעוט, אך ראוי היה להפכה להלכה מחייבת. הניסיון להסיק כוונת מירמה מפעולות לגיטימיות בשוק ההון, אף כאלה המנצלות עד תום את כללי המסחר, הינו ניסיון שיש לדחותו מכל וכל. שוק הון המונע מהמשתתפים בו לנצל לטובתם המירבית את כללי המסחר, הינו שוק הון בלתי תקין, שכן מתיימר הוא לעסוק בכוונותיהם הנסתרות של השחקנים תחת לעסוק במעשיהם הגלויים.

הצגת הדברים, כאילו יש ביקוש "אמיתי", ומנגד — ביקוש "כזב" או "שקרי", הינה הצגה מלאכותית של מצב הדברים. בבורסה אין לדבר על ביקוש כזב, אלא אם כן מדובר על "עסקאות מלאכותיות" או על "עסקאות מתואמות" שהינן אכן פעולות הנגועות בתרמית. גם ביקוש בהיקף גדול, אשר צפוי — במידה רבה של סבירות — להסתיים בעליית שער חדה, אינו אלא ביקוש אמיתי לחלוטין, שכן נותן הפקודה נוטל על עצמו את הסיכון, כי הביקוש ייענה, בין במלואו ובין בחלקו.²⁸² סיכון זה, שהינו אינהרנטי לשוק ההון ולמסחר בבורסה, הוא-הוא המאפיין את פעולת ה"עושה" כספקולציה או כמניפולציה מותרת, ולא כמניפולציה אסורה או כמעשה תרמית.

הגישה הרווחת בפסיקת בתי המשפט, ולפיה ה"עושה" אינו רוצה ב"אמת" לרכוש אותו נייר ערך, מסכנת את המסד הבסיסי ביותר עליו נשען שוק ההון, הוא מסד הרצון החופשי של כל שחקן לפעול בשוק ההון בדרך לגיטימית, תוך ניצול נכון וחוקי של כללי המסחר.

בהקשר זה ראוי להזכיר את קביעת בית המשפט העליון, מפי הנשיא ברק, ולפיה יש להבחין בין המותר לבין האסור וכי לא כל ספקולציה היא מניפולציה.²⁸³

280 ראו, למשל, את קביעת בית המשפט העליון בפרשת הדיסקונטאים, שם נפסק, כי "כאשר פעולה במסחר נחזית על פניה להיות כשרה, דברים שבלבו של העושה הם שהופכים אותה לאסורה".
 ראו פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 520.
 281 פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 251.
 282 ראו, למשל, שם, פרשת לוינקופ-עליון, לעיל הערה 212.
 283 פרשת ואקנין-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 656-657.

יתר על כן, כפי שנאמר כבר לעיל בפרק זה (בהקשר של ההבחנה בין פעולה אמיתית לבין פעולת תרמית בבורסה), הרי שאי הבהירות באשר לגבולות המותר והאסור, סופה לפגוע בשוק ההון ובהתנהלותו החופשית. אם משקיעים לא יוכלו לדעת ולצפות באורח סביר איזו פעולה מותרת ואיזו פעולה עלולה להיחשד כתרמית, אך ורק בשל ייחוס של כוונה כזו או אחרת להם (כאשר אין ראייה ברורה שממנה ניתן להסיק קיומה של כוונה כזו), ירתיע הדבר משקיעים מלהיות מעורבים במסחר בבורסה. הרתעת יתר כזו סופה להרחיק את ציבור המשקיעים מהבורסה, ולכך יכולות להיות השלכות על כלל הפעילות הפיננסית והעסקית בישראל.

ייתכן שאחד הפתרונות לקשיים האמורים בזיהוי מניפולציה אסורה, הינו המלצתה של ועדת גבאי, שלפיה יקל המחוקק הישראלי על מלאכת התביעה באמצעות קביעת חזקות סטטוטוריות, אשר יעבירו על שכם הנאשמים את נטל ההוכחה.²⁸⁴ ראוי לציין לסיום דיון זה, כי כבר הובעו דעות, שלפיהן קיימות גם "מניפולציות חיוביות", להבדיל ממניפולציה שלילית שאסורה על פי הדין. לפי גישה זו, מניפולציה "חיובית" מתרחשת כאשר המניפולטור פועל על סמך הערכה כנה כי נייר הערך נסחר בשווי לא ריאלי, או לא "נכון", ואזי הוא יפעל על מנת לשנות את שער נייר הערך באמצעות ביצוע פעולות במסחר בבורסה.

ניתן לראות, כי מדובר בהבחנה המבוססת על היסוד הנפשי בפעולתו של המניפולטור, קרי — גם המלומד ידלין, המצדד בהבחנה כזו, רואה את ההבדל בין מניפולציה "חיובית" לשלילית כנעוץ בכוונתו של הפועל ובמודעותו.²⁸⁵

איננו שותפים לדעה זו, שכן ההבחנה היחידה השרירה בין מניפולציה "חיובית" ל"שלילית" היא כוונת המירמה המתלווה לפעולתו של ה"עושה". מניפולציה היא מותרת כל עוד אין מאחוריה כוונת מירמה ואין חשיבות אם היא תורמת, אם לאו, למנגנון השוק ולקביעת מחיר "אמיתי" או "נכון" לנייר הערך. ממילא, ניתן לתהות אם אמנם יש יסוד לתפישה בדבר קיומו של מחיר "אמיתי" לנייר ערך, שכן מחירו משתנה מעת לעת על פי כללי היצע וביקוש בשוק. בניגוד לידלין, איננו סבורים כי יעילות השוק ושכלולו הם המטרה הדומיננטית של דיני ניירות ערך, אלא דווקא יצירת שוק שוויוני והוגן של ניירות ערך. ההגינות והשוויון בהזדמנויות הם היעדים האמיתיים של הסדרת המסחר בניירות ערך, ולא דווקא יעילות השוק.

גישת ידלין, לפיה המניפולטור פועל "לשכלול השוק" כאשר הוא פועל להעלאת שער נייר ערך (שהוא מאמין כי הוא נמוך מדי), אינה יכולה להתקבל.²⁸⁶ אם אדם פועל בדרכי מירמה (למשל — באמצעות "עסקאות מתואמות" או "עסקאות מלאכותיות"),

284 ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 40.

285 ראו ידלין, לעיל הערה 270, בעמ' 469–470, וכן בעמ' 473. לגישתו של ידלין, מניפולציה כזו הינה "חיובית", שכן היא מסייעת למנגנון השוק.

286 ראו ידלין, לעיל הערה 270, בעמ' 486.

ספק רב, אם ניתן לקבל כחוקית את פעולתו, גם אם תתקבל כהנחה טענתו כי המניע לפעולותיו היא אמונה אמיתית ששער נייר הערך בבורסה נמוך משערו ה"נכון".

3.4 ויסות מניות ופעולות ל"ייצוב" שער כתרמית בניירות ערך

3.4.1 כללי

מהו "ויסות" מניות?

ועדת בייסקי, אשר נתבקשה לבדוק את הרקע ואת הגורמים לוויסות המניות הבנקאיות ולמשבר שנוצר בעקבות ויסות זה ציינה, כי הביטוי "ויסות" היה אמנם שגור בפי כל בשנות ה-70' ובראשית שנות ה-80' בישראל, אך משמעות הביטוי לא היתה ברורה כלל. יתרה מזאת, לעתים, כוונת הדוברים בביטוי "ויסות", היתה למשמעויות שונות בתכלית.²⁸⁷

המונח "ויסות" נושא עימו הקשר חיובי-לכאורה, ולא היא. ועדת בייסקי קבעה, חד-משמעית, כי ויסות מניות אינו זהה לפעולתו של "עושה שוק", כפי שזה מוכר בבורסות שונות ברחבי העולם. זיהוי פעולת הויסות עם "עושה השוק" נועדה, לדעת ועדת בייסקי, להעניק מידה של לגיטימציה לפעולות הויסות, אותן נקטו הבנקים. השוואה זו, כך נקבע, הינה מופרכת מיסודה, שכן "עושה השוק" מגיב להתפתחויות במהלך המסחר. תגובותיו נועדו למתן תנודות חריפות בשוק, באמצעות קליטת היצעים או ביקושים גדולים או פתאומיים. עושה השוק, להבדיל מהמווסת, אינו פועל בניירות ערך בהם יש לו עניין כלשהו. העניין האישי היחיד של "עושה השוק" הינו הרווח, המופק על ידו כתוצאה מההפרש בין מחיר הקנייה לבין מחיר המכירה של ניירות הערך, אותם רכש, ואין לו עניין להשפיע על שער נייר הערך.

"כאן המקום לציין שפעולות ההתערבות במחירי ניירות הערך נעשו תחת הכותרת 'ויסות', כאשר הכוונה לדמותן לפעולות של אלה המכונים עושי שוק או specialist הפועלים בבורסות שונות. בשלב זה ייאמר רק כי אין כל דמיון בין מה שנעשה על ידי הבנקים לבין פעולתו של עושה שוק".²⁸⁸

ועדת בייסקי הגדירה את הויסות, כפי שבוצע על ידי הבנקים בישראל בשנות ה-80', כדלקמן:

"בגדר המונח 'ויסות' נכללים כל אותם אמצעים ופעולות שנקטו על ידי הבנקים, ישירות או בעקיפין, במטרה להשפיע על מחירי הניירות הבנקאיים ועל התשוואה שהם מניבים".²⁸⁹

מטרת ויסות המניות, אשר בוצע על ידי הבנקים, היתה למנוע ירידת שעריהן של

287 דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 8.

288 ראו שם, בעמ' 28. להרחבה בנושא "עושי שוק" ובנושא התוכנית להכנסתם לבורסה לניירות ערך בתל אביב ראו בסעיף 8 לפרק ד' בספר זה העוסק בבורסה לניירות ערך.

289 שם, בעמ' 9.

המניות הבנקאיות, על אף ההיצעים עצומי ההיקף שהזרים הציבור הרחב למניות אלו בראשית שנות ה-80'. ואולם, הבנקים לא הסתפקו בבלימה ובקליטה של ההיצעים הגדולים. הם ביקשו לעשות יותר מכך, ובניגוד גמור למגמת השוק המתחייבת מהזרמת ביקושים כה גדולים – הם ביקשו לחזק את אמון הציבור במניות אלו. לשם כך לא זו בלבד שהם מנעו ירידת שערים, אלא הגדילו לעשות ודאגו – באמצעות הזרמת ביקושים נגדיים גדולים – להעלאה מלאכותית של שערי אותן מניות. בפרשת הבנקאים קבע בית המשפט העליון, כי מטרת הבנקים במדיניות הוויסות, אותה נקטו, היתה להשפיע באופן מלאכותי על שערי המניות שלהם.²⁹⁰ שערי המניות, כך קבע בית המשפט העליון באותה פרשה, לא נקבעו עוד, כמתבקש, על פי ההיצע והביקוש של ציבור המשקיעים –

“אלא על גבי העקרון הנ”ל הולבשה מערכת מתוכננת ומתוחכמת שגילתה מעורבות משלה במסחר במניות, ובדרך כזו השפיעו על שערי המניה הבנקאית כפי שנקבעו מדי יום ביומו בבורסה לניירות ערך. כתוצאה מכך, בפועל נקבעו המחירים לא על פי מה שהיה מתבקש במסחר היזום של המשקיעים, אלא על פי שילוב של שני גורמים שלא אחת משכו לכיוון שונה. הגורם האחד הוא – זה הטבעי – ההיצע והביקוש של ציבור המשקיעים, והגורם האחר – זה המלאכותי – הוא בפעולות ההתערבות של הבנקים עצמם.”²⁹¹

יעדם של הבנקים במדיניות הוויסות אותה נקטו היה ליצור למניותיהם דימוי ציבורי יציב ובטוח. הם שאפו להפוך את מניותיהם לאטרקטיביות עבור ציבור המשקיעים, תוך יצירת דימוי ורושם כי מדובר בניירות ערך ששעריהם אינם חדלים לעלות ואינם יכולים לרדת.²⁹²

ראוי, עם זאת, להאיר גם את צידו החיובי יותר של הוויסות, כפי שהוצג על ידי בנק ישראל, גם בתקופת הוויסות. “ויסות”, כך התבטא ויקטור מדינה, אז איש בנק ישראל, “צריך להיות. בכל משק מתוקן יש מווסתים. הבעיה היא להגדיר מה מותר ומה אסור לעשות למווסת”. ובהמשך דבריו, כפי שהם מצוטטים בפסק הדין בפרשת הבנקאים, הוסיף מדינה ואמר:

“ויסות השערים במשמעות המקובלת הוא חלק הכרחי של שוק מסודר שבא כדי למנוע תנודות חריפות לשני הכיוונים כתוצאה מגורמים מקריים. הבעיה שקשורה בוויסות שערים, כפי שהוא קיים בבורסה של תל אביב, שהויסות הוא הרבה מעבר למה שאפשר להצדיק במונחים של פעילות שוק מסודרת.”²⁹³

290 פרשת הבנקאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 268.

291 שם, שם.

292 שם, בעמ' 269.

293 שם, בעמ' 319.

ראוי להעיר, כי דברי מדינה אלה, ככל שהם נוגעים להכרחיותו של ויסות למשק תקין, אמורים להיות מיוחסים לפעולות "ייעוב" במתכונת של "עושי שוק", ולא לפעולות "ויסות" מהסוג שבוצע על ידי הבנקים בישראל בשנות ה-80' כאמור. ההבדל בין הייעוב לבין הוויסות הינו הבדל מהותי היורד לשורש העניין והמשליך גם על מידת הלגיטימיות של הפעולה האמורה.²⁹⁴

יש לזכור, כי ועדת בייסקי קבעה שוויסות המניות על ידי הבנקים בישראל גרם לשינוי מוחלט של שוק ההון בישראל.²⁹⁵ אף שוועדת בייסקי לא תפקדה בתפקיד שיפוטי (אלא כוועדת חקירה ממלכתית), ולא דנה באשמתם הפלילית של הבנקים ומנהליהם, הרי בכל זאת היא נדרשה לשאלה, אם הוויסות הותר, או שמא נאסר, בלשון החוק בישראל. הבנקים טענו להגנתם, כי החוק התיר ביצוע ויסות והסתמכו לשם כך על שתי הוראות בחקיקה הישראלית, בהן נזכר המונח "ויסות":

האחת — סעיף 152(א)(8) לחוק, המסדיר הגנה מפני עבירת שימוש במידע פנים במקרה של ויסות מניות, בתנאים האמורים באותו הסעיף. השנייה — סעיף 4(4) לחוק למימון מבצע שלום הגליל, התשמ"ב-1982, שקבע, כי שר האוצר רשאי לפטור מחובת תשלום היטל שלום הגליל, בין היתר — "מכירה של נייר ערך בנקאי מסוים, בידי תאגיד פלוני לתאגיד פלוני אחר, למטרת ויסות..."

הוועדה ביכרה שלא להכריע בסוגיה זו, אם כי קבעה, כי לא מצאה בחקיקה הישראלית ראייה לכך שהמחוקק ביקש ליתן הכשר לפעולות אסורות, כגון מניפולציות אסורות, תרמית וכדומה. הוועדה קבעה, כי ניתן לראות, מחד גיסא, כי המחוקק הראה, בחקיקת סעיף 4 לחוק למימון מבצע שלום הגליל, "אהדה לתהליך הוויסות ונכונות להקל עליו", כדבריה.²⁹⁶ עם זאת, סברה ועדת בייסקי, כי לכל היותר ניתן לקבל את הטענה כי המחוקק הכיר בוויסות והכשיר אותו במובנו הצר, ולא במובנו הרחב. קרי, המחוקק הסכים, לכל היותר, להכשיר ויסות שמהותו היא התערבות במחיר נייר הערך, באמצעות קנייה או מכירה, התערבות שאינה נעשית "בדרכי תרמית". ויסות במובן ה"צר", לפי גישת ועדת בייסקי, הינו ויסות אשר מאפיין נוסף שלו הוא העובדה שהוא נעשה באופן אקראי, בתגובה למגמות השוק, ולא באופן קבוע ושיטתי.²⁹⁷

ועדת בייסקי קבעה, כי המחוקק בוודאי לא התכוון להכיר בוויסות במתכונת של עבירת התרמית בניירות ערך על פי סעיף 54 לחוק. הוויסות, אשר נוהל על ידי הבנקים באותה עת, התעלם, כזכור, מכל חובות הדיווח והגילוי והתנהל תחת מעטה כבד של חשאיות. ויסות כזה אינו יכול להיחשב כוויסות במובן הצר, אלא הרחב, ולא על ויסות כזה ביקש המחוקק להגן. הוועדה סברה, כי פעילות הבנקים נעשתה

294 לעניין ההבחנה בין ייעוב לבין ויסות ראו בסעיפים 3.4.2-3.4.3 להלן לפרק זה.

295 דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 61.

296 שם, בעמ' 343-346.

297 שם, בעמ' 346.

תוך הסתרה שיטתית של פעולות הוויסות לא רק מהציבור הרחב אלא אף מהרשויות, כגון מהפיקוח על הבנקים. כך קבעה הוועדה בעניין זה:

"אפילו כלפי הרשויות המפקחות גילו הבנקים יחס של אי-גילוי בכל הנוגע לוויסות. הם נקטו בצעדים מיוחדים, מתוחכמים מאוד בחלקם, כדי לנתק עצמם כלפי חוץ ממימון הוויסות. פעילות זו מובילה לשתי מסקנות: האחת, שהם עצמם ידעו שהיא אינה מותרת ולכן ניסו להסוותה, והשנייה שהמשקיפים מהצד, והמחוקק בכללם, לא היו ערים למשמעות המלאה של מה שמכונה בפי הבנקים וויסות".²⁹⁸

בתי המשפט נדרשו אף הם לשאלה, אשר אף העסיקה שתי ועדות ציבוריות – ועדת בייסקי וועדת גבאי – והיא, אם פעולות לוויסות מניות, או ל"ייצוב" שערים, עלולות להיחשב כמעשי תרמית.

בפרשת טמפו התעוררה שאלה זו בכל חומרתה, שכן, לטענת התביעה, חברת טמפו, ביחד עם חברה-בת פרטית שלה, פעלו ל"ייצוב" שערי החברה הבורסאית, טמפו. יהושע לוינהר, חשב ומנהל הכספים של קבוצת טמפו, הואשם בכך שניצח על הפעילות הבורסאית של שתי החברות. מדובר בפעילות שנועדה למנוע ירידת שער של מניית טמפו, במועד סמוך להנפקת מניות טמפו לציבור, הנפקה שבמסגרתה מכרו בעלי שליטה חלק ממניותיהם באמצעות הצעת מכר לציבור. במועדים הסמוכים להנפקה ולהצעת המכר דאגו לוינהר ושתי החברות להזרים ביקושים כנגד מגמה למניות טמפו, וזאת, במענה להיצעים שהיו, אם היו, במניות אלו. באופן זה רכשה החברה-הבת, טמפו פלסטיק, מניות אשר היו כ-40% מכלל אחזקות הציבור במניות טמפו.²⁹⁹

הפעולות המכוונות לקליטת ההיצעים, כך נטען, היוו פעולות של תרמית בניירות ערך, שכן הן יצרו מצג שווא בפני המשקיע הסביר באשר לשערי מניות טמפו. מדיניות עקבית זו לא מצאה ביטוי ראוי בדיווחי החברה לבורסה, וכן לא בתשקיף שפרסמה. מחדלי הדיווח האמורים נעשו בניגוד להוראות סעיף 16 וסעיף 25 לחוק, ושימשו גם ראיה מחזקת לעניין התרמית.³⁰⁰

חברת טמפו טענה באותה פרשה, אשר נדונה בשלוש ערכאות, כי היא אמנם "ייצבה" את שער המניה, אך הדבר לא נעשה ב"דרכי תרמית". טענה זו נדחתה על-ידי כל שלושת הערכאות.³⁰¹

298 שם, בעמ' 343–344. יצוין עוד, כי ועדת בייסקי שפכה קיתונות של ביקורת על מדיניות הוויסות אותה נקטו הבנקים המסחריים בישראל, תוך עמידתן מנגד של כל רשויות הפיקוח. הוועדה מתחה ביקורת על עצם נסיונם של הבנקים להציג את מדיניות הוויסות כמדיניות לגיטימית. ראו דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 27–29.

299 פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיפים ג'–ד' לפסק הדין.

300 שם, בסעיף י"ב לפסק הדין.

301 ראו פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, פרשת טמפו-מחוזי, לעיל הערה 147, וכן פרשת טמפו-עליון, לעיל הערה 6.

דיני ניירות ערך

אין ספק, כי העובדה שהנאשמים נמנעו מלגלות לציבור המשקיעים אודות פעולות הייצוב, אשר ננקטו על ידם, היוותה גורם רב משקל להרשעתם בעבירת תרמית.³⁰² מדיניות השתיקה וההסתרה אותה נקטו בעלי השליטה בחברת טמפו, היא שיצרה את מצג השווא שהוצג על ידם בפני ציבור המשקיעים. מצג שווא זה הוא-הוא הראיה הניצחת לתרמית. אכן, כפי שקבעה ועדת בייסקי, פעולות ויסות אינן מתיישבות, מטבען, עם גילוי מלא.³⁰³ בהקשר זה יצוין, כי בדו"ח הוועדה, כמו גם בפסק הדין בפרשת הבנקאים, צוין, כי בשנת 1979 דרשה הרשות לניירות ערך מהבנקים לגלות בתשקיף פרטים הנוגעים לוויסות המניות, אשר נעשה על ידם.³⁰⁴

ניתן להצביע על שני גורמים עיקריים, כעולה מפרשת הבנקאים ומדו"ח ועדת בייסקי, היכולים להדריכנו בתיחום המותר והאסור בכל הנוגע לוויסות מניות וייצוב שעריהן: הגורם האחד הינו נושא הגילוי, או במילים אחרות – שקיפותה של מדיניות הוויסות. הגורם השני הינו טכניקת הוויסות-ייצוב ומידת היותה מחוללת שינוי, או שמא רק מגיבה לשינוי קיים.

3.4.2 גורם החשאיות

כפי שהודגש חזור והדגש, הן בדו"ח ועדת בייסקי והן בפסקי הדין בפרשת הבנקאים, הרי אות הקיץ של מדיניות הוויסות היה אותן חשאיות וסודיות, אשר אפפו את פעולות הוויסות, אותן נקטו הבנקים המסחריים בישראל לאורך שנים. אכן, ועדת בייסקי ציינה, כי בשלבים המוקדמים של הוויסות, הוא נשמר בגדר סוד אף מרשויות הפיקוח עצמן.³⁰⁵ העובדה, שמדיניות הוויסות הוסתרה זמן רב כל כך מידיעת הציבור הרחב, היא הנותנת, כי מדובר היה במדיניות אשר הבנקים עצמם ראו בה מדיניות פסולה וראויה לגינוי.

יתרה מזאת, מעטה הסודיות הוא המאפיין את מדיניות הוויסות כמדיניות בעלת סממן תרמיתי בעליל, שהרי ציבור המשקיעים לא ידע אודות הוויסות, לא ידע כי שערי המניות הבנקאיות עולים באופן מלאכותי ובמנותק מערכם האמיתי. ציבור

302 פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף כ"ז לפסק הדין.

303 ראו דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 104.

304 ראו שם, בעמ' 23. כן ראה פרשת הבנקאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 324. עם זאת, מדובר בהוראה שהתייחסה לפרסום בתשקיף ולא בדיווחים מידיים, ועל כן תדירותו של פרסום זה היתה מוגבלת ביותר, מלכתחילה. בשלב מאוחר הרבה יותר, בחודש מאי 1983, בסמוך למפולת המניות, הורתה המפקחת על הבנקים לבנקים לרווח באופן שוטף על רכישותיהם לחשבונות ה"נוסטרו" שלהם במסגרת הוויסות. אך היה זה בבחינת מעט מדי, מאוחר מדי. ראו דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 47.

מנגד יצוין, כי ועדת בייסקי סברה, כי פרסום המידע אודות הוויסות, לא רק שלא השיג את מטרתו, אלא נהפוך הוא: "המידע שניתן, יותר משהרתיע בפני רכישת המניות, העניק להן פרסומת, שכן הציבור סמך על המדיניות שפורסמה. בד בבד גדלה גם מחויבות הבנקים כלפי הציבור להמשיך במדיניות הוויסות". שם, בעמ' 23.

305 שם, בעמ' 104-105 וכן בעמ' 120.

המשקיעים לא ידע, ולא יכול היה לדעת, כי שערי המניות הבנקאיות עולים אך ורק בשל מדיניות הוויסות של הבנקים, אשר "תמכו" בשערי מניותיהם באופן מלאכותי. יש לזכור ולהדגיש, כי עקב הוויסות, לא רק שההיצעים הגדולים שהזרים הציבור לא הניבו ירידות שערים, אלא שלנוכח התערבותם המלאכותית של הבנקים במהלך המסחר, שערי אותם ניירות ערך אף עלו. בפעולות אלו הטעו הבנקים את ציבור המשקיעים והוליכו אותו שולל.

ניתן לומר, כי אילו נקטו הבנקים מדיניות של "שקיפות", קרי – של גילוי ודיווח מלאים ושיטתיים של מדיניות הוויסות, היה נשלל אל-נכון אלמנט התרמית מפעולתם, אם כי ניתן להניח כי אזי הוויסות עצמו היה עלול להיכשל. מדיניות ההסתרה היא אשר הפכה את מדיניות הוויסות למלאכת תרמית והטעיה, והיא אשר הכשירה את הקרקע להרשעת הבנקים ומנהליהם בעבירת תרמית בניירות ערך, כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק.

טכניקת הוויסות: טכניקת הוויסות, באמצעותה פעלו הבנקים, מאפיינת אף היא את הוויסות כפעולה מניפולטיבית, וככזו – אסורה על פי הדין.

כפי שצוין בהכרעת הדין של בית המשפט העליון בפרשת הבנקאים, טכניקת הפעולה העיקרית של הבנקים היתה בהזרמת ביקושים בשלב ה"לידר", שלב פתיחת המסחר.³⁰⁶ משמעות הדבר, שהבנקים ביקשו להשפיע על מגמת המסחר, ולא הסתפקו בקליטת היצעים, אם יהיו, ובפעולות "ייצוב".³⁰⁷

פעולת הבנקים היתה כך: הם דאגו להזרים ביקושים גדולים לשער מניותיהם, ביקושים אשר היו אמורים להיות גדולים מההיצעים הצפויים, מצד הציבור. מאחר שהבנקים מרכזים בידיהם את מרבית פעולות ציבור המשקיעים, נקל להבין מהיכן ידעו הבנקים להעריך, מבעוד מועד, את היקף ההיצעים הצפויים מצד הציבור, בכל אחד מימי המסחר. מאחר שהביקושים שהזרימו הבנקים היו גדולים מההיצעים שהזרים הציבור, עלה בידי הבנקים לקבוע את מגמת המסחר. בדרך זו, בשליטה

306 פרשת הבנקאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 269. קביעה זו הוחלה על כל הבנקים שנאשמו, למעט בנק המזרחי המאוחד.

307 יש להבהיר, כי כללי המסחר בבורסה קבעו באותם ימים, כי לאחר שמתקבלות כל פקודות ההיצע והביקוש בשלב המסחר הראשון, ה"לידר", נקבעת מגמת המסחר (עליית שער או ירידתו), וזאת, על פי ההפרש בין ההיצע לבין הביקוש. על כן, אם בבוקרו של יום מסחר היה עודף ביקוש על היצע, מגמת המסחר היתה עליית שער, ולהיפך – אם יש עודף היצע, הרי שמגמת השער של אותו נייר ערך תהיה בכל אותו יום מסחר ירידת שער. משמעות כלל זה הינה, כי מרגע שנקבע כי מגמת המסחר באותו נייר ערך תהיה מגמת עלייה, הרי שהשער לא יירד באותו יום, ולכל היותר יהיה שער הסגירה בתום יום המסחר זהה לשער הפתיחה, קרי, לא יהיה כל שינוי בשער נייר הערך. ואולם, לא ייתכן שהשער יירד, אם מגמת המסחר בשלב ה"לידר" היתה עלייה של השער. הוא הדין אם מגמת המסחר תיקבע לירידת שער בתחילת המסחר. במקרה כזה שער נייר הערך אינו יכול לעלות, אלא, לכל היותר, להישאר ללא שינוי באותו יום. כפי שכבר צוין בפרק זה לעיל, שיטת המסחר הנוכחית בבורסה בתל אביב (שיטת הרצף) שונה תכלית שינוי ומונעת אפשרות של שליטה או השפעה בדרך האמורה על שערי המניות.

דיני ניירות ערך

על מגמת המסחר וביצירת עליות שערים מלאכותיות, יכלו הבנקים לשלוט בשערי מניותיהם ולמנוע ירידתם.³⁰⁸

טכניקת הפעולה האמורה של הבנקים מעידה, כי פניהם לא היו ל"ייצוב" שערים גרידא, אלא לשליטה ולהשפעה על שערים אלו, בדרך של ויסות מניפולטיבי. ככלות הכל, ההבדל העקרוני בין ה"מייצב" לבין ה"מווסת" הינו העובדה שהמייצב פועל בתגובה למהלך המסחר ואינו מתערב ביצירת המגמה עצמה. יתרה מזאת, כפי שיובהר להלן, המייצב אמור לפעול באופן נקודתי, מקרי וחד פעמי, ולא באופן שיטתי, כפי שפעלו הבנקים בישראל.³⁰⁹

3.4.3 תיאוריית ה"ייצוב"

ועדת גבאי, אשר ביקשה להציע רפורמות תחקיתיות בשוק ההון בעקבות מפולת המניות של שנת 1983, איפיינה את ה"ייצוב" (stabilization), המותר על פי הדין, כבעל שני רכיבים עיקריים:

האחד – התערבות הגורם המייצב אינה יזומה מראש, אלא היא באה בתגובה לאירועים המתרחשים במהלך המסחר. השני – פעולות הייצוב מיועדות לשם מיתון תנודות חריפות בשערי ניירות ערך והן נעשות באופן נקודתי וחד פעמי, בלי לשנות את מגמת המסחר.³¹⁰

פעולת ייצוב, ובכך ייחודה, להבדיל מפעולה מניפולטיבית, אינה מיועדת להשפיע על שערי ניירות ערך ואין יעדה שינוי שער, כי אם ייצובו תוך מיתון ו"ריכוך" תנודות חריפות וקשות. במילים אחרות, ה"מייצב" מבקש לפעול בשם אינטרס ציבורי של מיתון תנודות חריפות ומניעת זעזועים קשים בשערי ניירות ערך:

"ייצוב שערי ניירות ערך מתאר פעילות בשוק ניירות הערך המכוונות להשפיע על שערים במטרה למנוע תנודות שערים חריפות פרי נסיבות מקריות ולאפשר קיום מסחר תקין והוגן בבורסה".³¹¹

הגבול בין ייצוב מותר לבין ויסות אסור בניירות ערך, הינו גבול דק עד מאוד, ולו משום שלא אחת גבול זה הינו פרי עינו של המתבונן: לעיני אחד תיראה הפעולה כ"ייצוב" ולעיני אחר – כוויסות, שתכליתו להשפיע בדרכים אסורות על שער נייר ערך.

308 פרשת הבנקאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 269-270.

309 אכן גם מנכ"ל הבורסה באותם ימים, יוסי ניצני, סבר אף הוא – כפי שהדבר צוטט בפרשת הבנקאים – כי המצב הרצוי הינו שהמווסת לא ייזום שינוי, אלא רק יגיב ביחס למצבים הנוצרים בשוק. משום כך, סבר גם הוא כי פעולת הבנקים כבר בשלב ה"לידר" היתה בעייתית, שכן הוויסות היה צריך להיות מכוון למניעת תנודות חריפות ולא להשפעה על שערי המניות ועל מגמת המסחר. ראו שם, בעמ' 320.

310 דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 21 ובעמ' 48.

311 שם, בעמ' 20.

אין מחלוקת, כי ראוי שהדין יבחין באורח טוב וברור יותר בין האסור למותר בתחום זה, אך הבחנה כזו אין בנמצא, וגם פסקי הדין בנושא זה מתקשים להבהיר סוגיה מורכבת זו.³¹²

ועדת גבאי התבססה בעניין זה על הגדרת המונח "ייצוב שערים" בכללי הבורסה לניירות ערך בתל אביב באותה העת:

"התערבות במהלך המסחר בנייר ערך בבורסה, בתגובה לביקוש או הצע, במטרה לשמור על רציפות שערים תוך מיתון תנודות חדות בהם כתוצאה מפעילות שולית, בלי להשפיע על שינוי מגמת השערים במטרה להקטין ככל האפשר את תדירות השינוי בה".³¹³

על מנת שפעולה בבורסה תיחשב לפעולת "ייצוב" חייבת היא להתאפיין בארעיות, קרי – עליה להיות פעולה זמנית. זאת ועוד, חייבת הפעולה להתאפיין בהיותה מגיבה על אירועים ולא יוזמת אותם, שכן תכלית הייצוב היא להתמודד עם לחצי שוק ארעיים ולמנוע קריסה של שערי נייר הערך. כפי שהוגדר לא-אחת, ה"מייצב" הינו "רוכש בעל-כורחו" (reluctant purchaser), אשר מגיב לאירועים ואינו פועל אלא במידה הנדרשת לשם ייצוב.³¹⁴

ניתן להסיק מדברים אלה, כי אם, למשל, מתיימר אדם לפעול למניעת קריסה במניה כלשהי, הוא יפעל באופן שאכן ימנע קריסה, אך לא מעבר לכך, קרי – ברגע בו תיבלם ההתמוטטות הוא יחדל מפעולתו היזומה. הוא לא ימשיך ל"ייצב" את המניה, מקום שזו כבר התייצבה לה. הקושי, עם זאת, הוא בזיהוי ה"מייצב" ובאיבחון מהמניפולטור. במילים אחרות, מעת בה ניתנה הרשות לפעול ל"ייצוב" שערים, קשה להבטיח מניעת פעולותם של מניפולטורים, אשר בכסות של "ייצוב" שערים לגיטימי, לכאורה, יבקשו להשפיע על שערי ניירות ערך. ככלות הכול, במצבים מסוימים, גם מניעת תנודות חריפות מדי בשער נייר ערך, עשויה להניב תועלת כספית משמעותית לבעלי העניין בחברות ציבוריות, למשל – במועדים הסמוכים לפרסום תשקיף, הצעת מכר או הצעת רכש, וכדומה.

ועדת גבאי אכן התייחסה לנושא זה ונתנה דעתה לקושי בהבחנה בין ייצוב לבין מניפולציה אסורה, הבחנה שהינה, כאמור, בעייתית ביותר ולעתים אף מאולצת:

"הטענה המרכזית נגד מתן לגיטימציה לפעולות ייצוב במשמעות האמורה היא כי יש בכך פגיעה בעקרון השוק החפשי במובן זה שנוצר מצג בלתי נכון כאילו פעילותם החפשית של כוחות ההיצע והביקוש היא שהביאה לקביעת שערו של נייר הערך, בעוד שלאמיתו של דבר שערו נקבע באופן מלאכותי באמצעות

312 ראו בעניין זה ד"ר א' פרוקצ'יה, "מגמות החקיקה בתחום שוק ההון" רבעון לבנקאות כ"ה 97 (אלול תשמ"ו-ספטמבר 1986), בעמ' 74.

313 ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 20.

314 ראו פרשת טמפר-מחוזי, לעיל הערה 147, בעמ' 21.

פעולת הייצוב. מבחינה זו קיים צד משותף לייצוב שערים ולמניפולציה בכך שבשתייהן קיימת התערבות בפעילות החפשית והבלתי מופרעת של מנגנון השוק, במגמה להשפיע על שערי ניירות הערך.³¹⁵

ובהמשך קבעה ועדת גבאי —

“על נקודת האבחנה בין ייצוב שערים למניפולציה, יעידו הדברים הבאים: הסרונותיו של מנגנון קביעת המחירים הם העומדים ברקע ההסדרים המקובלים לויסות שערי ניירות הערך. המבחן המאפשר לקבוע אם הסדרים מוסדיים המשפיעים על קביעת המחירים בשוק הם בגדר ויסות או שהם גולשים לעבר המניפולציה הוא בהגדרת מטרותיהם של הסדרים אלה ובקיום מערכת בקרה המבטיחה שהמטרות המוצהרות תישמרנה. הסדרים המכוונים למנוע תנודות שערים, שמקורן באי שכלול מנגנון השוק, יכולים להחשב בגדר וויסות שערים לגיטימי.”³¹⁶

אכן, בפרשת טמפו עלתה טענה מפי הנאשמים, ולפיה פעולה שנועדה לייצוב שער נייר ערך הינה לגיטימית, במיוחד כאשר מדובר בנייר ערך שסחירותו נמוכה, קרי, כזה שדי בביקושים או בהיצעים מוגבלים וקטנים כדי לגרום לתנודות חריפות וקיצוניות בשערו. פעולות ייצוב במצב זה, כך נטען, יכולות לשרת אינטרס כלל ציבורי של שמירה על יציבות שערים ומניעת תנודתיות חריפה מדי.³¹⁷

יוזכר, כי בפרשה זו רכשה חברה פרטית שבבעלות בעלי השליטה בחברה הבורסאית — טמפו, את מניות החברה הבורסאית. הדבר בוצע בהכוונת החברה האם הבורסאית בתקופה שקדמה להנפקה לציבור של מניות טמפו, והכל במטרה למנוע ירידת שערי המניה בבורסה.³¹⁸

פעולות אלו מצידה של החברה הפרטית, חברת טמפו פלסטיק, היו, על פי קביעות בתי המשפט השונים שדנו בעניין, פעולות “ייצוב” למניית טמפו, שעלו כדי תרמית בניירות ערך, שכן הן השפיעו בדרכי מירמה על שערי מניית טמפו. חברת טמפו פלסטיק טענה, כי הרכישות שביצעה היו פעולות “אמיתיות” ולא “עסקה מדומה” או “עסקה מלאכותית” וכי היא באמת ובתמים ביקשה והתכוונה לרכוש את מניות חברת טמפו הבורסאית. ואולם, בתי המשפט שדנו בסוגיה זו הכריעו, כי אף שמדובר ברכישות “אמיתיות”, אין הדבר שולל את כוונת התרמית הניצבת מאחוריהן, וזאת,

315 דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 21.

316 שם, בעמ' 22.

317 פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף כ"ב לפסק הדין.

318 בפרשת טמפו הועמדה לדין הן החברה הבורסאית — טמפו תעשיות בירה בע"מ, והן חברה פרטית שבבעלות משפחת בורנשטיין (בעלת השליטה בטמפו הבורסאית) — טמפו תעשיות פלסטיק (1984) בע"מ. זו האחרונה אחזה בכ-6% ממניות חברת טמפו הבורסאית. הרכישות האמורות היו בהיקף ניכר (כ-5.4 מיליון ש"ח) וכללו כ-90% מהמחזור כאותם מועדים.

במידה רבה עקב ההסתרה והחשאיות שאפפו את הפעולות ועקב העובדה, כי לא נעשה גילוי נאות כלפי ציבור המשקיעים אודות רכישות מכוונות ומתוכננות אלו.³¹⁹ דברים ברורים נאמרו בעניין זה על ידי השופטת אופיר-תום, אז בבית משפט השלום:

"נראה לי כי עיקר ביסוסה של טענת התרמית, בעניינו זה, מעוגן בסופו של דבר בעובדת אי-גילוייה של מדיניות רכישת המניות בה נקטו הנאשמים בבורסה ערב ההנפקה, בין אם מדובר הוא באי-גילוייה של ההחלטה לנקיטה בדרך זו ובין אם המדובר באי-גילוי בפועל".³²⁰

דברים אלה אומצו במלואם על ידי בית המשפט המחוזי באותה פרשה. על פעולת הנאשמים אמר השופט מודריק בבית המשפט המחוזי את הדברים הבאים:

"המערערים 'טיפלו' בשער מניית טמפו בירה. הם גרמו, כמו פעולתם, לשמירתו ברמה מסוימת על ידי פעולות יזומות שונות... בעשותם כן לא העמידו את ציבור המשקיעים על עצם הפעולה ועל סיבותיה. הם יצרו חשרת עבים מחשיכה סביב פעולתם באופן שאיש לא ידע את משמעותה".³²¹

בית המשפט העליון (מפי הנשיא ברק) התייחס לנושא זה בערעור השני בפרשת טמפו —

"הנה כי כן, החשש העיקרי ב'יצוב' הינו מצג השווא לפיו המניה הינה סחורה אטרקטיבית בשל אמון המשקיעים האחרים בה, בעוד שלאמיתו של דבר, שיערה מושפע במידה ניכרת על ידי המנפיק או החתם. בסופו של יום, חשש זה אינו אלא ביטוי לחוסר במידע מהותי עבור המשקיע הסביר. אין הוא יודע, עת סוחר הוא במניה, שיערה 'מיוצב' ולא נקבע כפונקציה של הערכת סיכוי וסיכון של משקיעים אחרים...".³²²

ובהמשך, מוסיף וקובע הנשיא ברק —

"החשש מפני פער המידע בין המנפיק והחתם, ה'מייצבים' את המניה, ובין המשקיע הסביר המסתמך אך על נתוני המסחר, וכן החשש מפני שימוש לרעה ב'יצוב' בכדי להטעות את שערי המניה כמטרה בפני עצמה, ולא רק כפעולה של יצוב שיערה הוביל, בארה"ב, להגדרה מצמצמת של 'היצוב' הלגיטימי, ולהטלת חובות על העוסקים ב'יצוב'.
... באופן דומה ניתן להלום מגבלה לפיה 'יצוב' יהיה מותר כל עוד הוא בא

319 שם, בעמ' 18–20.

320 ראו פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28.

321 ראו פרשת טמפו-מחוזי, לעיל הערה 147, בסעיף ב'(1)(ה) לפסק דינו של השופט מודריק.

322 פרשת טמפו-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 569.

למתן תנודות חריגות ומקריות, ולא להשפיע על המגמה כולה. היצוב צריך להיות בתגובה לשינוי פתאומי בשוק, ולא כגורם לתכנית בסיסית לעליית שער המניה".³²³

בפרשת טמפו טענו הנאשמים להגנתם, כי פעלו להשגת שני יעדים – האחד, ייצוב שער המניה ומניעת נפילתו עקב היצעים במהלך המסחר, והשני – איתות לציבור המשקיעים כי שער המניה נמוך יחסית לשער הריאלי ובהתאם לשווי האמיתי (הגבוה יותר) של החברה.³²⁴ טיעוני הגנה אלו נדחו אחד לאחד על ידי בית משפט השלום בנימוק, כי אף אם יש בסיס ב"תאוריית האיתות" מתרסקת היא אל מציאות העובדות בנסיבות אותו מקרה.³²⁵

בית המשפט דחה את טענת הנאשמים בדבר פעולת ייצוב לגיטימית בשל מספר טעמים:

ראשית, העובדה, שפעולות הייצוב לא הוגבלו לתקופת זמן קצרה ואף לא הוגבלו לתקופת ההנפקה, אלא התקיימו זמן רב לפני כן. בתקופת ההנפקה הוחרפה פעילות זו והתעצמה. שנית, היקף הרכישות על ידי בעלי השליטה בטמפו חרגו מעבר לפעולות ייצוב גרידא.³²⁶ שלישית, וחשוב יותר – טכניקת הפעולה של הנאשמים העידה, כי בניגוד למצופה מפעולת ייצוב, הזרימו הנאשמים, לעתים קרובות, גם הוראות רכישה בשלב פתיחת המסחר (שלב ה"לידר"), ולא כנגד מגמה.

במילים אחרות, פעולת הנאשמים לא היתה רק לשם קליטת היצעים, אם היו כאלו, אלא גם לשם הכתבת מגמת המסחר מלכתחילה. פעולה כזו, כך נפסק, אינה מתיישבת עם פעולת ייצוב, שאף לגביה מוטל ספק, כאמור, ביחס ללגיטימיות שלה ולחוקיותה.³²⁷ כל הקביעות הללו אומצו במלואן על ידי שתי ערכאות הערעור שדנו בפרשה זו, ובית המשפט העליון פסק בעניין זה –

"בעיקרה, פעולת הייצוב אינה אלה התערבות במסחר בנייר ערך מסוים תוך השפעה מכוונת על שער. המבדיל פעולה זו, ביסודם של דברים, ממניפולציה אסורה, הוא בראש ובראשונה תכליתה, והיא הצורך הקיים, לעיתים למנוע תנודות חריפות בשערה של מניה מסוימת..."

323 שם, בעמ' 570.

324 פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף י"ג וכן בסעיף ט"ז לפסק הדין. צוות ההגנה בפרשת טמפו גייס את פרופ' ח' לוי, אשר בחוות דעתו התייחס לנושא ה"איתות" והעיד כי כאשר קיים בשוק מצב של חוסר סימטריה באינפורמציה יש למנהלי החברה יכולת להעריך את הרווחיות העתידית טוב יותר מאשר לציבור המשקיעים. על ידי קניית מניותיה מאותה החברה (signals) ומודיעה לבעלי המניות כדלקמן: "דעו לכם ששווי המניה גבוה ממחיר השוק". ראו שם, שם.

325 שם בסעיף י"ט לפסק הדין. ראו גם פרשת טמפו-מחוזי, לעיל הערה 147, וכן פרשת טמפו-עליון, לעיל הערה 6.

326 יצוין, כי בפרשת טמפו דובר ברכישות בסך של כ-3.5 מיליון ש"ח, במונחי 1991, שהיוו כ-40% מכלל אחזקות הציבור במניות.

327 פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף כ"ו 2 לפסק הדין.

מטעמים אלה, ועל מנת לעודד גיוסי הון מוצלחים בבורסה, קיים אינטרס ברור של המנפיקים (והחתמים), כי שער המניה בשוק המשני יהיה – וייתייבב – מעל זה שנקבע בתשקיף בשוק הראשוני...
ודוק: ההתערבות היזומה במסחר במניה, שכל תכליתה היא אך ההשפעה על השער, ולא רק למטרת 'יצוב' – היא מניפולציה.³²⁸

אכן, אחד המאפיינים, המרכזיים וההכרחיים של פעולת "ייצוב" לגיטימית הוא היותה פעולה בתגובה לאירועים ולא פעולה היוזמת תהליכים. משמע, מי שמתיימר רק לייצב נייר ערך (ככל שפעולה זו מותרת) חייב לפעול רק בתגובה ובמענה להתרחשות בשוק המניות, ואין הוא יכול ליזום שינוי בשער המניה. לא במקרה הוגדר בספרות המייצב כ"רוכש בעל כורחו" – "Reluctant Purchaser". המייצב האמיתי, להבדיל מזה המבקש להשפיע בתרמית על שער נייר ערך, אכן יפעל רק במידת הצורך לשם ייצוב השער ולבלימת קריסת שער, אך לא יותר מכך. משום כך ברור, כי פעולת הייצוב, מעצם טבעה, חייבת להיות פעולה המוגבלת בזמן ובהיקף.³²⁹

בעניין שמירת הסודיות והחשאיות סביב פעולות הוויסות והייצוב ייאמר, כי ועדת גבאי אכן המליצה כי פעולת ייצוב תיעשה תוך הודעה מראש לרשות לניירות ערך על כוונת הייצוב. ועדת גבאי המליצה בנושא זה, כי ניתן יהיה לייצב מניות, אך זאת במגבלות שונות באשר לזהות המייצבים (בנק ישראל, חבר בורסה, מנפיק, מציע, חתם וכד') וכן באשר לפרסום הכוונה לבצע ייצוב בשערי נייר ערך.³³⁰ המלצתה זו של ועדת גבאי לא התקבלה, ויש להצר על כך. עוד נקבע בדו"ח הוועדה, כי פעולת ייצוב צריכה להימנע משינוי מגמת המסחר, ותיעשה רק כדי למתן אותה מגמה.

נדמה, כי הגורם המאפיין באמת את פעולת הייצוב, והמייחד והמבדיל אותה מכל פעולת ויסות או תרמית, הינו אלמנט הפומביות. פעולת ייצוב, אודותיה תדווח החברה לרשות לניירות ערך ולבורסה לניירות ערך מבעוד מועד, תאפשר צפיות מצד כלל ציבור המשקיעים להתערבות מבוקרת מצד התאגיד, ותיידע אותו בדבר פעולות הייצוב. רכיב הפומביות הוא זה המנטרל כל חשש לכוונת מירמה, שהרי המאפיין את המניפולטור הינו פעולתו החשאית, הנסתרת מהעין והערמומית. מעת בה יודיע התאגיד (או בעל העניין) ברבים על כוונת הייצוב שלו, הרי שלא זו בלבד שהציבור יוכל לכלכל צעדיו אף הוא, אלא שהוא יוכל גם להעריך נכונה את מגמות המסחר. בדרך זו יימנעו מהציבור טעויות בפרשנות מגמות המסחר, והוא יוכל לפרש מגמות אלו בהתחשב בפעולות הייצוב, אותן נוקט התאגיד הבורסאי או בעל העניין בו.³³¹

328 פרשת טמפו-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 569.

329 ראו בעניין זה גם פרשת טמפו-מחזוי, לעיל הערה 147, כסעיף ב'(1)(ו) לפסק דינו של השופט מודריק.

330 דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 48.

331 ראו, למשל, פרשת שפיר-שלום, לעיל הערה 162. שם התבססה ההרשעה, בין היתר, על כך שהנאשם הראשי, אריה שפיר, נמנע מלדווח לבורסה לניירות ערך, ובאמצעותה – לציבור המשקיעים, על פעולות התמיכה שביצע בשערי מניות בהן פעל, אף שהוא היה "בעל עניין"

דיני ניירות ערך

יתרה מזאת, ההודעה מראש מצד התאגיד לרשות לניירות ערך ולבורסה, תוכל לאפשר לרשויות אלו לנקוט אמצעים למניעת פעולת ייצוב, אם יהיו סבורות כי הדבר נעשה שלא כדין, כי אינו נחוץ כלל, או כי מדובר בפעולות ויסות או תרמית באמתלה של פעולות ייצוב.³³²

בארה"ב הוכרה כלגיטימית פעולת ייצוב בתנאים מסוימים אשר הוסדרו בחקיקה.³³³ כללים 10b-10 ו-10b-8 לכללי ה-SEC הינם חריגים לאיסור הכללי הקבוע בסעיף 9(A)(6) ל-Security Exchange Act האוסר ביצוע עסקאות בניירות ערך, שמטרתן ייצוב או קביעת שערי ניירות ערך. כללי ה-SEC, אשר מתירים, כחריג, ייצוב שערי ניירות ערך במהלך הנפקה לציבור קובעים –

“No person shall (I) begin to stabilize a security at price higher than the highest current independent bid price for such security or (II) raise the price at which he is stabilizing or (III) stabilize at a price above the current distribution price.”³³⁴

כלל 10b-6 לכללי ה-SEC אוסר ביצוע פעולות לייצוב, שיש בהן כדי “לעודד” פעילות בשוק בעת הפצת ניירות נערך במסגרת הנפקה לציבור והפצת ניירות הערך (distribution).³³⁵ האיסור האמור מסויג בכך שמותר לבצע פעולות ייצוב אשר יאפשרו ביצוע הנפקה לציבור, ימנעו קריסת מניות עם ההנפקה וכדומה. כך, למשל, קובע כלל 10b-7 לכללי ה-SEC, כי מותר לייצב שערי מניות במהלך ההנפקה, אם יובהר כי ההיתר מוגבל למשך ביצוע ההנפקה לציבור בלבד, כפוף לחובת הגילוי בדבר ביצוע “הייצוב”.³³⁶

באותן מניות. מנגד, הוא גם נמנע מלדווח על מכירות שביצע (מכירות שנכפו עליו על ידי הבנקים שהעניקו לו אשראי לרכישת ניירות ערך). שפיר טען, כי חשש שדיווח כזה יעביר מסר שלילי לציבור המשקיעים ויאזן את התמוטטות שערי המניות. בית המשפט (השופט בנימיני) דחה טיעונים אלו וקבע, כי הימנעות הנאשם מדיווח לציבור על פעולותיו, בהיותו “בעל ענין” ביססה את טענת התרמית שיוחסה לו. ראו פרשת שפיר-שלום, בסעיפים 87–91. בית המשפט סבר, כי דווקא ההימנעות מהדיווח היא שמנעה מהציבור אותם “איתותים” (שליליים) בדבר מצב המניות האמיתי. ראו שם, בסעיפים 95–97 לפסק הדין.

332 בהקשר זה ייאמר, כי, כפי שצוין בדו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, החלו הבנקים בישראל להודיע, בתשקיפים שפרסמו החל משנת 1979, על מדיניות הוויסות שלהם. ראו דו"ח הוועדה, שם בעמ' 23. לכאורה, עובדה זו צריכה להוכיח כי הכל היה, לכאורה, תקין בפעולות הוויסות. לא לגמרי. פרסום בתשקיף אינו משתווה כלל לפרסום באמצעות הדיווחים השוטפים, אלא הוא נעשה בתדירות נמוכה ביותר, ועל כן ממילא לא מקיים פרסום חלקי זה ולו חלק קטן מחובת הפרסום, אשר מן הראוי לדרוש ממי שעוסק בפעולות ויסות שיטתיות וממושכות.

333 ראו כללים מס' 10b-8, 10b-7 לכללי ה-SEC.

334 ראו כלל 10b-7 לכללי ה-SEC. כן ראו ניצני וקרת, לעיל הערה 1, בעמ' 624.

335 ראו את כלל 10b-6 לכללי ה-SEC.

336 ראו את כלל 10b-7 לכללי ה-SEC.

בהקשר זה ראוי להזכיר, כי בית משפט השלום קבע בפרשת טמפו כי לא החקיקה ולא מצב שוק ההון בארץ מאפשרים ייצוב, כפי שמותר על פי הדין האמריקאי למשל, וכי פעולות ייצוב אינן לגיטימיות על פי הדין בישראל.³³⁷ ועדת גבאי אכן סברה, כי חסרה בחקיקה הישראלית הוראה המסדירה פעולות ייצוב לגיטימיות.³³⁸ אין ספק, כי חוסר זה מורגש במיוחד לנוכח חשיבותה של פעולת הייצוב הלגיטימית, וההבדל בינה לבין פעולת התרמית והוויסות. דווקא הסדרתה של פעולת הייצוב, והרשאתה בנסיבות מסוימות בלבד, חשובה לשם הבהרת תחום עלום זה בשוק ההון. ככלות הכל, הסדר תחיקתי מתאים יאפשר לשרטט באופן בהיר יותר את גבולות המותר והאסור בנושא זה.

ועדת גבאי סברה, כי המאפיין את פעולת הייצוב והמייחד אותה מפעולת תרמית, הוא שפעולה שנועדה לייצוב שער תינתן במהלך המסחר, ולא לפני פתיחתו.³³⁹ בדרך זו יהיה ברור, כי פעולות הייצוב אכן מיועדות להגיב על היצעים או על ביקושים גדולים במיוחד, וכך יימנעו תנודות חריפות מדי בשוק ההון. בדרך זו לא ישמשו הפעולות לשם השפעה על שערי ניירות הערך.³⁴⁰

יצוין, עם זאת, כי לא אחת פועלים עברייני ניירות ערך במהלך המסחר, ולא רק בתחילתו.³⁴¹ ברור, אם כן, כי מלאכת הזיהוי וההבחנה בין מי שרק ביצע פעולת ייצוב לגיטימית לבין מי שפעל בדרכי תרמית, לא תהא קלה כל עיקר.³⁴²

ניתן להטיל ספק בקביעה, כי המאפיין האמור אכן מייצג נכונה את פעולת הייצוב, שכן ניתן להעלות על הדעת פעולת ייצוב שבמסגרתה ייתנו הוראות קנייה או מכירה לפני פתיחת המסחר, ולא רק במהלכו. למשל, אם ניתן לצפות מראש מגמת מסחר, בין בשל אירועים פוליטיים, כלכליים או אחרים. כך, לדוגמא, בעקבות פיחות גדול בשער הדולר, או בעקבות אירוע פוליטי חריג או הרעה במצב הבטחוני, ניתן בהחלט לצפות לתנודות שערים חדות, וזאת עוד לפני פתיחת המסחר.

אף המחוקק העלה על דעתו אפשרות כזו, כפי שעולה מהוראת סעיף 252(8) לחוק. בהוראה זו נקבע, כי תהא זו הגנה טובה לנאשם בעבירה של שימוש במידע פנים, אם — "מטרת העסקה היא ויסות השער של נייר הערך שבו נעשתה העסקה בידי התאגיד, שקבע לעצמו הנחיות לויסות ומסר לרשות הודעה עליהן לפני ביצוע העסקה..."

337 פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף כ"ג לפסק דינה של השופטת אופיר-תום (אז בבית משפט השלום).

338 שם, שם.

339 ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 34.

340 ראו סעיף 3.4.6 להלן וכן ראו סעיף 8 לפרק ד' בספר זה בנושא הכוונה להכניס את מוסד "עושי השוק" לבורסה בתל אביב.

341 ראו, למשל, את העבירות שיוחסו ללווינר, שביקש לייצב את שערי מניות טמפו והורה לרכוש מניות כנגד מגמת המסחר, לשם מניעת תנודות חריפות מדי. ראו דיון בסעיף 3.4.3 זה לעיל.

342 ראו והשוו טענות הנאשמים בפרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28.

מלשון החוק עולה, אם כך, כי ייתכן שהתאגיד יפעל לייצוב השערים, בין במהלך המסחר ובין לפניו, ובלבד שניתנה על ידו הודעה מתאימה, מראש, לרשות לניירות ערך, בתנאים המפורטים בסעיף 153(8).³⁴³

עניין נוסף שראוי לדיון בסוגיה זו הוא הטענה שיכולה להיטען, ולפיה פעולות הרכישה נועדו לשמור על כך ששער המניה אכן ישקף את השער ה"אמיתי" או "הנכון" של המניה. במילים אחרות, יכול אדם להתגונן בטענה, כי פעל על מנת לשמור את שער נייר הערך בשער ה"אמיתי" שלו, בהתבסס על נתונים כלכליים, על ביצועיה האמיתיים של החברה, על מצב עסקיה ועוד. לפיכך — דרכו של הטיעון — מאחר שירידת שערי נייר ערך לא היתה נעוצה בנימוקים כלכליים או פיננסיים אמיתיים, יש לראותה בגדר "טעות טכנית" או בגדר "נפילה זמנית", שאותה ראוי וצריך "לתקן". מכאן נובעת פעולת ה"ייצוב", "התמיכה" או "הוויסות". טיעון הגנה זה הינו בעייתי, ממספר טעמים:

ראשית, קשה להכריע ולקבוע לגבי נייר ערך מהו המחיר "הנכון" שלו, שכן ישנם מדדים רבים לקביעת שער "נכון", בהתבסס על מדדים כלכליים או פיננסיים. שנית, עצם הניסיון לקבוע מהו השווי הנכון של החברה שמניווחה נסחרת, הינו ניסיון קשה ואולי אף בלתי אפשרי. עצם המחלוקות הנטושות בין מומחים לגבי השווי הנכון של חברה כזו או אחרת, מחלוקות המתפרסמות מדי פעם, יכול להעיד על הקושי בקביעת שווי "אמיתי" או "נכון" של חברה. זאת, אף אם תתבסס הערכת השווי על מדדים כלכליים גרידא.

נובע מכך — אם הקושי להעריך את שווי החברה הינו כה גדול, כיצד ניתן יהיה לדבר על שווי "נכון" של נייר ערך כזה או אחר של אותה חברה? שלישית, הטיעון בעייתי בשל אופיו הפטרנליסטי, שכן הוא מקפל בתוכו את הנחת הטוען כאילו הוא לבדו יודע מהו השווי הנכון של מניה. טיעון כזה קשה לקבל. יתרה מזאת, אם נניח לאדם אחד לטעון טיעון כזה, כיצד נוכל למנוע מאדם אחר לטעון כי גם הוא יודע מהו המחיר "הנכון"?

3.4.4 האם יש הבחנה בין פעולת "ייצוב" לבין פעולת "ויסות"?

הדיון בשאלת ייצוב שער נייר ערך מחייב מענה לשאלה נוספת: האמנם קיימת הבחנה בין פעולת ויסות, שהינה אסורה מטבעה, לבין פעולת "ייצוב", שהינה — על פי הטענה — מותרת ולגיטימית? יכולה להישמע הטענה שלפיה פעולת הייצוב,

³⁴³ מן הראוי להבהיר את הרקע לחקיקתה של הוראה זו, אשר נכללה בתיקון מס' 6 לחוק. תיקון זה הותקן על פי דרישת הבנקים בשנת 1981, אחת משנות השיא של שוק ההון הישראלי של-טרם-המפולת. מטרתה היתה להקנות הגנה לבנקים, אשר עסקו אותה עת בוויסות מאסיבי של מניותיהם. ועדת בייסקי קבעה, כי אף לא אחד מהבנקים קיים את דרישת סעיף 152(א)(8), לא קבע הנחיות לעניין הוויסות ולא מסר הנחיות, כנדרש, לרשות לניירות ערך. ראו דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 38.

להבדיל מפעולת הוויסות, הינה פעולה זמנית, נקודתית באופיה, אשר נועדה להתגבר על "כשל-שוק" ארעי וזמני. להבדיל, פעולת הוויסות הינה ממושכת ושיטתית.³⁴⁴ הבחנה זו נדחתה על ידי בתי המשפט, אשר ראו בשתייהן פעולות המתערבות באופן מלאכותי במסחר התקין והחופשי, ובעלות גוון מניפולטיבי:

"בענין זה, נראה לי, אין להבחין בין פעילות המכונה 'ויסות שערים' לבין זו המכונה 'ייצוב'. זו וגם זו — אם הן נעשות בלא שנתחמו לגביהן גבולות המותר והאסור בחוק — מיועדות הן, מטבע בריאתן, לפרוץ את גבולותיה של ההתנהגות הלגיטימית בשוק ההון, ולחרוג לעבר המניפולציה האסורה."³⁴⁵

גם ועדת בייסקי נמנעה מלהבחין בין ייצוב לבין ויסות, ונמנעה מלאפיין את פעולות הייצוב כפעולות לגיטימיות. ועדת בייסקי סברה, עם זאת, כי התערבות נקודתית, חד-פעמית, לשם ייצוב שערים אינה בלתי לגיטימית, וזאת, אם ההתערבות מבוצעת על ידי עושה שוק והיא נועדה לקלוט היצעים קטנים, בלא ניסיון להשפיע על מגמת השער.³⁴⁶

קביעות אלו של ועדת בייסקי ושל ועדת גבאי מעוררות קושי: ראשית — לא ברור מה המבחין והמבדיל בין פעולה "שולית" לבין כזו שאינה שולית. שנית, וחשוב יותר, לא ברור איזו התערבות, שולית ככל שתהא, יכולה שלא להשפיע על שער נייר הערך. וממילא, אם מדובר בהתערבות שולית וזניחה, שכלל לא נועדה להשפיע על שער נייר הערך, נשאלת השאלה מה תכליתה מלכתחילה. הרי כל התערבות במסחר בניירות ערך נועדה להשפיע על שער נייר הערך, בין אם נועדה להשפיע למנוע כל שינוי בשער, קרי — לאזן תנודתיות ולייצב את שער נייר הערך, ובין התערבות אחרת.

ברור, אם כך, כי אין לדבר על התערבות שלא נועדה להשפיע על שער נייר ערך, אלא על התערבות ממניע לגיטימי, כזו הנעשית בגלוי או לחלופין — על ידי גורם מוסמך (כגון עושה-שוק). יתרה מזאת, העובדה, כי מדובר בקליטת היצעים קטנים בלבד, אינה אומרת, בהכרח, כי אין מדובר בהשפעה ממשית על שער נייר הערך, במיוחד, לא כאשר מדובר על נייר ערך בעל סחירות נמוכה, בו כל היצע קטן יחסית יכול למוטט את שער המניה. יתרה מזאת, כל עוד אין קיים במסחר בבורסה מושג

344 ראו טענה כזו, אשר עלתה בפרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף כ"ד לפסק הדין.

345 שם, בסעיף כ"ה. יודגש, כי קביעותיו של בית משפט השלום בפרשה זו אומצו במלואן על ידי שתי ערכאות ערעור, בית המשפט המחוזי בת"א ובית המשפט העליון.

346 ראו דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 374. כך גם סברה ועדת גבאי. ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 48. באופן דומה סבר גם יוסי ניצני, שהיה מנכ"ל הבורסה בימי הוויסות, כפי שהדבר צוטט בפרשת הבנקאים. ניצני טען, כי המצב הרצוי הינו שהמווסת לא ייזום שינוי, אלא רק יגיב, ביחס למצבים הנוצרים בשוק. משום כך, סבר גם הוא, כי פעולת הבנקים כבר בשלב ה"לידר" (שלב פתיחת המסחר, לפי שיטת המסחר דאז) היא בעייתית. זאת, מאחר שהוויסות צריך להיות מכוון למניעת תנודות חריפות, ולא להשפעה על שערי המניות. ראו פרשת הבנקאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 320.

דיני ניירות ערך

הקרואי "עושה שוק", או לחלופין – כל עוד לא תוסדר פעילות מותרת של ייצוב וייקבעו לה כללים ברורים, לא ברור כיצד ניתן יהיה להבחין בין התערבות לגיטימית, קרי, כזו שנועדה למנוע תנודתיות חריפה, לבין כזו שהינה מניפולטיבית באופיה. זאת ועוד, אם מותר ולגיטימי למנוע "תנודתיות" חריפה, כלל לא ברור מדוע אסור לתמוך ולייצב את שער נייר הערך, והיכן עובר קו הגבול בין המותר לאסור.

אין ספק, כי פעולות ייצוב, אשר אינן מניפולטיביות, הן בגדר הכרח בכל שוק הון תקין. כך סברה גם ועדת מינטקביץ, אשר המליצה בדומה לוועדת גבאי ולוועדת בייסקי, להתיר פעולתם של "עושי שוק", אשר בין תפקידם יהיה לפעול לייצוב השוק.³⁴⁷ בעניין זה הביעה הוועדה את דעתה, כי:

"שוק הון משוכלל מאופיין, בין היתר, ביצוב שוק בידי עושה שוק. שוק ההון החסר מנגנון שכזה לוקה, ממילא, בחסר".³⁴⁸

ועדת מינטקביץ סברה, בדומה לוועדת גבאי שלפניה, כי יש להתיר, במגבלות מסוימות, גם פעילותם כ"עושי שוק" של גופים בעלי עניין בניירות ערך, כגון חברי בורסה וכד'.³⁴⁹

עד כה לא אומצו המלצות אלו לחקיקה בישראל, ויש להצר על כך, שכן הדבר יסייע להבהרת המותר והאסור בתחום מעורפל כזה. רק בשלהי שנת 2003 החלו להישמע קולות בדבר הסדרה קרובה של מוסד "עושי השוק" בבורסה לניירות ערך בתל אביב. זאת, באיחור ניכר מאוד מאז ניתנו ההמלצות לראשונה על ידי ועדת בייסקי, ועדת גבאי וועדת מינטקביץ. יצוין, עם זאת, כי בעקבות המלצות ועדת גבאי תיקנה הבורסה את הוראותיה וניסחה כללים לעניין ייצוב שערים. כללים אלו נועדו להנחות את חברי הבורסה באלו תנאים לפעול לייצוב השערים במהלך המסחר בבורסה. התערבות זו נועדה לאפשר מיתון של תנודות חריפות מדי בשערי ניירות

347 ראו דו"ח ועדת מינטקביץ, לעיל הערה 21, בעמ' 6. ראו התייחסות לנושא עושי שוק בבורסה בתל אביב, בסעיף 3.4.6 להלן וכן בסעיף 8 לפרק ד' לספר זה.

348 ראו שם, בעמ' 7.

349 ראו שם, בעמ' 7–8. כזכור, סברה ועדת גבאי, כי יש להתיר לא רק לבנק ישראל לפעול כ"עושה שוק", אלא גם לחברי בורסה, למנפיקים, לחתמים ועוד. ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 60.

בהקשר זה לא למותר להפנות לדעת מיעוט שעלתה בוועדת גבאי, מטעמה של המפקחת על הבנקים באותה עת, גליה מאור. המפקחת על הבנקים היתה מודעת לטישטוש התחומים, כדבריה, בין ייצוב לבין מניפולציה. לאור זאת היא המליצה, בהצעה חלופית שנכללה בדו"ח הוועדה, כי פעולת ייצוב תיעשה אך ורק על ידי תאגיד שאינו קשור כלל לניירות הערך שהוא מייצב. חשוב לא פחות – כי התאגידים הבנקאיים לא יעסקו כלל בפעולות ייצוב. ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 63. יצוין, כי המלצה זו מובנת לאור משבר המניות הבנקאיות ומלאכת הוויסות שהתנהלה על ידי התאגידים הבנקאיים, ויסות, אשר הוביל במידה מכרעת למשבר האמור. יצוין בהקשר זה, כי הטיעון לפיו התאגידים הבנקאיים לא עסקו בוויסות בלתי לגיטימי, אלא אך ורק בפעולות "ייצוב" לגיטימיות, עבר כחוט השני בטיעוני ההגנה של הנאשמים ב"תיק הבנקאים". בעניין זה ראו פרשת הבנקאים-עליון, לעיל הערה 1.

ערך. כללי הייצוב הוחלו על כל איגרות החוב הנסחרות וכן על חלק מהמניות הנסחרות בכורסה בתל אביב.³⁵⁰

נושא הייצוב ומניעת תנודות שער חריפות, כרוך במוסד "עושי שוק", המקובל בכורסות שונות ברחבי העולם. גם בישראל נעשו, החל משנת 2003, צעדים מעשיים לשילוב עושי שוק בכורסה לניירות ערך בתל אביב. ראו על כך בסעיף 3.4.6 להלן לפרק זה וכן בפרק ד' לספר זה.

אחת הדרכים למניעת תנודות חריפות מדי בשערי ניירות ערך הינה לייצב אותן בדרכים חוקיות. לעניין זה קבעה הבורסה מספר "שסתומי הגנה" שנועדו, למעשה, לייצב שערי מניות ולמנוע תנודות קיצוניות בשערי המניות:

אחד מהם הוא מה שמכונה "מנתקי זרם" (Circuit Breakers). זהו מנגנון הגורם להפסקת מסחר קצובה או במקרה קיצוני – להפסקת מסחר כללית, וזאת, כאשר התרחשה תנודה חריגה במיוחד במדד ת"א-25, קרי, כאשר התנודה חורגת מהגבולות שהוגדרו בתקנון הבורסה ובהנחיות שהותקנו על פיו.

מנגנון נוסף הוא פקודה יוצאת דופן: הכוונה לפקודת קנייה או מכירה בשער גבוה או נמוך ב-35% או יותר מהשער האחרון שנקבע למניה. פקודה כזו תידחה ולא תבוצע בשל הרצון למנוע פעולות שמקורן בטעות מצד המשקיעים. עם זאת, הבורסה מאפשרת למשקיעים להעביר פקודות יוצאות דופן באמצעות פנייה מיוחדת.

מנגנון שלישי הוא הפסקת מסחר יזומה על ידי הנהלת הבורסה. אף שהבורסה מקפידה לשמור על עקרון הרציפות במסחר, מתוך הכרה בחיוניותו לשכלול השוק ולשמירה על אמון המשקיעים, הרי בכל זאת שמורים לה הסמכות ושיקול הדעת לבצע הפסקות מסחר לזמן קצוב לגבי ניירות ערך מסוימים. זאת, כאשר מתפרסם מידע מהותי חדש ביחס לחברה מסוימת – למשל, דו"חות כספיים או חילופי בעלות, עסקאות מהותיות, או כל אירוע חריג אחר בעסקי החברה. במקרים אלה רשאית הבורסה להפסיק את המסחר במניות החברה למשך 45 דקות, או למשך זמן ארוך יותר, על פי הצורך.

שלושה אמצעים אלו הם דוגמא לדרכים בהן רשאית הנהלת הבורסה ל"ייצב" באורח חוקי ומסודר את תנודות שערי ניירות ערך, מתוך כוונה לשמור על האינטרסים של ציבור המשקיעים.

3.4.5 האם לגיטימי מצד חברה בורסאית להשפיע על שערי ניירות הערך שלה כדרך ל"אותת" למשקיעים על שוויה האמיתי של החברה?

בפרשת טמפו טענו הנאשמים, כי התשובה לשאלה האמורה היא חיובית וכי אין פסול בכך שחברה "תאותת" לציבור המשקיעים כי המניה נסחרת מתחת לשוויה האמיתי

350 ראו התייחסות לכך במאמר של ניצני וקרת, לעיל הערה 1, שם בעמ' 619.

והריאלי, וזאת באמצעות פעולות לייצוב שער מניותיה. "איתות" זה, כך נטען, יסייע לציבור המשקיעים בקבלת החלטותיהם.³⁵¹

לפי טענה זו, מאחר שבעלי שליטה בחברת טמפו, משפחת בורנשטיין, האמינו בחברה והיו אופטימיים לגבי עתידה ושוויה, אין פסול בפעולות שנועדו לשמור על שער גבוה של המניה בבורסה. אחד הקשיים הקיימים בטיעון זה הוא העובדה, כי ההצעה לציבור כללה, כאמור, גם הצעת מכר על ידי בעלי שליטה בטמפו. עובדה זו מעידה, כי לא עסקינן ב"איתות" הנעדר עניין אישי.³⁵²

קושי אחר, עובדתי באופיו, היה כי הוברר לבית המשפט, כי לוינהר (מנהל הכספים של טמפו) כלל לא התיימר לפעול על סמך הנחה בדבר שווי ריאלי של החברה בבורסה, ואף לא ניסה ל"אותת" דבר לציבור המשקיעים, אלא העיד והודה, כי פעל לשם מניעתה של ירידת שער המניה מתחת לשער בו הוצעה המניה בהצעה לציבור במסגרת ההנפקה.³⁵³ טעם חשוב, אולי מכריע, אשר הביא את בית המשפט לדחות את תיאוריית ה"איתות" היתה העובדה, כי בניגוד להיגיון העומד מאחורי תיאוריה זו, הרי שהנאשמים ניסו להסתיר מציבור המשקיעים את פעולות הייצוב וה"איתות" אותן נקטו. ואם כך הדבר, נשאלת השאלה באיזה "איתות" מדובר.³⁵⁴

ראוי להעיר, כי בית משפט השלום נמנע מלנצל את פרשת טמפו על מנת לערוך דיון מעמיק בשאלת הלגיטימיות של פעולת ה"איתות": האמנם מדובר בפעולה אסורה על פי הדין?

שיקולי מדיניות מחייבים תשובה שלילית, משמע — כי אין מדובר בפעולה אסורה או עבריינית, ובלבד שהיא מקיימת שני תנאים עיקריים: האחד — כי היא אינה מבוססת על כוונת תרמית, אלא על אמונה אמיתית בשווי הריאלי הנכון של החברה. השני, והחשוב יותר, כי פעולת ה"איתות" נעשית בגלוי ולא במחשכים. כשלעצמה, אין פסול בפעולה שנועדה לאותת לציבור המשקיעים, כי בעלי השליטה מאמינים בחברה. אכן, המשקיעים מן הציבור מייחלים לאיתות חיובי שכזה. אלא, שחובה כי איתות כזה אינו מעשה תרמית, שנועד לעוור את עיני המשקיעים ולהטעותם, וכן מן הראוי לדרוש כי איתות, כשמו כן יהא: גלוי, ידוע וברור. איתות הנעשה בדרכי עורמה, כפי שנעשה בפרשת טמפו, בוודאי אינו יכול להיחשב כאיתות לגיטימי או כאיתות כלשהו. במיוחד לא בנסיבות בהן יש לבעלי שליטה בחברה עניין אישי ברור

351 פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף ט"ז לפסק הדין.

352 מסיבה כלשהי לא התייחס בית המשפט לעובדה מכריעה זו, אולי בשל העובדה כי תיאוריית ה"איתות" נדחתה על ידו ממילא, בשל טעמים אחרים. ראו שם, בסעיפים י"ט-כ"א לפסק הדין. יוזכר עוד, כי הצעת המכר מצד בעלי השליטה, דווקא סותרת את טענתם בדבר אמונתם בשווייה הגבוה של החברה, שהרי בעל שליטה המאמין בחברה שבשליטתו צפוי להגדיל, ולא להקטין, את החזקותיו באותה חברה. בעלי השליטה בטמפו פעלו אחרת, וגם לעובדה זו היה מקום לייחס את המשמעות הראויה.

353 שם, בסעיף י"ח, וכן בסעיף כ' לפסק הדין.

354 שם, בסעיף כ"א, וכן בסעיף כ"ח לפסק הדין.

בהעלאת שער המניה בשל הצעת המכר שלהם לציבור, עובדה המעמידה בספק רב את כנות טענת ה"איתות".³⁵⁵

3.4.6 האם לגיטימי מצד "בעל עניין" בנייר ערך לתמוך בשער המניה? נראה, כי התשובה לשאלה זו הינה חיובית וכי אין בכך כל עבירה, ובלבד שהתמלא תנאי אחד – תנאי הגילוי. במילים אחרות, אם בעל עניין או בעל שליטה בחברה בורסאית אוסף מניות כדי למנוע מפולת שערים, או רוכש אותן בכל עת כדי למנוע התמוטטות שערים, משום שהוא סבור כי השער "האמיתי" או הריאלי של נייר הערך הינו גבוה יותר (או מכל סיבה אחרת), אין בכך לדעתנו כל פסול. התנאי היחיד הוא שאותו בעל עניין ידווח על פעולותיו ולא יפעל במחשכים, באמצעות חשבונות של "מקורבים", אלא בגלוי ותוך מתן גילוי נאות לבורסה, לרשות לניירות ערך ולציבור המשקיעים.

הבעיה בעניין זה היא, כי כיום אין דרך חוקית ברורה לבעל עניין, למשל, לדווח על מגמת ייצוב, תמיכה או רכישה מצידו של מניות החברה. התאגיד הבורסאי רשאי לדווח על כך בדיווח מידי אך לא מוכרת ולא מוסדרת בדין אפשרות כי בעל עניין, למשל, ימסור דו"ח מידי עצמאי. ייתכן שפיתרון אפשרי (אם כי מאולץ במקצת) הוא שבעל עניין ימסור הודעה לחברה ויבקש ממנה לפרסם דו"ח מידי בעניין זה.

רכישת מניות על מנת למנוע התמוטטות שערים אינה, בהכרח, שלילית כל עוד היא נעשית בגלוי. משום כך ראוי, כי נושא הייצוב והאפשרות לדווח על כך, כדרך להכשיר פעולות ייצוב כאלו, אכן יוסדרו בחקיקה.

אף שבפסיקת בתי המשפט הובעה לעתים קרובות ביקורת על נאשמים בשל רצונם לתמוך בשער נייר הערך ולקלוט היצעים על מנת למנוע ירידת שערים, נראה, כי ביקורת כזו אינה במקומה ואין כל דופי במעשים כאלו, ובלבד שכאמור לא התלוותה לפעולות התמיכה גם פעולת מירמה, כגון – הסתרת הפעולות, הימנעות מדיווח בדבר פעולות של בעלי עניין או בדבר פעילות מכוונת מצד החברה, פעולה באמצעות חשבונות "כיסוי", וכיוצ"ב. בתי המשפט בישראל ראו את הדברים באור שונה ולגישתם, די בכך שכוונת העושה היא לרכוש נייר ערך לשם מניעת ירידת שער, ולא לשם הגדלת אחזקותיו, על מנת שהוא יחשב כמי שפועל ללא כוונה "אמיתית" וכאילו דבק פגם ופסול במעשיו.

תפישה זו של הדברים, בכל הכבוד, מוטעית מיסודה. היומרה להכריע מהי פעולה "אמיתית" בבורסה ומה אינה כזו, בעייתית. מעבר לכך, אין פחות "אמת" ברכישה שמטרתה מניעת ירידת שער נייר ערך, מאשר ה"אמת"

355 שאלת הלגיטימיות של פעולת ה"איתות" נוגעת לנושא מרכזי אחר המתייחס לחובות הדיווח והגילוי, הוא נושא הצורך בהתרת הפרסום של "מידע רך" על ידי החברות הבורסאיות. ראו התייחסות נרחבת לכך בפרק ו' להלן לספר זה.

דיני ניירות ערך

השוכנת בקירבה של רכישה, שמטרתה הגדלת אחזקות. רצונו של אדם למנוע ירידת שערי נייר ערך כלשהו אינו פסול כל עיקר. אם הוא מזרים פקודת רכישה, האמורה לקלוט היצעים בנייר הערך, אין פעולתו פחות "אמיתית" או "כנה" (עד כמה שניתן להתיימר לקבוע "אמיתות" של פעולות בבורסה) מכל פעולה של אדם אחר בנייר ערך. אדם המזרים ביקושים לנייר ערך במטרה אמיתית לרכוש אותו, במידה שתהיה ירידת שערים, זכאי לכך, ואין פגם במעשיו, כל עוד אין הוא עושה שימוש בתחבולות כגון "עסקאות מלאכותיות", "עסקאות מתואמות" וכדומה. העובדה, כי הוא עושה כן משום שהוא מאמין במניה, או שהוא מבקש למנוע התמוטטות שעריה, אינה פסולה לדעתנו כהוא זה.

נראה, כי רק כוונת התרמית היא המבחינה בין מותר לאסור לפי הדין הפלילי, להבדיל מנסיון ההגדרה הבעייתי של איתור פעולה "אמיתית", כביכול. רק כוונת התרמית, המתגלה לעתים מפעולות נוספות אותן נקט ה"עושה" (כגון, כאמור, הסתרה, ביצוע "פעולות מתואמות", "עסקאות מלאכותיות" וכד') עלולה להטיל דופי בפעולות האמורות. אך בלעדיהן, אין כל פסול ברכישות כאמור, גם אם עומדת מאחוריהן "רק" כוונה למנוע ירידת שערים. ויוזכר, עבירת התרמית בניירות ערך אינה עבירה הדורשת "מניע", ממש כשם שאין היא דורשת הוכחת "כוונה". על כן, הפגם הינו הסתרה, חשאיות, הטעיה על ידי מניעת דיווחים על פי הדין. בהעדרם של אלו, אין, לדעתנו, כל פגם ברכישה לצורך מניעת ירידת שערו של נייר ערך.

3.4.7 "עושי שוק"

לא כאן המקום להרחיב בעניין המהות ודרכי הפעולה של עושי שוק. ראו הרחבה בעניין זה בפרק ד' לספר זה העוסק בבורסה לניירות ערך בתל אביב. לענייננו יצוין, כי בחודש דצמבר 2002 אימצה הרשות לניירות ערך את מסקנות ועדת האוזר להסדרת פעילותם של עושי שוק בבורסה. ועדת האוזר מונתה בספטמבר אשתקד והיא התבקשה להתייחס, בין השאר, לתרומתם האפשרית של עושי שוק לשכלול שוק ההון בישראל. זאת, כשיים לב לשיטת המסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב (שיטת הרצף), במאפייני המסחר בניירות ערך בישראל ובמגבלות החוקיות. מסקנת הוועדה היתה, שקיומם ופעילותם של עושי שוק בבורסה בתל אביב, עשויים לשמש אמצעי חשוב לשיפור הנזילות והמסחר בניירות ערך בבורסה.

בעקבות אימוץ המלצות הוועדה, אכן אישרה בחודש יולי 2003 הרשות לניירות ערך את ההסדר ליצירת מוסד "עושי שוק" בבורסה לניירות ערך בתל אביב, והמליצה בפני שר האוצר לאשר את הפרק בתקנון הבורסה העוסק בעשיית שוק. מטרת ההסדר החדש היא להבטיח את קיומו של המסחר התקין וההוגן בבורסה בתל אביב באמצעות עושי השוק. תפקידם של עושי השוק יהיה לספק נזילות, כמקובל בבורסות אחרות בעולם. הרשות לניירות ערך החליטה לאמץ את שני המודלים, שהציעה ועדת האוזר להסדרת פעילות עושי שוק בניירות ערך: המודל הראשון עניינו עשיית שוק בניירות

ערך שמנפיקים תאגידיים בבורסה, קרי – מניות וניירות ערך חליפיים (אופציות ואיגרות חוב). המודל השני עניינו עשיית שוק באיגרות חוב ממשלתיות ובמילווים קצרי מועד (מק"מ).

שני המודלים שהציגה ועדת האזור מבוססים על ארבעה עקרונות: ראשית, עיקר תפקידו של עושה השוק הוא לספק נזילות לשוק; שנית, פעילות עשיית שוק תשולב בשיטת המסחר הנוהגת בבורסה בתל אביב, בלי שיהא צורך לשנותה;

שלישית, פעילות עושה השוק תהיה כפופה למגבלות קבועות וידועות מראש, כגון מרווח מחירים מירבי וכמות ניירות ערך מזערית שתיכלל בכל ציטוט של עושה השוק;

רביעית, פעילות עושי שוק תתאפשר רק אם יהיו להם תמריצים. אין ספק, שפעולתם של עושי שוק בכל בורסה תורמת לא רק לנזילות (קרי – לשיפור המסחר ולהגברתו) אלא גם מאפשרת לייצב, באורח מסודר ומבוקר (וחוקי), את התנודתיות בשערי ניירות ערך הנסחרים.

3.5 מה ייחשב כ"תנודות שער"

3.5.1 כללי

כאשר עוסקים בהשפעה על שערי ניירות ערך, מתעוררת השאלה מה תיחשב כ"תנודות שער". האם, לשם הדוגמה, שינוי שער מניה של כ-5% יהווה "תנודת שער" או שמא רק שינוי העולה על 10%, למשל, יענה על התנאי האמור? השאלה האמורה חשובה בשני היבטים שונים:

ראשית, היא חשובה במיוחד לאור הכרעת בית המשפט העליון בפרשת הדיסקונטאים, לפיה העבירה של תרמית בניירות ערך הינה עבירה תוצאתית.³⁵⁶ שנית, יש חשיבות לשאלה זו, שכן אין דין מניה אחת כמניה אחרת, קל וחומר שאין דין מניה כדין אופציה למניה. ובמה דברים אמורים?

שיעור התנודתיות המאפיין מניית מעו"ף נמוך (בממוצע) במידה רבה משיעור התנודתיות המאפיין מניה שאינה נמנית עם מעו"ף, כגון מניות הרצף (שבעבר כונו מניות ה"רשימה המקבילה" או מניות כר"מ). מניות המעו"ף נחשבות למניות "כבדות" בשל העובדה שמחזורי המסחר בהן גבוהים ושיעור השינוי בשעריהן נמוך באופן השוואתי למניות הרצף.

באופן דומה, שונה שיעור התנודתיות באופציות משיעור התנודתיות הממוצע של מניות. הדבר נכון שבעתיים לאופציות למניות (או לאופציות מעו"ף) המצויות בסמוך למועד פקיעתן, כאשר בשל מנוף האופציה עשוי שער האופציה לעלות או לרדת, בתום יום מסחר אחד בלבד, בעשרות או אף במאות אחוזים.

356 פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 517-518.

במצב דברים זה ברור, כי עת מדובר ב"תנודות שער" חובה לבדוק, ראשית לכל, באיזה נייר ערך עסקינן ובאיזה סוג של נייר ערך (מניה, אופציה) עסקינן.

3.5.2 האם התנודתיות תיבחן בתום יום המסחר או גם במהלכו? תנודתיות השער תיבחן, על פי הפסיקה בישראל בהקשר של "השפעה בדרכי תרמית", לא רק בסיומו של יום המסחר, אלא אף במהלכו.³⁵⁷ במילים אחרות, "השפעה" תיתכן גם בדרך בה "התנהגה" מניה לאורכו של יום המסחר בבורסה. ואולם, מאחר שמוסכם – כהלכה משפטית מחייבת – כי עבירת ההשפעה בדרכי תרמית הינה עבירה תוצאתית, אזי ברור, כי בכל זאת, אף שאין נדרשת השפעה ספציפית ומוגדרת על שער נייר ערך, הרי נדרשת הוכחה של השפעה משמעותית על שער נייר הערך או על שינויים בשער נייר הערך, בין במהלך המסחר עצמו ובין בתום יום המסחר. אין די בהשפעה זניחה כדי לבסס את התוצאה הנדרשת.³⁵⁸

בפרשת הדיסקונטאים נפסק, כי בשל שיטות המסחר השונות, לא כל פעולה משפיעה בהכרח על השערים, וזאת, להבדיל מהדוגמא של בחירות, בהן "כל קול משפיע". בבורסה, להבדיל, הוראות לא בהכרח ישפיעו על התנודות (למשל, פקודה המוגבלת לשער מסוים).³⁵⁹ בפרשת הדיסקונטאים נפסק על ידי בית המשפט העליון, כי לצורך הוכחת התרמית אין צורך להוכיח, כי שערי נייר הערך הגיעו לרמה שאינה ריאלית או בלתי כלכלית. אלא התביעה תצטרך להוכיח שאכן היתה השפעה בפועל, קרי – להוכיח, כי אם מנטרלים את הפעולות המניפולטיביות, הרי ששערו של נייר הערך הרלוונטי היה שונה מזה שנסגר בפועל עקב המניפולציה.³⁶⁰

357 שם, בעמ' 520–521.

358 ראו בעניין זה פרשת אילון צברי-מחוזי, לעיל הערה 163, בעמ' 222. כן ראו פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, וכן פרשת שפיר-שלום, לעיל הערה 162, בסעיף 36 לפסק הדין.

359 ראו פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 522. בפרשת הדיסקונטאים עורך השופט גולדברג בבית המשפט העליון הבחנה בין שיטת המשתנים לבין השיטה הרב צדדית, שהיו נקוטות אותה עת בבורסה בת"א. ההבדל, לדבריו, מתמצה בכך שבשיטת המשתנים היו נקבעים לכל נייר ערך מספר שערים במהלך יום המסחר, וזאת, להבדיל משיטת המסחר בכר"מ (השיטה הרב צדדית), בה היה נקבע אך ורק שער יחיד לנייר ערך בכל יום מסחר. בשל שוני זה בשיטות המסחר סבר בית המשפט, כי עמדת התביעה, לפיה כל הוראה משפיעה על השער הסופי, הינה נכונה יותר בשיטת המשתנים ופחות בשיטת הכר"מ; שכן בשיטת המשתנים אמנם נקבעים שערים רבים ושונים במהלך המסחר, שהינו דו צדדי במהותו, אך כל עסקה דו צדדית כזו משפיעה גם על קביעת שערו הסופי של אותו נייר ערך. ייאמר, ראשית לכל, כי הבחנה זו כבר אינה תקפה, שכן כיום עבר המסחר בניירות הערך בבורסה לשיטת מסחר ממוחשבת, "שיטת הרצף", ועברה מן העולם שיטת המשתנים כמו גם שיטת הכר"מ (כרוז ממוחשב). שנית, ניתן להרהר על ההבחנה האמורה בפסק הדין, שכן ניתן לומר, כי דווקא בשיטת הכר"מ שהיתה קיימת במועד הרלוונטי לפרשת הדיסקונטאים, בה נקבע אך ורק שער יחיד אחד בתום יום המסחר לנייר הערך, ניתן לדבר על השפעה של כל פעולה על השער הסופי, וזאת, במובחן משיטת המשתנים, בה נקבעו שערים שונים לאותו נייר ערך במהלך היום. על כל פנים, כיום, עם ביטול שיטת המשתנים, מתייתרת ממילא ההבחנה האמורה.

360 שם, בעמ' 530. ראו באופן דומה פרשת אילון צברי-מחוזי, לעיל הערה 163, בעמ' 222.

צוין, כי בית המשפט המחוזי פסק באותה פרשה, כי גם שמירה על שערו של נייר ערך ומניעת ירידת השער מהווה "השפעה"³⁶¹. אכן, התביעה בפרשת הדיסקונטאים הוכיחה השפעה כזו, באמצעות חוות דעת של המומחה מטעמה, רו"ח מוטרו, אשר הוכיח כי אילו היו מנטרלים את פעולותיהם המניפולטיביות של הנאשמים באותה פרשה, היו שערי ניירות הערך שנבדקו שונים בתכלית.³⁶²

להלכה הקובעת, כי שינוי בשער נייר הערך ייבדק לא רק בתום יום המסחר אלא גם במהלכו, חשיבות רבה, במיוחד לנוכח הקביעה, כי העבירה בה עסקין הינה עבירה תוצאתית ולא עבירה התנהגותית גרידא. מאחר שנדרש כיום, על פי הלכת הדיסקונטאים, כי תוכח "תוצאה"³⁶³ קרי – השפעה בפועל על שערו של נייר הערך, משמעות הקביעה הנזכרת לעיל היא, כי אותה "השפעה בפועל" יכולה להיות לא רק בשער הסגירה של נייר הערך בתום המסחר, אלא אף במהלכו של יום המסחר. אם יעלה בידי התביעה להוכיח, כי נייר ערך "התנהג" באופן חריג ולא אופייני, ויוכח קשר סיבתי בין אותה "התנהגות" חריגה לבין הוראות הקנייה או המכירה של נאשם, אזי אף אם בתום יום המסחר לא חל שינוי של ממש בשער נייר הערך, הרי שהתקיימו (כפוף להוכחת יסוד נפשי) היסודות העובדתיים המקימים את העבירה האמורה.³⁶⁴

ראוי לציין, כי ניתן בהחלט להראות השפעה של הוראת קנייה, למשל, גם כאשר שערו של נייר הערך לא השתנה בתום יום המסחר. זה המקרה כאשר מטרת המשקיע הינה למנוע ירידת שער נייר הערך ו"לתמוך" בו. על כן, לאחר פתיחת המסחר, כאשר יתפרסם היצע ראשוני לאותו נייר ערך, יזרים אותו אדם ביקוש אשר נועד לקזז את ירידתו הצפויה של שער נייר הערך. ברור, כי בדוגמא האמורה, בלעדי התערבותו של המשקיע היה השער יורד. התערבות כזו לא נועדה, אם כך, להניב כל שינוי בשער, אלא דווקא למנעו. אין ספק, עם זאת, שעל פי ההלכה הנהוגה במשפטנו מעשה זה ייחשב להשפעה בדרכי תרמית, בהנחה שמטרת המשקיע האמור לא היתה אלא למנוע ירידת השער.³⁶⁵

361 ראו, פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8, בסעיף 107 לפסק הדין.

362 פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 530 וכן בעמ' 532–534. באותה פרשה דחה בית המשפט העליון את גירסת ההגנה, כפי שהוצגה על ידי המומחה מטעמה, רו"ח בועז יפעת, ולפיה ההוראות שמסרו הנאשמים בשם קופות הגמל של בנק דיסקונט, לא היו שונות מאלו שניתנו על ידי קופות גמל אחרות. כן נדחתה הטענה, כי מאחר שהוראות הנאשמים לא היו בגדר "פקודות חריגות", על פי תקנות הבורסה, אזי אין לראות בהן הוראות שהשפיעו על שערי ניירות הערך. ראו שם, בעמ' 531.

363 שם, בעמ' 520.

364 יש להעיר, עם זאת, כי ההוכחה של "התנהגות" חריגה של נייר ערך, ועוד בנסיבות הקושרות אותו להוראת קנייה או מכירה מסוימת, אינה הוכחה קלה כל עיקר. על כן ניתן לשער, כי הנטייה להעמיד לדין נאשם שפעולותיו לא הניבו כל שינוי של ממש בשער נייר ערך תהיה נמוכה למדי, לכל הפחות בשל הקושי ההוכחתי.

365 ראו פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8, בסעיף 107 לפסק הדין. כן ראו פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 524.

3.6 היסוד הנפשי

היסוד הנפשי הנדרש להרשעה בעבירה על פי סעיף 54(א)(2) הוא של מחשבה פלילית. משמע, יש להראות כי ה"עושה" היה מודע לטיב הפיסי של מעשיו ולתוצאות המסתברות שלהן.³⁶⁶

לא אחת נקבע בפסיקת בית המשפט, כי המייחד את עבירת התרמית בניירות ערך הוא הכוונה לגרום לשינוי בשער נייר ערך, אף שאין משמעות הדבר, כי נדרשת הוכחת "כוונה", כיסוד נפשי מיוחד, כיסוד מיסודות העבירה.³⁶⁷ מנגד, הובעה בפסיקה בישראל דעה שונה, שלפיה נדרשת הוכחת כוונה להשפיע על שער נייר הערך, וזאת, על אף שבלשון סעיף 54(א)(2) לחוק אין כל זכר לדרישת כוונה מיוחדת.³⁶⁸ כל פירוש אחר, כך נפסק, שולל מהוראת החוק האמורה את תכליתה ואת הגיונה. אין לדבר על השפעה על שער נייר הערך, בלא שפעולה כאמור לוותה בכוונה להשפיע על שער נייר הערך.³⁶⁹

ואכן, בית המשפט אימץ בפרשת טמפו את טענת ההגנה, שלפיה אין די בהוכחת מודעות גרידא של הנאשם לאפשרות שפעולותיו ישפיעו על שער נייר הערך.³⁷⁰ נדמה, כי על אף אמירות אלו ההלכה בעניין זה היא כי מדובר בעבירה בה נדרשת הוכחת מודעות גרידא (מחשבה פלילית), ולא "כוונה".

בפרשת הדיסקונטאים טענו להגנתם כמה מהנאשמים, בין היתר, כי לא היו מודעים לפליליות מעשיהם, ולא היו מודעים לכך שהיה תיאום מראש של רכישת ניירות הערך על ידי חלק מהנאשמים, מחד גיסא, ומכירת אותם ניירות ערך ללקוחות הבנק ואילנות-דיסקונט, מאידך גיסא. במילים אחרות, חלק מהנאשמים טען, כי כלל לא ידע על קיומו של אותו גורם "מחליץ", שהיה לקוח של הבנק (כגון רשות הנמלים). יודגש, כי קיומו של הגורם ה"מחליץ" היה באותה פרשה לב-ליבו של יסוד התרמית, שנמצא בפעולות הנאשמים. יתרה מזאת, מודעותם של כל הנאשמים היא אשר הפכה את כולם יחד, וכל אחד מהם לחוד, לשותפים לאותה תרמית ולאותה קנוניה מתואמת ומתוחכמת.³⁷¹

366 ראו שם, בעמ' 524. ראו גם פרשת מועלם ומלחי-שלום, לעיל הערה 9, בסעיף 102 לפסק הדין. כן ראו פרשת אילון צברי-מחוזי, לעיל הערה 163, בעמ' 234–235.

367 ראו פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 524.

368 פרשת טמפו-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף י"ד לפסק הדין. מנגד, ראו התבטאות פחות חד-משמעית בנושא זה, מפי השופטת אופיר-תום באותו פסק דין, שם בסעיף ל"ז.

369 שם, בסעיף י"ד לפסק הדין.

370 שם, שם.

371 ראו פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8, בסעיפים 69–70, וכן בסעיפים 78–79 לפסק הדין. פרשה זו מעידה על החשיבות הרבה למודעותו של כל אחד מהשותפים לדבר התרמית, ולכך שקיים קשר, קנוניה או תיאום מראש של התרמית בין כל השותפים-לדבר-העבירה. בנסיבות פרשת הדיסקונטאים ברור כיצד הפך נושא המודעות לעצם קיומו של גורם "מחליץ", לגורם מרכזי בהוכחת קיומו, או אי קיומו, של היסוד הנפשי, קרי — כוונת ה"תרמית" מצד כל הנאשמים. ראו שם, בסעיפים 68–69 וכן בסעיף 72 לפסק הדין.

אחד הנאשמים המרכזיים, אדלר, טען, למשל, כי לא ידע על כך שהיה פסול כלשהו בפעולות ה"חילוץ", והוא סבר כי הן נעשו ב"מהלך העסקים הרגיל". טענות אלו נדחו מכל וכל על ידי כל הערכאות שדנו בנושא.³⁷² בית המשפט העליון קבע, כי לכל הפחות חובה לקבוע, כי אדלר "עצם את עיניו" מלראות את הקשר הפלילי שנרקם בין כל המעורבים. במיוחד מתחייבת מסקנה זו, לדעת בית המשפט, בשל העובדה, כי אדלר היה מעורה בשוק ההון, ובנסיבות אלו לא סבירה טענתו כי לא הבין כי ה"מחלצים", קרי — אותם גופי מוסדיים שהיו קשורים לבנק דיסקונט ואשר הופעלו על ידי הנאשמים באותה פרשה, פעלו כנגד האינטרס העסקי שלהם וללא היגיון כלכלי. לפיכך, ברור היה, כי אדלר היה מודע, או לכל הפחות — עצם עיניו, לראות כי הנאשמים האחרים עושים שימוש שלא כדין בשליטתם בחשבונות בנק דיסקונט, תוך פגיעה באינטרסים של הבנק ולקוחותיו.³⁷³

הובעה לא־אחת הדעה, כי יש להבחין, לעניין הוכחת היסוד הנפשי וכוונת התרמית, בין "מטרה" לבין "מניע".³⁷⁴

גם ועדת גבאי ביקשה להבחין בין מטרה לבין מניע, עת קבעה, כי מטרת הפועל בשוק ההון יכולה להיות לגיטימית, כגון — שאיפה לרכוש שליטה בתאגיד, ובמקרה כזה אף אם יעלו שערי נייר הערך הרלוונטי עקב פעולותיו שנועדו להגשים את המטרה הלגיטימית, אין בכך כל מעשה פלילי. להבדיל, אם המניע לפעולת אדם הינו מניע פסול, כגון רצון להשפיע על שערי נייר ערך, הרי שפעולותיו פליליות, אף אם הוא לא יצליח להגשים את מטרתו.³⁷⁵

מנגד, נשמעה לא־אחת הדעה כי ההבחנה בין מטרה לבין מניע, הינה מלאכותית ומוטעית.³⁷⁶

בפרשת רוזנבוך סבר בית המשפט, כי מטרת רוזנבוך היתה לאפשר השתלטות של חברתו על חברה ציבורית, אך מטרה אינהרנטית למטרה זו היתה העלאת שערי נייר הערך של חברת המטרה, כדרך לפתות את המשקיעים מן הציבור למכור לחברה המשתלטת את מניותיהם. משום כך, הרצון להשפיע על שער נייר הערך היה חלק ממטרת רוזנבוך, אף אם המניע היה לגיטימי לכאורה — השתלטות על חברה

372 ראו פרשת הדיסקונטאים־עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 582–584.

373 שם, שם. מאחר שאדלר אף הודה בעדותו ברשות לניירות ערך, כי נאמר לו כי ישנם "מחלצים", אשר ירכשו ממנו את ניירות הערך שהוא ירכוש, ברור, כי נחלשה במידה רבה טענתו כי לא ידע אודות אותו קשר לביצוע המניפולציה בניירות הערך. ראו שם, בעמ' 584.

374 כך סבר, למשל, השופט בן־יאיר בפרשת רוזנבוך־מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 313, וכן בעמ' 315.

375 ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, עמ' 20. כן ראו פרשת רוזנבוך־מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 318.

376 ראו L. Loss, *Securities Regulation* (2nd ed.) V.3, 1961, at pp. 1551–1553. כן ראו דברי השופטת בן־ענתו בפרשת רוזנבוך־מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 321–322.

בורסאית.³⁷⁷ יודגש, עם זאת, כי בית המשפט דחה את הטענה, שלפיה נדרש "מניע" על מנת להרשיע בעבירת תרמית בניירות ערך.³⁷⁸
ראו באופן דומה את קביעת השופט בנימיני בפרשת מועלם ומלחי:

"המניע האישי או הכלכלי שעמד מאחורי מעשיו של הנאשם, ואשר בעטיו נקט דרכי תרמית לצורך השפעה על שער נייר-הערך, איננו מעלה ואיננו מוריד דבר לענין אחריותו הפלילית לביצוע העבירה על פי סעיף 54(א)(2) לחוק – ובלבד שהוכח כי מעשיו של הנאשם נעשו במטרה להשפיע על השער".³⁷⁹

ניתן לסכם לעניין "מניע", כי עבירת התרמית בניירות ערך, לרבות החלופה השנייה של "השפעה בדרכי תרמית על שער נייר ערך" – אינה דורשת הוכחת "מניע" לביצוע המעשה. מניע יהיה רלוונטי, אם בכלל, רק לעניין גזירת עונשו של נאשם שהורשע בעבירה זו. עם זאת ראוי להעיר, כי מניע בהחלט יכול לשמש כראיה נסיבתית מחזקת להוכחת "כוונה" להשפיע על שער נייר ערך. משמע, אם יוכח, כי אדם ביקש להביא להעלאת שער של מניה מסוימת, משום שהיה חייב לממש את המניות שבידיו בשל מצוקה כספית, למשל, הרי שאם נקט פעולות להעלאה מלאכותית של שער נייר הערך, אזי בהחלט ייתכן להסיק על כוונתו להשפיע על השער מעצם קיומו של אותו מניע נסתר למעשיו, אם יוכח מניע כזה.

3.7 הקשר הסיבתי

בית המשפט העליון קבע בפרשת הדיסקונטאים, כי בשל הבעייתיות במבחן "גורם שבלעדיו אין" העלול להוביל לתוצאה אבסורדית, בה איש אינו אחראי לנזק שנגרם, הרי שיש לאמץ את מבחן "דיות הפעולה".³⁸⁰ מסקנתו המתחייבת של בית המשפט, לנוכח העדפת מבחן "דיות הפעולה", הינה, כי כל אחת מהפעולות, הן של בנק דיסקונט (באמצעות הנאשמים) והן של צד שלישי שפעל בעניין זה (בנק כללי), הביאו לתוצאה האמורה של עליית שער נייר הערך, ודי היה בכל אחת מהן על מנת להביא לאותה תוצאה.³⁸¹

377 שם, בעמ' 322–323.

378 ראו פרשת לנדאו-שלום, לעיל הערה 229, בעמ' 223.

379 ראו פרשת מועלם ומלחי-שלום, לעיל הערה 9, בסעיף 103 לפסק הדין. בית המשפט מעיר שם, כי המניע יכול, עם זאת, להיות רלוונטי, כראיה נסיבתית להוכחת הכוונה להשפיע על שער נייר הערך. ראו גם פרשת אורן-שלום, לעיל הערה 6, בסעיף 94 לפסק הדין.

380 פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 535. כן ראו י' לוי ו-א' לדרמן, עיקרים באחריות פלילית (תשמ"א–1981), בעמ' 319–322. יצוין, כי אחד האישומים בפרשת הדיסקונטאים התייחס להשפעה בדרכי תרמית על שערי איגרות חוב. הנאשמים טענו להגנתם, כי לא הוכח הקשר הסיבתי בין הפעולות שהם ביצעו באיגרות החוב, לבין עליית השער המירבית שנרשמה בשעריהן, וזאת, בשל פקודות קנייה דומות שהזרים בנק כללי. על כן טענו הנאשמים, כי היה במקרה דגן "גורם שבלעדיו אין", השולל את הקשר הסיבתי.

381 שם, שם.

מסקנה זו של בית המשפט העליון מעוררת קושי, שכן לא ברור כיצד ניתן לומר, כי שתי פעולות שונות בניירות ערך, שניתנו באותה עת, יכלו — כל אחת מהן לבדן — להוביל לאותה תוצאה שנגרמה בשל פעילותן המאוחדת.

נדמה, כי השימוש במבחן "דיות הפעולה", אף אם הוא נכון בנסיבות מסוימות, ספק רב אם אכן הינו מתאים ונכון לניתוח פעילות בניירות ערך, בהן — כפי שנקבע על ידי בית המשפט עצמו באותה פרשה — כמעט "כל קול קובע", משמע, כמעט כל פעולה משפיעה על שערי נייר הערך.

במילים אחרות, אילו היו מנטרלים את ההוראות שניתנו על ידי אותו צד שלישי, בנק כללי, בנושא רכישת האג"ח בפרשת הדיסקונטאים, אזי שער הסגירה של אותו אג"ח היה, קרוב לוודאי, נמוך במידה כלשהי משער הסגירה שנקבע בשל ההוראות המאוחדות של בנק דיסקונט ובנק כללי. משכך הדבר, בהחלט ניתן לדבר על הבדל ועל משמעות שיש לייחס לפעולותיו של בנק כללי, אשר, ככל הנראה, העצימו את השפעתן של פעולות בנק דיסקונט, באמצעות הנאשמים.

נדמה, על כן, כי בית המשפט יכול היה להסתמך על קביעתו באותה פרשה, שלפיה אין צורך להוכיח שינוי בפועל של שער נייר הערך (אף כי נדרשת הוכחת "השפעה" כלשהי) על מנת לקבל את עמדת התביעה, ולפיה הנאשמים "השפיעו" על שער האג"ח האמור. על כל פנים, מבחן "דיות הפעולה" אינו בהכרח המבחן הראוי בניתוח השפעת פעולות בניירות ערך והוכחת הקשר הסיבתי בהן.

אחד המקרים הנדירים, בהם זוכו נאשמים מעבירת תרמית בניירות ערך, במידה רבה עקב העדר הוכחת קשר סיבתי, היה בפרשת חרובי ודהן.³⁸²

בית משפט השלום פסק, כי לא הוכח מעל לספק סביר כי פעולות הנאשמים, חרובי ודהן, בניירות הערך של חברת "אנדין", הן אשר הניבו את הגידול המשמעותי בנפח המסחר של אותו נייר ערך. ראייה למסקנה זו מצא בית המשפט בעובדה, כי גם נייר הערך של אותה חברה, מניית "אנדין 5" (להבדיל ממניית "אנדין 1", אשר בה פעלו הנאשמים), התאפיין באותה עת ממש במחזור חריג, זאת, על אף שהנאשמים לא פעלו במניה זו כלל.³⁸³

מסקנה זו נסתרה בבית המשפט המחוזי, כמו גם בבית המשפט העליון, בו נדון העניין כבקשת רשות ערעור. בית המשפט העליון קבע, כי בניגוד למסקנת בית משפט השלום, הוכח שאילמלא הזרימו הנאשמים הוראות מכירה (פקודות שנועדו לאזן ול"קזוז" את הוראות הקנייה הגדולות שהזרימו הנאשמים עצמם למניית "אנדין"), היה נסגר שער "קונים בלבד" לאותה מניה, קרי — בעלייה של 5%, בלא שיבוצעו כל עסקאות.³⁸⁴

382 פרשת חרובי ודהן-שלום, לעיל הערה 79.

383 שם, בעמ' 18-19.

384 פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 124. באותה עת, שער "קונים בלבד" משמעו עלייה של 5% ולא של 10%.

עובדה זו הוכיחה את קיומו של הקשר הסיבתי בין פעולות הנאשמים לבין השינוי בשער נייר הערך.³⁸⁵

3.8 נטל ההוכחה

הוכחתה של כוונת תרמית מצד עברייני ניירות ערך אינה קלה כל עיקר. את יסוד התרמית יש צורך להסיק, תדירות, מתוך מעשי ה"עושה", אגב הסתמכות על הסקות לוגיות והסתברותיות.

לא אחת הסתמכו בתי המשפט בהכרעתם על הסקות הסתברותיות שביצע, ולא אחת נקבע, כי אין מנוס מכך, ואף אין כל פסול בהוכחת יסוד התרמית על יסוד הוכחת ראיות נסיבתיות גרידא.³⁸⁶

בפרשת לוינקופ קבעה ערכאת הערעור, כי אין כל פסול במבחן הסבירות לשם הוכחת פליליות מעשי הנאשם, בנימוק, כי רק לעתים נדירות ניתן להסיק מסקנה אפשרית, או הסבר אחד ויחיד, לפעולות הנאשם. על כן נפסק, כי בית משפט הדורש מהתביעה להוכיח כי לפעולותיו של הנאשם בניירות ערך אין אלא הסבר אחד ויחיד, דורש דרישה מוגזמת מדי.³⁸⁷ גישה זו של בית המשפט בפרשה זו מעוררת קושי רב, שכן מתעלמת היא מאחד מיסודות ההליך הפלילי, הוא חזקת החפות.³⁸⁸ לפי חזקה זו, שהיא מיסודות המשפט, הרי שכל ספק, חובה כי יפעל לטובת הנאשם. אם לפעולה שביצע הנאשם בניירות ערך ניתן לייחס מספר משמעויות, מספר הסברים או מספר חלופות של מניעים או כוונות, לא ברור כיצד מתיישבת גישת בית המשפט המחוזי בפרשת לוינקופ עם נטל ההוכחה במשפט הפלילי, הדורש יותר מהטיית מאזן ההסתברויות, כנדרש בהליך האזרחי.

השאלה היא, אם התביעה הוכיחה מעל לספק סביר, כי הנאשם אכן ביצע מעשה פלילי, הן מבחינת הוכחת היסוד העובדתי והן מבחינת היסוד הנפשי. העובדה, כי קיימים מספר הסברים להתנהגות הנאשם, אף אם אינה שוללת הוכחה מעל ל"ספק סביר", בוודאי משפיעה על הוכחה כאמור.

על מנת להתמודד עם גישתו הבעייתית של בית המשפט בפרשת לוינקופ, כאמור,

385 יש להבהיר, כי אילולא הזרימו הנאשמים הוראות מכירה, לא היו יכולים הללו למכור את מניותיהם, שכן בשער "קונים בלבד" לא היו מבוצעות כל עסקאות והשער היה עולה באופן טכני. יתרה מזאת, התערבות הנאשמים היא שאיפשרה, באופן פרדוקסלי, את עליית שער המניה ב-10%, עלייה מקסימלית ליום מסחר אחד (על פי שיטת המסחר דאז). הנאשמים השיגו בדרך מתוחכמת זו מטרה כפולה: לא רק שהצליחו למכור את כל מניותיהם, אלא שהם אף עשו כן בשער הגבוה ביותר האפשרי ביום אחד.

386 ראו, למשל, פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 229–230.

387 שם, בעמ' 230–231. לפירוט נסיבות פרשת לוינקופ, ראו בסעיף 2.2.3.2 לפרק זה לעיל.

388 חזקת החפות קובעת, כידוע, כי חזקה היא שנאשם חף מפשע כל עוד לא הוכחה ונקבעה אשמתו בהליכים שיפוטיים כדין. אחת מזכויות היסוד של האדם, המוכרת בכל מדינה ששלטון החוק נוהג בה, היא שכל אדם בפלילים יישמע ויתברר במשפט הוגן. חזקה זו נלמדת מסעיף 34 ומסעיף 34כב לחוק העונשין, כאשר הנטל להפרכת חזקת החפות מוטל על התביעה. כמו כן מעוגנת חזקה זו בעקרונות חוק יסוד: כבוד האדם וחירותו.

ראוי לפרט, כי בפרשה זו טענה התביעה, כי העובדה, שלוינקופ עמד על כך שיוכרז שער "קונים בלבד" למניה שהזמין, מעידה על כוונת תרמית ועל רצונו להשפיע שלא כדין על שער אותו נייר ערך. בית המשפט, אכן קיבל טיעון זה וקבע, כי התרמית התבטאה ב"מצג השווא" של הנאשם, בכך שהציג כאילו רוצה ומתכוון הוא לרכוש את נייר הערך שהזמין, בעוד שלמעשה לא התכוון לעשות כן.³⁸⁹

אם נתעלם לרגע מנסיבותיה המיוחדות של פרשת לוינקופ, ניתן להעלות ספק אם המסקנה האמורה הינה היחידה המתחייבת מהעובדה ששחקן בשוק ההון מבקש או מעדיף שהבורסה תכריז על שער "קונים בלבד", ולא תבצע עסקאות בביצוע חלקי. ייתכן, למשל, כפי שאכן היה המקרה בפרשת לוינקופ, כי לנאשם יש כבר כמות מסוימת של אותו נייר ערך שביקש לרכוש בשנית. ואם כך הדבר, דווקא הגיוני, כי הוא יעדיף ששער אותו נייר ערך יעלה עלייה טכנית של 5%, מבלי שייאלץ להוציא מכיסו ולו שקל אחד. לא ברור מה בין רצון טבעי, הגיוני וכלכלי זה לבין כוונת תרמית.³⁹⁰

נסיבות פרשת לוינקופ מעידות על הקושי הנעוץ בהסקת כוונת מירמה מנסיבות הניתנות לפרשנות ביותר מדרך הגיונית אחת. קושי זה משתקף גם בכך שאף הערכאות השונות, שדנו בפרשה זו, נחלקו בדעתן. נדמה, כי המסקנה המתחייבת מכך היא, כי הוכחת מירמה ותרמית בניירות ערך, שכל כולה מבוססת על הסקת מסקנות מתשתית נסיבתית של ראיות, הינה בעייתית וטעונה זהירות רבה. מקום בו קיים ספק באשר לכוונת ה"עושה", כפי שזו מתגלה מנסיבות המקרה, צריך אותו ספק להתפרש לטובת הנאשם, ולא לחובתו.

3.9 האם מדובר בעבירת התנהגות או בעבירת תוצאה?

ההלכה הפסוקה, נכון למועד כתיבת שורות אלו, היא, כי העבירה של השפעה בדרכי תרמית על שער נייר ערך, כאמור בסעיף 54(א)(2) לחוק, הינה עבירה תוצאתית, קרי, נדרשת הוכחה לגרימת תוצאה של "השפעה" על מנת להוכיח כי בוצעה עבירה זו.

התפתחות ההלכה הפסוקה בסוגיה זו עקלקלה אך מרתקת: בפרשת הדיסקונטאים נקבע על ידי בית המשפט המחוזי, כי העבירה על פי סעיף 54(א)(2) לחוק הינה עבירה התנהגותית, ולא עבירה תוצאתית. במילים אחרות, די בכך שהוכח כי מבצע העבירה רכש ניירות ערך וכי היה לו היסוד הנפשי הנדרש, על מנת שתוטל אחריות פלילית על הנאשם.³⁹¹ בכך אימץ למעשה בית המשפט המחוזי את גישת בית המשפט המחוזי

389 פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 237. לפירוט נסיבות הפרשה ראו בסעיף 3.2.3.2 לפרק זה לעיל.

390 יצוין בהערת אגב, כי נדמה שלוינקופ החשיר עצמו בכוונת תרמית בכך שמסר הסברים בלתי הגיוניים בעליל לפעולותיו. נדמה, כי אילו היה מסתפק בטענה כי העדיף ששער נייר הערך יעלה, בלי שהוא יאלץ לשלם בעבור עלייה זו, היתה התביעה מתקשה עד מאוד להוכיח את כוונת התרמית מצידו. הסבריו של לוינקופ, כי ביקש להגיע לשליטה באותה חברה, עוררו ספק באשר לאמיתותן, וזאת, עקב הגיונם הרופף של הסברים אלו. ראו שם, בעמ' 229, וכן בעמ' 239.

391 ראו פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8, בסעיף 107 לפסק הדין.

בפרשת חרובי ודהן ואת הדעה המקובלת, עד לאותה עת, בבתי המשפט בישראל בסוגיה זו.³⁹²

הנמקת בית המשפט המחוזי בפרשת הדיסקונטאים מצאה עיגון בתכלית החקיקה, שנועדה להרתיע מפני עבריינות בשוק ההון, כמו גם בהבחנה המקובלת בין מניפולציה לבין ספקולציה. לפי הבחנה זו הרי שמניפולציה אסורה בעוד ספקולציה מותרת וחוקית.³⁹³ השופט סטרשנוב בבית המשפט המחוזי סבר באותה פרשה, כי כל פרשנות, שלפיה מדובר בעבירה תוצאתית, עלולה להביא לתוצאות בלתי סבירות, שכן לפי פרשנות זו, אם לא הושגה התוצאה של השפעה בפועל על שער נייר הערך, לא ניתן יהיה להרשיע עבריין, אף אם ברור ומוכח כי הלה פעל בכוונת מירמה.³⁹⁴ במילים אחרות, אם אדם ביצע את כל יסודות העבירה, הן היסוד הנפשי והן היסוד הפיסי, אך התמזל מזלו ומסיבה כלשהי לא נגרם השינוי בפועל בשער נייר הערך כתוצאה של מעשיו, הוא יזוכה.

בית המשפט העליון בפרשת הדיסקונטאים הפך על פיה הלכה זו, כאשר פסק באופן תקדימי (מפי השופט גולדברג), כי עבירת התרמית בניירות ערך הינה עבירה תוצאתית ולא התנהגותית.³⁹⁵ בית המשפט העליון קבע, כי העבירה של תרמית בניירות ערך מחייבת הוכחה של גרימה בפועל של "השפעה" על תנודות השער של ניירות הערך.³⁹⁶ הנמקת השופט גולדברג בבית המשפט העליון מבוססת במידה רבה על לשונו של סעיף 54(א)(2) לחוק ועל משמעות המלה "השפיע". לא ניתן לדבר על "השפעה" של מבצע העבירה, קבע בית המשפט העליון, בלא שנגרם "שינוי" כלשהו במצב הדברים הקיים.³⁹⁷

ראוי להעיר, כי גם השופט סטרשנוב בבית המשפט המחוזי היה מודע לקושי הלשוני-פרשני העולה מהניסוח הקיים של סעיף 54(א)(2) ומנקיטת הביטוי "להשפיע", בלא כל פירוט ואף בלא השימוש המקובל בהוראות חוק של הביטוי "ניסיון ל...". אגב מתיחת ביקורת על אי הבהירות בלשון הסעיף, סבר בית המשפט המחוזי בפרשת

392 ראו פרשת חרובי ודהן-מחוזי, לעיל הערה 31, בעמ' 230. בית המשפט המחוזי קובע שם, כערכאת ערעור בפרשת חרובי ודהן, כי אין צורך בהוכחת קשר סיבתי בין ה"הנעה" או ניסיון ה"הנעה" לבין מעשיו בפועל של מי שהונע. ראו שם, שם. מעניין, כי בית המשפט העליון, בפניו באה פרשה זו כערכאת ערעור שנייה, בחר שלא להביע את דעתו בסוגיה זו והשאירה בצריך עיון. ראו פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 125.

393 ראו פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8, בסעיף 106, וכן בסעיף 111 לפסק הדין.

394 שם, בסעיף 107 לפסק הדין. ראו גם ז' גושן, לעיל הערה 9, בעמ' 630.

395 פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 517.

396 שם, שם.

397 שם, שם. בית המשפט העליון, בדק שם בחיקוקים אחרים את הביטוי "השפיע", בצירופים שונים, כגון — "לנסות להשפיע", "כדי להשפיע", ועוד. בעניין זה סבר בית המשפט, כי כאשר מבקש המחוקק להסתפק בעבירת התנהגות, הנעדרת יסוד של גרימת תוצאה כחלק ממרכיבי העבירה, הרי שהמחוקק נוקט לשון מפורשת לעניין זה, כגון "ניסה להניע", כאמור בסעיף 54(א)(1) לחוק, או "בכוונה להשפיע", כאמור בסעיף 292(א) לחוק העונשין.

הדיסקונטאים, כי ראוי היה לכלול במפורש גם את הביטוי — "או ניסה להשפיע" בנוסח הוראת סעיף 54(א)(2) לחוק. עוד הציע בית המשפט, כי הביטוי העמום "בדרכי תרמית", יורחב באופן מפורש, כך שיכלול גם — "תחבולה, תכסיס, פרסום עובדות מוטעות, העלמת עובדות או בדרך פסולה אחרת".³⁹⁸

אף שההלכה אשר יצאה מבית המשפט העליון בפרשת הדיסקונטאים, כאמור, נראית נכונה והגיונית, אין לומר שהעמדה הנגדית משוללת היגיון לחלוטין. נימוק אפשרי בעד העמדה הנגדית דנן הוא, כי "השפעה" יכול שתבוא לידי ביטוי לא רק בשינוי שער נייר ערך, אלא גם בהשפעה על היקף המסחר, על נפח המסחר וכדומה. משמע, תיתכן השפעה על היקף המסחר שאינה מוצאת ביטוי בשינוי שער נייר הערך. על כן אין לומר, כי לא היתה במקרה כזה כל "השפעה". נוסף לכך, ייתכן שהשפעתו של מעשה המירמה, ההטעיה או מצג השווא, הינה "השפעה מושהית" או מעוכבת. ייתכן שזמן מסוים נדרש לכך שפעילות בתרמית או שמידע מטעה "ייספג" או "ייטמע" בקרב שחקני שוק ההון, ועל כן ההשפעה אכן אירעה, אך היא התרחשה באיטיות, במעין חלחול ממושך שכמעט לא אובחן. באופן דומה ניתן להעלות על הדעת גם מקרים בהם ההשפעה איזנה שינוי שאמור היה להתרחש, אך הוא נמנע עקב המידע הכוזב או המטעה, ועל כן מידע זה איפס את מגמת השוק הטבעית. בסופו של דבר לכאורה — ולכאורה בלבד — לא אירע דבר.

לשם המחשה, נניח שחברה מתעתדת להודיע על הפסדים כבדים בתום הרבעון הקרוב, מידע שצפוי להוריד את שער המניה. אחד מבעלי העניין בחברה מפיץ באמצעות האינטרנט או באמצעות עיתונאים המקורבים אליו מידע שגוי ומטעה בדבר קיומו של משא ומתן למיזוג עם חברה מצליחה אחרת, המתחרה כיום בחברה. בלעדי המידע השגוי האמור יצנחו שערי המניה עקב הדיווח בדבר הפסדים. בצוותא עם המידע החיובי כביכול בדבר משא ומתן, שלא היה ולא נברא, ייתכן שלא יחול כל שינוי בשערי המניה. במילים אחרות, המידע "החיובי" (השקרי) איזן ואיפס את המידע "השלילי" (והאמיתי). לכאורה — לא היתה כל "השפעה", ברם בחינה מדוקדקת של פני הדברים תוכיח, כאמור, אחרת.

על אף נימוקים אלו נראה, כי בכל זאת נכון והגיוני יותר לדרוש הוכחה של תוצאה והשפעה עבירת התרמית בניירות ערך, כאמור בסעיף 54(א)(2) לחוק. הדבר מתחייב הן מלשון הסעיף, כפי שצוין לעיל, ובוודאי מהגיונם של דברים, כמו גם מתכלית החקיקה. הקשיים שהוצגו לעיל לעניין הוכחת קיומה של השפעה אינם שוללים את העובדה, כי היתה בכל זאת השפעה לפעילות בניירות ערך; מדובר בהשפעה שקשה להוכיחה, לעתים, או בהשפעה שמנעה השפעה אחרת (כגון שאיזנה ירידות או עליות שערים,

398 ראו פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8, בסעיף 115 לפסק הדין. יצוין, כי המלצה לשינוי כזה בלשון החוק מצויה גם בדו"ח ועדת בייסקי: ראו דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 368. כן ראו פרשת טמפור-שלום, לעיל הערה 28, בסעיף ח' לפסק הדין.

שהיו נגרמות, אילולא אותן פעולות שהשפיעו על השער). רוצה לומר, הקושי בהוכחה או באיפיון ה"השפעה" אינו צריך לשלול את הקביעה העקרונית כי נדרשת הוכחה כזו.

ראוי להעיר, כי על אף ההלכה שיצאה מבית המשפט העליון בפרשת הדיסקונטאים, הקובעת כאמור, כי מדובר בעבירה תוצאתית ולא התנהגותית, ראוי להפנות לכך שבפסקי דין מאוחרים יותר נמנע בית המשפט העליון מלהביע דעתו באותה סוגיה, והעדיף לחמוק מהכרעה.³⁹⁹ בית המשפט המחוזי בפרשת עיני אכן מתייחס להימנעותו של בית המשפט העליון מהבעת דעה, ומנמק זאת בכך שלמעשה לא נדרש הדבר באותם מקרים לאור העובדה שבכולם הוכחה ממילא השפעה בפועל על שערי ניירות הערך, כתוצאה מפעילות הנאשמים. בפרשת עיני דבקה השופטת אופיר-תום בבית המשפט המחוזי דווקא בגישה המסורתית (שנדחתה כבר על ידי בית המשפט העליון, כאמור), לפיה מדובר דווקא בעבירה התנהגותית: הנמקת השופטת אופיר-תום ראויה להדגשה. לגישתה, ההתערבות המניפולטיבית במסחר בניירות ערך היא היוצרת עבירת תרמית בניירות ערך, וכדבריה —

"... אני לעצמי הייתי סוברת כי אופיה הדומיננטי של עבירת ההרצה מתבטא בפן ההתנהגותי, וכי לצורך גיבושה, די שתוכח עצם התערבותו של המניפולטור במסחר המתנהל בשוק, בדרכי תרמית, מבלי כל נפקא מינה לתוצאה בפועל. כך, לא רק בשל הקושי לאתר את השפעת התרמית בפועל על המניה... אלא גם בעיקר, משום הנזק הנגרם לשוק ההון בעקבות ההרצה, אינו טמון בהכרח בתוצאה. עצם התערבותו במנגנון השוק, שאמור לקבוע הוא לבדו את מחיר המניות הנבחרות בו, על בסיס היצע וביקוש אמיתיים, היא שעלולה לגרום אותו נזק ממנו חשש המחוקק לדעתו". (ההדגשה אינה במקור).⁴⁰⁰

3.10 חשיבות מטרות המשקיע ומניעיו לעניין ביצוע תרמית בניירות ערך

3.10.1 כללי

במקרים רבים, בהם נדונה עבירת התרמית בניירות ערך, מעלים הנאשמים טענות הגנה לעניין קיומם של מטרות ומניע לגיטימיים לפעולתם. רוצה לומר — רצון אמיתי לרכוש את המניות, אמונה תמה בטיב ובאיכות של אותן מניות, או לחלופין — רצון כן להשתלט על החברה הבורסאית, הם — והם לבדם — אשר הדריכו את הנאשם.

בחינה של ההכרעות השיפוטיות בישראל בנושא עבירת ההשפעה בדרכי תרמית על שערי ניירות ערך, כאמור בסעיף 54(א)(2) לחוק, חושפת מספר תופעות: ראשית, קיימת החמרה בגישת בתי המשפט לנאשמים בעבירות התרמית בניירות ערך. גישה זו מתאפיינת באימוץ עמדה חשדנית וספקנית ביחס לטיעונים מסוג זה.

³⁹⁹ ראו, למשל, פרשת טמפו-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 568. כן ראו פרשת חרובי ודהן-עליון, לעיל הערה 1, בעמ' 124, וכן פרשת זילברמן-עליון, לעיל הערה 6, בעמ' 524.

⁴⁰⁰ ראו פרשת עיני-מחוזי, לעיל הערה 38, בסעיף 110 לפסק דינה של השופטת אופיר-תום.

שנית, בעוד שבפסקי הדין הראשונים שניתנו בישראל בסוגיה זו, כפי שיפורט להלן, הובעו דעות בזכות קיומם של מניע ומטרה לגיטימיים, כשוללים את פליליות המעשה, הרי שכיום גם כאשר קיימים מניע או מטרה לגיטימיים, לא בהכרח ישתכנע בית המשפט לזכות את הנאשם.

שלישית, קיימת אי בהירות בעייתית אם אמנם מטרה או מניע לגיטימיים עשויים לשמש טיעון הגנה.

המסר הדו-משמעי העולה מפסיקת בתי המשפט, כפי שיובהר להלן, מעורר בעיה קשה: בעיה של צפיות, של ודאות, של אי הבנה מצד שחקני שוק ההון, כאשר לגבולות המותר והאסור. ראוי גם לתהות אם ההחמרה המצויה בגישת בתי המשפט אכן במקומה. ויודגש, אין הדברים אמורים בהחמרה בענישה (במקרה בו כבר הורשע אדם), אלא בעצם הנכונות להרשיע.

3.10.2 מניע ומטרה לגיטימיים – האמנם הגנה לגיטימית בעבירת התרמית בניירות ערך?

בשני פסקי הדין הראשונים הידועים בישראל בתחום עבירת התרמית בניירות ערך, פרשת לוינקופ מחד גיסא, ופרשת רוזנבוך מאידך גיסא, נקבע על ידי בתי המשפט, כי מניע או מטרה לגיטימיים עשויים לשלול את פליליות מעשיו:

“אם אדם מבצע בתום לב פעולה בשוק ניירות-הערך בדרך של קניית חבילת מניות גדולה, למשל לצורך רכישת שליטה בחברה פלוגנית, ועקב ביקוש כזה עולים שערי המניות, אין בכך פסול. כך אין איסור על אדם לקנות כל כמות של נייר ערך בין בעיסקה חד פעמית ובין באמצעות מתן פקודות קניה רצופות, בכל מחיר שהוא בוחר לשלם, ובלבד שהוא עושה כן בתום לב ושלא במטרה להעלות שערים או להשפיע על פעולותיהם של אחרים בבורסה, אלא לקנות את נייר הערך לעצמו.”⁴⁰¹

דברים דומים נקבעו על ידי השופטת בן-עתו בפרשת לויקופ כבר בשנת 1980:

“כל הפעולות הללו, היינו פעולות הקניה והמכירה, הן כשרות כשהן מלוות מניע לגיטימי, אפילו יש בו מידה של הימור.”⁴⁰²

מנגד, בשורה של פסקי דין בשני העשורים האחרונים, ובמיוחד בשנים האחרונות, מצאו בתי המשפט להרשיע נאשמים בעבירת התרמית בניירות ערך, גם כאשר הציגו הנאשמים מטרה או מניע לגיטימיים לפעולתם. זאת, בין כגורם יחיד, שהניע את פעולתם, ובין ביחד עם אחרים.

ויודגש, לא אחת עולה מפסקי הדין האמורים, כי בית המשפט פשוט לא השתכנע

401 דברי השופט בן-יאיר בפרשת רוזנבוך-מחוזי, לעיל הערה 25, בעמ' 315.

402 ראו פרשת לוינקופ-מחוזי, לעיל הערה 13, בעמ' 237.

דיני ניירות ערך

בקיומו של מניע או מטרה אמיתיים, להבדיל מכאלו שגובשו בעצת היועצים המשפטיים, בדיעבד. לא על כך נלין כאן. ראוי להלין, עם זאת, על כך שעולה ומשתמע מהפסיקה, כי גם אם היה משתכנע בית המשפט באמיתות טיעון המניע והמטרה, בכל זאת לא היה בכך כדי לסייע לנאשם. הפסיקה בישראל לא השכילה להבהיר כהלכה נושא זה וכך רובץ לו ערפל סמיך, כהה ובלתי חדיר, על הסוגיה. עירפול זה מקשה במידה רבה על יכולת שחקני שוק ההון להבין את תחומי האסור והמותר, ולתכנן – באורח חוקי ולגיטימי – את פעולותיהם בשוק ההון.

הדוגמא אשר ממחישה יותר מכל את מעמדו החלש של המניע, לגישתם העכשווית של בתי המשפט, הינה פרשת אריה שפיר. בפרשה זו, העיד הנאשם הראשי, שפיר, כי מטרתו היתה לתמוך בשערי ארבע מניות נבחרות (כהן פיתוח, לכיש, פמה ואורדע) משום שהאמין בלב שלם במניות אלו. הוא גם הצהיר כי שאף להגיע לשליטה לפחות באחת החברות – כהן פיתוח, ביחד עם אחרים שפעלו עימו בצוותא. קריאת פסק הדין המאלף של השופט בנימיני בפרשה זו (אז בבית משפט השלום) מגלה, כי אף שביט המשפט לא חלק על מטרותיו של הנאשם, ולא פסל את קיומם האפשרי של אותם מניעים, לא היה בכך כדי לסייע לשפיר:

“...העובדה שמשקיע מאמין במניה שהוא רוכש, ומגלה נכונות עקרונית להמשיך ולהשקיע בה, איננה מקנה לו זכות לבצע פעולת רכישה מסוימת במסחר בצורה מניפולטיבית, אשר מיועדת להשפיע על שיערה. הטענה של רצון 'אמיתי' לרכוש או למכור את המניה, היא לעולם מפלטם של המניפולטורים הפועלים בבורסה, אשר סומכים על כך שביט המשפט לא יוכל לקבוע בוודאות הדרושה להרשעה במשפט פלילי את המניע הדומיננטי לפעילותם, שהרי מדובר בדברים שבלב.

...

מי שפועל במסחר בדרכים מניפולטיביות שנועדו להשפיע על שער המניה, מתוך מודעות לכך, עובר את העבירה על פי סעיף זה, גם אם התלוותה לפעילותו מטרה משנית של קנייה או רכישה במסחר, וגם אם באופן עקרוני הוא סבר שכדאי להשקיע במניה.”⁴⁰³ (ההדגשות במקור).

נקבע שם עוד כי –

“... לא הייתי מסיק מציטוטי הפסיקה דלעיל, כי לא ניתן להרשיע בעבירה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק נאשם אשר מטרתו העיקרית היא השפעה על השער, רק משום שלכוונה זו נלווה רצון לרכוש את המניה, או משום שלפי הערכתו היתה כדאיות כלכלית ברכישת המניה.

...

403 פרשת שפיר-שלום, לעיל הערה 162, בפסקה 129 לפסק הדין.

"מצג השווא כלפי המשקיע הסביר ... יכול גם לנבוע מכך שמטרת הקניה שלו היא להעלות את השער או למנוע את ירידתו, ולא עצם הקניה כתכלית בפני עצמה, אפילו מאמין הוא בכדאיות ההשקעה במניה." ⁴⁰⁴ (ההדגשה אינה במקור).

הקושי בקביעות האמורות נעוץ בכך, שאם אמנם יש לנאשם אמונה כנה ואמיתית במניות, והוא מבקש לאסוף אותן על מנת להגדיל את אחיזתו בחברה, ואולי אף להגיע בעתיד לשליטה בחברה (בין לבדו ובין ביחד עם אחרים), ובהנחה שלאור זאת הנאשם מחליט לקלוט היצעים לאותה מניה, כמיטב יכולתו, אזי כלל לא ברור היכן מצויה אותה מניפולטיביות אסורה שבמעשיו. שכן, אם מניע אמיתי מכוון את מעשיו של המשקיע, ובהתאם לאותו מניע הוא פועל ומבצע פעולות רכישה אמיתיות לחלוטין (ואין הוא סוחר עם עצמו וכדומה), כלל לא ברור היכן התרמית שמוצא בית המשפט במעשיו.

יתר על כן, עולה מפסק הדין בפרשת שפיר, כי בנסיבות אותו מקרה, היתה המטרה האמורה, של תמיכה במניה או השתלטות על החברה, בגדר מטרה משנית בלבד, בעוד המטרה של השפעה על שער המניה היתה המטרה העיקרית. מבלי להיכנס לפרטי המקרה שנדון בפרשת שפיר, נדמה, כי הפסיקה מתעלמת מכך שמדובר לעתים בשני צידיו של אותו מטבע: ברור, כי מטרתו של אדם דוגמת שפיר (שמאמין במניה ומבקש להשתלט על החברה), למנוע ירידת שער המניה. זוהי מטרה לגיטימית וטבעית של כל משקיע. ואולם, העובדה שאדם כמוהו מסכים להשקיע מכספו על מנת למנוע את ירידת השער, וזאת, לא באמצעות עסקאות מירמה כדוגמת עסקאות מתואמות או עסקאות מלאכותיות, אלא באמצעות רכישה אמיתית של מניות החברה לחשבוננו, ספק אם צריכה להפוך אותו לעבריין.

היבט מעניין נוסף באותה פרשה עולה מהעובדה שבית המשפט לא שלל אפשרות שלנאשם אכן היו, כטענתו, שתי מטרות שהדריכו אותו: האחת – איסוף מניות של ארבע החברות בהן פעל, הנזכרות לעיל; השנייה – מניעת ירידת שערן של מניות אלו. ואולם, השופט בנימיני קבע, כי ניתוח פעולותיו מעיד על כך שהמטרה השנייה (מניעת ירידת שערים) היא הדומיננטית מבין השתיים, שכן היו לשפיר הזדמנויות להגדיל אחזקותיו במחירים נמוכים ממחירי רכישותיו והוא לא עשה כן. ⁴⁰⁵ השאלה היא, כמובן, מדוע יש לראות באיזו משתי מטרות אלו של שפיר, כמטרות לא-לגיטימיות, בהנחה שהוא מוכן לסכן את מיטב כספו לשם שמירת מחירי המניה.

פרשה נוספת שאף היא נדונה בפני השופט בנימיני, היתה פרשת אליעזר אורן. בפרשה זו ניכר, כי בית המשפט לא קיבל ולא השתכנע מנימוקי הנאשם כאילו המניע לפעולתו היה הרצון להשתלט, ביחד עם אחרים, על מניותיה של חברת אופנת ברוך. כדברי השופט בנימיני –

404 שם, בפסקה 128 לפסק הדין.

405 שם, בפסקה 38 לפסק הדין.

"לנאשם היו מניעים ברורים להעלות את שערי מניות ברוך, ומניעים אלו כפי שיפורטו להלן, מחזקים את המסקנה שעליית שערי מניית ברוך לא היתה תוצאות לוואי של פעילות הנאשם בבורסה, אלא תכליתה של פעילות זו."⁴⁰⁶

ובהמשך נקבע שם עוד —

"המניע האישי או הכלכלי שעמד מאחורי מעשיו של הנאשם, ואשר בעטיו נקט בדרכי תרמית לצורך השפעה על שער נייר הערך, איננו מעלה ואיננו מוריד דבר לענין אחריותו הפלילית לביצוע העבירה על פי סעיף 54(א)(2) לחוק — ובלבד שהוכח כי מעשיו של הנאשם נעשו במטרה להשפיע על השער."⁴⁰⁷ (ההדגשות אינן במקור).

ראוי להעיר, כי דברים ברוח דומה נאמרו גם על ידי השופט מודריק בפרשת טמפו:

"... רצונם של המערערים להשיג עבור מניות ההנפקה סכום גבוה הוא ודאי לגיטימי כשלעצמו. אולם לגיטימיות המטרה אינה מכשירה את האמצעים. מתן לגיטימציה למניפולציה בשערי ניירות הערך בשוק המשני לשם הבטחת מטרה לגיטימית כלשהי משמעותה שיבוש כללי הפעולה של שוק ההון ומתן הכשר לכל מניפולטור מכל סוג, שלעולם ימצא "הצדק" לשאיפת הרווח הקל שלו."⁴⁰⁸ (ההדגשה אינה במקור).

עיון בפסקי הדין בפרשות אורן ושפיר לעיל מלמד, כי בית המשפט נותר באותם מקרים ספקן באשר לכנות טיעוני הנאשמים באשר למניעי ההשתלטות שלהם על החברות הבורסאיות הרלוונטיות, או באשר לרצון האמיתי לתמוך במניה, ותו לא. שאלה היא, והתשובה על כך אינה ברורה, מה יהא הדין אם בית המשפט אכן ישתכנע בעתיד כי במישור העובדתי והנפשי, מה שהניע את פעולות המשקיע היו אכן מניעים לגיטימיים לכאורה: אמונה כנה במניות, אמונה כנה כי המחיר של המניה בבורסה אינו המחיר ה"נכון" והריאלי, או לחלופין — רצון להשתלט על החברה. ההלכות מפסקי הדין בפרשות לוינקופ ורוזנבוך לעיל מובילות, קרוב לוודאי, למענה שונה בתכלית מפסקי הדין בפרשות שפיר, אורן וטמפו.

406 ראו פרשת אליעזר אורן-שלום, לעיל הערה 6, בפסקה 69 לפסק הדין. יצוין במאמר מוסגר כי אורן הורשע פעם נוספת בעבירות של תרמית בניירות ערך ראו: ת"פ (ת"א) 7291/02 מדינת ישראל נ' אורן (לא פורסם).

407 שם, בפסקה 94 לפסק הדין.

408 ראו פרשת טמפו-מחוזי, לעיל הערה 147. בהקשר זה ראו גם את הקביעות, הן בפרשת הדיסקונטאים והן בפרשת אילון צברי, ולפיהן גם אם היו לנאשמים באותן פרשות שיקולים ומניעים כלכליים אמיתיים, גם אז לא היו אלו שיקוליהם היחידים. יובהר, כי באותן פרשות טענו הנאשמים, כי הם השקיעו את כספי התאגידים, שהם נמנו עם מנהליהם, על פי שיקולי טובת התאגידים. טיעונים אלו נדחו על ידי בתי המשפט שדנו בכך ונקבע, כי לא המניע של טובת התאגידים הוא שהניע אותם בפעולותיהם, אלא הדבר רק שימש כסות להפקת רווחים אישיים לנאשמים בפרשות האמורות.

זאת ועוד, קיים קושי רב בקביעת השופט בנימיני בפרשת אורן שצוטטה לעיל –

“המניע האישי או הכלכלי שעמד מאחורי מעשיו של הנאשם, ואשר בעטיו נקט בדרכי תרמית לצורך השפעה על שער נייר הערך, איננו מעלה ואיננו מוריד דבר לענין אחריותו הפלילית.”⁴⁰⁹

הקושי בגישה זו נעוץ ביצירת מעגל שוטה: אם בית המשפט אינו מקבל (לא במישור העובדתי אלא במישור העקרוני) את הטענה הבסיסית והראשונית של הנאשם כי המניע לפעולתו היתה אמונה כנה במניה מסוימת (או רצונו להשתלט על החברה) ומשום כך היתה לו נכונות לרכוש אותה מניה על מנת לשמר את מחירה הגבוה, או למנוע ירידת שער, הרי ברור שפעילות הנאשם תוכתר כ”פעולה בדרכי תרמית”. ואזי ברור, כי אם פועל הנאשם בתרמית, אין חשיבות למניע שלו. והרי הגדרת המניע וסיווגו כלא-לגיטימי, היא זו שהוליכה להכתרת פעולות הנאשם כתרמית, מלכתחילה.

במילים אחרות, עמדתו הראשונית של בית המשפט, וסירובו לקבל – על פניו – כרלוונטי לעניין התרמית, את קיומו של מניע או מטרה, וסירובו להכיר, למשל, במטרה של מניעת ירידת שער מניה כמטרה “לגיטימית”, היא אשר מוליכה בהכרח להגדרת פעולת הנאשם כתרמית.

דרך מעגלית זו אינה הכרחית כלל: אכן, יש לדעתנו מטרות ומניעים לגיטימיים, אשר אם כתוצר נלווה להם נוצרת השפעה על שער של נייר ערך, אין בכך פסול. יש מקום להכיר בקיומם של מניעים לגיטימיים וברלוונטיות שלהם לעניין פליליות המעשים המיוחסים לנאשם. יש גם מקום להסדיר ולהגדיר את גבולות המותר והאסור בנושא זה ביתר בהירות וחדות. אין מקום לשלול באורח מוחלט, כעולה מפסיקת בתי המשפט דהיום בישראל, אפשרות שמניע של רצון להשתלט על חברה, או רצון לשמור על ערכו או על מחירו של נייר ערך, ייחשבו כמניעים או כמטרות לגיטימיים, באופן שישלול את פליליות הפעולות באותו נייר ערך.

פיתרון אפשרי לסוגיה האמורה הוא הטלת חובת גילוי מצידו של אותו עושה, גם אם אינו בעל עניין בחברה (ואינו מחויב ברגיל בדיווח על פעולותיו), בדבר פעולות התמיכה והייצוב שהוא מבצע, בעצמו ועל חשבונו. מוצע כאן כי כפוף לכך שאותו משקיע יגלה ויחשוף ברבים את מדיניות הייצוב או התמיכה שלו, יפרט את מאפייניה ואת התנאים שהוא הגדיר לביצוע תמיכתו, יותר לו לבצע פעולות של איסוף מניות, קליטת היצעים, תמיכה בשער וכיוצא באלו.

חיזוק לעמדה זו ניתן למצוא גם בקביעותיו של בית המשפט המחוזי בתל אביב (מפי השופט מודריק) בפרשת טמפו –

“לוז ההתנהגות הפסולה הוא במחדל הגילוי של פעולות התמיכה במניה.”⁴¹⁰

409 ראו פרשת אליעזר אורן-שלום, לעיל הערה 6, בפסקה 94 לפסק הדין.

410 ראו פרשת טמפו-מחוזי, לעיל הערה 147.

"הן הבעתי כבר את דעתי, בהקשר לעבירת ההרצה, כי המערערים לא עמדו בחובת הגילוי לציבור המשקיעים, שעצם פעולת התמיכה במניה, עמדתי על מהותיות הצורך בגילוי... גרסתי כי אילו נעשה דיווח קונקרטי כזה.. היה בכך כדי להכשיר את הפעילות המניפולטיבית. אי הגילוי הזה הוא בגדר העלמת עובדות מהותיות."⁴¹¹

אף שהדברים נאמרו בהקשר לחלופת ההנעה של עבירת התרמית (סעיף 54(א)(1) לחוק), הם יפים ומתאימים גם לעניין חלופת ההשפעה בדרכי תרמית על שערי ניירות ערך.

4. שיקולי ענישה

4.1 כללי

ועדת בייסקי, אשר דנה בנושא משבר המניות הבנקאיות ואשר סברה, כי הבנקים המסחריים פעלו בדרכי מניפולציה בשוק ההון, המליצה להגביר את האכיפה בתחום ניירות הערך ולהרחיב את הגדרת המונח "תרמית" בחוק ניירות הערך, באופן שיכלול לא רק "בדרכי תרמית" אלא גם —

"דרכי תרמית, תחבולה, תכסיס, פרסום עובדות מטעות, העלמת עובדות או בדרך פסולה אחרת."⁴¹²

כך המליצה גם ועדת גבאי, אשר פרסמה את המלצותיה פחות משנה לפני פרסום דו"ח ועדת בייסקי.⁴¹³

בפרשת ואקנין הביע בית המשפט המחוזי את דעתו, כי יש להחמיר בענישת עבריינים בשוק ההון, שכן הללו פוגעים באמון הציבור בכורסה.⁴¹⁴ דברים דומים נקבעו על ידי בית משפט השלום בתל אביב בפרשה אחרת:

"אני סבורה כי לא יכול שתהא מחלוקת באשר לחומרת העבירות אותן ביצע הנאשם ובהן הורשע. המחוקק רואה בעבירות אותן עבר הנאשם — עבירות מסוג פשע. ואילו כב' השופט מודריק בת.פ. 290/95, בעניינם של חיים רגב ויצחק וייס, עמד על כך כי במה שמכונה "רמת הענישה המקובלת" הנוגעת לתחום של עבירות בשוק ההון, חלה בעת האחרונה התפתחות משמעותית שמכוחה התרומם רף העונשים לגבהים שלא ידע כמותם בשנים עברו."⁴¹⁵

411 שם, שם.

412 ראו דו"ח ועדת בייסקי, לעיל הערה 1, בעמ' 347–348, בעמ' 360 ובעמ' 368.

413 ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 46–49.

414 פרשת ואקנין-מחוזי, לעיל הערה 10, בעמ' 162.

415 ראו ת"פ (ת"א) 6922/93 מדינת ישראל נ' פנקס ואח' (להלן: "פרשת פנקס-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז' 626, בעמ' 232.

פרק י': תרמית בניירות ערך

בפרשת פולק, פסק בית המשפט המחוזי בתל אביב כי:

"בשקלול היסודות השונים עליהם נסמכת מטרת הענישה, יש לאזן בין נסיבותיו האישיות של הנאשם העומד לדין לבין עניינו של הציבור להרתיע עבריינים בכח מביצוע פעולות המביאות לערעור האמון של ציבור המשקיעים בשוק ההון ובהליכים המתרחשים בו... אנו מצוים בעידן של כלכלה פתוחה, ובעידן כזה מוטלת החובה על החברות הבורסאיות לעמוד באמות מידה גבוהות של אמינות, הגינות, יושר ותום לב. לחברות אלה יש נגישות קרובה לכיסם של משקיעים תמימים, שאמורים להתייחס במלוא האמון לדיווח שמוגש להנהלת הבורסה על פי דין".⁴¹⁶

מגמה זו של החמרת הענישה אכן מצאה אוזן קשבת אצל המחוקק ובשנת 1988 תוקן חוק ניירות ערך (תיקון מס' 9), באופן שעבירת התרמית בניירות ערך הפכה מ"עוון" בלבד לעבירה מסוג "פשע". הסיווג מחדש של עבירת התרמית החמיר, כמובן, את הענישה בגינה, מעונש של שלוש שנות מאסר לעונש של חמש שנות מאסר.

בפרשת ואקנין הביע בית המשפט המחוזי את דעתו כי העונשים אשר הוטלו על עברייני ניירות ערך עד לאותה עת, שנת 1995, היו קלים מדי ולא הגשימו את תכלית החקיקה. מן הראוי, כך קבע השופט עמית, להחמיר באופן חד את "כיוון הענישה", כדבריו.⁴¹⁷

בערעור בפרשת טמפו ציין השופט מודריק:

"ער אני לכך שישנה מגמה של העלאת 'רף הענישה' בעבירות מן הסוג הזה, כדי למנוע מהלכים של פגיעה בציבור המשקיעים, מהלכים השוללים את כושרו התבוני של ציבור זה".⁴¹⁸

ביטוי להחמרה במדיניות הענישה בבתי המשפט בישראל בשנים האחרונות, ניתן למצוא גם בפסק הדין שנתן בית המשפט המחוזי בפרשת רייך –

"נראה לנו כי רמת הענישה שנקבעה עד היום בעבירות לפי חוק ניירות ערך לא הרתיעה ולא נתנה ביטוי נכון וראוי לחומרתן של העבירות הללו. מצב דברים זה מחייב החמרה בעונשים והרמת סף הענישה".⁴¹⁹

416 ראו ע"פ (ת"א) 152/95 מדינת ישראל נ' ה.ג. פולק (להלן: "פרשת פולק-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב(10), 795. מצוטט בהסכמה בפרשת פנקס-שלום, לעיל הערה 415, בעמ' 232-233.

417 פרשת ואקנין-מחוזי, לעיל הערה 10, בעמ' 163, וכן ראו בעמ' 164. בית המשפט מצטט באותו הקשר דברים דומים שנאמרו בבית המשפט המחוזי בפרשת פולק-מחוזי, לעיל הערה 416, בסעיף 6 לפסק הדין.

418 ראו פרשת טמפו-מחוזי, לעיל הערה 147, בסעיף ג' לפסק הדין. כן ראו פרשת בוכניק-שלום, לעיל הערה 33, בעמ' 92.

419 ראו ע"פ 1277/96, 1197/96 רייך נ' מדינת ישראל (לא פורסם), בעמ' 19. פסק הדין ניתן

ואמנם, אין ספק, כי ניתן להצביע על החמרה גוברת והולכת בשנים האחרונות בפסיקת בתי המשפט בישראל בתחום עבירות ניירות ערך בכלל, ועבירות התרמית בניירות ערך בפרט. החמרה זו מצאה ביטוי בגזרי דין שהוטלו על עבריינים בתחום שוק ההון מאז שלהי שנות ה-90 ועד היום, ובלט במיוחד הדבר בפרשת הדיסקונטאים ובפרשת אילון צברי. בפרשות אלו לא רק שהוטלו קנסות כבדים, אלא גם ובעיקר נגזרו על הנאשמים עונשי מאסר בפועל לתקופות ממושכות ללא תקדים עד אז בעבירות בניירות ערך.⁴²⁰ עד אמצע שנות ה-90 הסתיימו מרבית תיקי ניירות הערך, גם אלו שעסקו בעבירות חמורות של תרמית בניירות ערך או של שימוש במידע פנים, בעונשי מאסר-על-תנאי או בעונשי מאסר שרוצו בדרך של עבודות שירות. להבדיל, משלהי שנות ה-90 ואילך עלה רף הענישה, באופן שאדם המורשע כיום בעבירות חמורות בניירות ערך, כגון תרמית, שימוש במידע פנים או פרט מטעה בתשקיף, עלול למצוא עצמו מאחורי סורג ובריה וספק אם יוכל להסתפק כבעבר בעונש של עבודות שירות או עבודות לתועלת הציבור.

בשל מורכבותם של תיקי ניירות ערך בכלל, ותיקי תרמית בניירות ערך בפרט, ועקב הקושי בהוכחת אשמה בתיקים אלו, מתמשך ניהול התיקים בנושאים אלו זמן רב. התמשכות זו עלולה לעודד עבריינים לבצע עבירות, בשל התחושה כי קצרה יד החוק מלהגיע אליהם. דווקא בשל כך סבר בית המשפט בפרשת ואקנין, כי יש להחמיר עם העבריינים. אי הטלת עונשים מחמירים יתצור, לגישת בית המשפט, רושם שלפיו "כל חוטא ייצא נשכר".⁴²¹ מנגד, יצוין, כי דווקא התמשכות ההליכים ועינוי הדין המתלווה לכך, משמשים לעתים קרובות טיעון להקלה בעונשו של הנאשם.⁴²²

בחודש דצמבר 1996 בקשר לעבירות דיווח דווקא. אכן, מאז 1997 ניכרת החמרה של ממש בענישה בגין עבירות בניירות ערך בישראל.

420 ראו למשל — בפרשת הדיסקונטאים, שם הוטלו על הנאשמים קנסות ועונשי מאסר כבדים ללא תקדים: עונש מאסר של 6 שנות מאסר בפועל וקנס בסך 2.5 מיליון ש"ח (על עופר הלדשטיין); 4 שנות מאסר בפועל וקנס בסך מיליון ש"ח (על דוד וינמן); 4.5 שנות מאסר בפועל וקנס בסך 800,000 ש"ח (על אהוד יעקב); 3 שנות מאסר בפועל וקנס בסך 750,000 ש"ח (על אפרים קוצ'ינסקי); 3.5 שנות מאסר בפועל וקנס בסך מיליון ש"ח (על אריה אדלר); שנתיים מאסר בפועל וקנס בסך 300,000 ש"ח (על מרדכי מרקדו). ראוי להעיר, כי ערעורי הנאשמים בפרשת הדיסקונטאים נדחו במרביתם על ידי בית המשפט העליון, אשר אישר הן את עונשי המאסר הכבדים וכן את מרבית הקנסות הכבדים שהוטלו בבית המשפט המחוזי (השופט סטרשנוב). ראו פרשת הדיסקונטאים-מחוזי, לעיל הערה 8, והשוו פרשת הדיסקונטאים-עליון, לעיל הערה 1. בפרשת אילון צברי נגזרו על הנאשם הראשי, אילון צברי, על ידי בית המשפט המחוזי 6 שנות מאסר בפועל וקנס כספי בסך של 3.5 מיליון ש"ח. בית המשפט העליון קיבל באורח חלקי את ערעור צברי ביחס לעונשו והפחית מעונשו: עונש המאסר בפועל הופחת מ-6 ל-5 שנים והקנס בסך 3.5 מיליון ש"ח בוטל, אך נקבע שתחת זאת תחלט המדינה סך של 5.1 מיליון ש"ח שמוחזק בעבור צברי בחשבון נאמנות, כספים שמקורם בפעולות בניירות ערך שביצע צברי. ראו פרשת צברי-מחוזי, לעיל הערה 163, והשוו ע"פ 4735/03, 4791, 4842 אילון צברי ויורם נגלר נ' מדינת ישראל (טרם פורסם).

421 פרשת ואקנין-מחוזי, לעיל הערה 10, בעמ' 163.

422 ראוי לציין, עם זאת, כי לא אחת נטען על ידי התביעה, כי התמשכות ההליכים נגרמת דווקא בשל הנאשמים ובאי כוחם ולא על ידי בית המשפט או התביעה. מנגד, ראו התייחסות חריגה

פרק י': תרמית בניירות ערך

במסגרת הדיון בנושא מדיניות הענישה בגין עבירה של תרמית בניירות ערך, ראוי להזכיר את השוני המהותי הקיים בענישה בגין שתי עבירות שלא-אחת הן כרוכות זו בזו: עבירת ההנעה בתרמית ועבירת הכללת פרט מטעה בתשקיף:

העונש בגין עבירת התרמית בניירות ערך, בחלופה של סעיף 54(א)(1) לחוק (קרי – הנעה בדרכי תרמית של אדם אחר לרכוש או למכור ניירות ערך) הינו עד חמש שנות מאסר. מנגד, העבירה של הכללת פרט מטעה בתשקיף, כאמור בסעיף 53 לחוק, דינה עד שלוש שנות מאסר בלבד.

כפי שצוין בסעיף 2.7 לפרק זה לעיל, כאשר נכלל פרט מטעה בתשקיף אזי כמעט תמיד יכולה להיטען הטענה כי ההטעה בתשקיף הניעה (בדרכי מירמה) את ציבור המשקיעים. רוצה לומר – כמעט בכל מקרה, בו נכלל פרט מטעה בתשקיף, סביר להניח כי הוא גרם בפועל (או עלול היה לגרום בכח) למי מהמשקיעים מהציבור לרכוש או למכור את ניירות הערך, בהם עוסק התשקיף.

זיקה זו בין עבירת ההנעה לבין עבירת הכללת פרט מטעה בתשקיף מתגלית כבעייתית, לנוכח השוני האמור לעיל בענישה השונה בגין כל אחת מעבירות אלו. מאחר שהזיקה האמורה בין שתי עבירות אלו הינה, כאמור, זיקה ממשית, ולא-אחת עומדים לדין אנשים בגין שתי העבירות בצוותא (בשל אותו "אקטוס ראוס"), תמוה הדבר שהמחוקק הותיר פער ענישה כזה בין שתי עבירות, שלעתים קרובות כרוכות זו בזו, ולו באופן תיאורטי.

שאלה היא, ואין עליה תשובה ברורה: מהו העונש הנכון והראוי, כאשר הורשע אדם באותה פרשה הן בעבירה של הכללת פרט מטעה בתשקיף והן בעבירה של תרמית בניירות ערך בחלופה של הנעה: כלל לא ברור אם העונש הראוי הינו החמור או הקל מבין שתי חלופות הענישה, שנסקרו לעיל.

מידת הצדק יכולה להוביל דווקא לגישה המקלה עם הנאשם, שכן לא ברור איזו מבין שתי העבירות בהן הורשע (בשל אותו מעשה אסור) הינה הדומיננטית יותר, ועונשה של מי אמור לגבור על רעותה. יתר על כן, יש בסיס לטענה, כי העבירה של הכללת פרט מטעה בתשקיף היא ספציפית יותר מבין השתיים, בעוד עבירת ההנעה הינה כללית יותר ועוסקת במגוון גדול יותר של מקרים, שעה שההטעה באמצעות תשקיף הינה רק אחת החלופות האפשריות לביצועה. גם משום כך, יש להחיל על הנאשם את הענישה המקלה ולא המחמירה.

לנושא התמשכות ההליכים כעינוי דין בפסק הדין שנתן בית המשפט העליון בפרשת אילון צברי, לעיל הערה 420. בית המשפט העליון מבקר שם את התמשכות ההליכים בבית המשפט המחוזי ובשל כך זאת מצא להקל בעונשו של צברי, כמפורט לעיל.

4.2 סקירת רמת הענישה בעבירת התרומית בניירות ערך

הערות	עונש	סוג העבירה	שם הנאשם	גור האיריך גור הדין	ערכאה	הליך
שיקולים לחומרה: הרחעה. שיקולים לקולא: הרשעה ראשונה בעבירת התרומית בצד הערפל ההלכתי. וכן – עינוי דיין.	זיכוי הנאשם ערעור המדינה המקבל והנאשם הורשע. העונש – קנס בסך 5,000 ש"ח או 5 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(2)	יעקב רוזנברך	4.7.86	שלום	ת"פ 406/86
	כל הנאשמים זוכו	סעיף 54(א)(1) סעיף 54(א)(2)	חורבי, דהן וחברת אקויטי	10.5.93	שלום	ת"פ 8378/89 מדינת ישראל נ' חורבי, דהן וחברת אקויטי
	הנאשמים הורשעו. העונש: חרובי ודהן – כ"א 6 חודשי עונש מאסר בפועל (בעבודות שירות), וכן 12 חודשי מאסר על תנאי. בנוסף – קנס (על חרובי) בסך של 50,000 ש"ח או 6 חודשי מאסר תמורתו, ועל דהן – 20,000 ש"ח או חודשיים מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(1) סעיף 54(א)(2)	חורבי ודהן	20.1.95	מחוזי	ע"פ 1112/93 מדינת ישראל נ' חורבי ודהן
	חרובי – נדחה הערעור על החרשעה והעונש. דהן – זיכוי חלקי מעבירה ע"פ סעיף 54(א)(1). אף על פי כן לא הופחת עונשו.	סעיף 54(א)(1)		23.3.98	עליון	רע"פ 2184/96 חורבי ודהן נ' מדינת ישראל

הערה	עונש	סוג העבירה	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	חליץ
שיקולים לקולא: הזמן שחלף מעת ביצוע העבירה, וה"ערפל ההלכתי".	קנס בסך 36,800 ש"ח וכן חתימה על התחייבות כספית על סך 250,000 ש"ח, שלא העברו עבירה על חוק נ"ע במשך שנתיים.	סעיף 54(א)(1)	גיבור סבריינה	25.7.93	שלום	ת"פ 5322/90 מדינת ישראל נ' חפי גיבור סבריינה ואח'
שיקולים לקולא: הזמן שחלף מעת ביצוע העבירה, ערפל הילכתי, עבר נקי, תרומה לחברה.	6 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות), 24 חודשים מאסר על תנאי למשך 3 שנים, וקנס 36,000 ש"ח.	סעיף 54(א)(1)	חיים רוזוב			
	כל ערעורי הנאשמים והמדינה נדחו.	סעיף 54(א)(1)	גיבור סבריינה וחיים רוזוב	19.9.96	מחוזי	ע"פ 1503/93, 1530, 1519 מדינת ישראל נ' ישראל רוזוב ואח'
שיקולים לחומרה: שיקולי מדיניות (פגיעה באמינות תקינות שוק ההון), עשיית שימוש ציני בעיתון. שיקולים לקולא: עינוי דין, שטח פרוץ למדי מבחינה תחיקתית.	18 חודשי מאסר על תנאי לתקופה של 3 שנים וקנס בסך 75,000 ש"ח או 6 חודשי מאסר תחתם.	סעיף 54(א)(1) סעיף 54(א)(2)	אהרון זילברמן	13.1.94	מחוזי	ת"פ 97/91 מדינת ישראל נ' זילברמן
	ערעור הנאשם נדחה. ערעור המדינה התקבל: 1. בנוסף לעונש שנגזר כביה המשפט המחוזי נגזרו גם 4 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות).		אהרון זילברמן	26.8.99	עליין	ע"פ 1027/94, 1192 זילברמן נ' מדינת ישראל וערעור שכנגד

1 הנאשם הורשע בעבירה על פי סעיף 54(א)(2). התקבל גם ערעור המדינה על העונש.

הערות	עונש	סוג העבירה	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	חלף
שיקולים לחומרה: שיקולי מדיניות (פגיעה באמינות תקינות שוק ההון). שיקולים לקולא: הזמן שעבר מאז ביצוע העבירה. לגבי ואקנין: הפסד רכוש, גילו הצעיר של הנאשם. לגבי לנדאו ואביעור: תפקיד משני, היעדר רווח כספי.	על 3 הנאשמים (ואקנין, לנדאו ואביעור) — 1.5 שנות מאסר בפועל ו-1.5 שנים מאסר על תנאי להקופה של 3 שנים, וקנס בסך 50,000 ש"ח או 6 חודשי מאסר תחתני. על הכרת מקבץ תשואות — קנס בסך 100,000 ש"ח.	סעיף 54(א)(1) סעיף 54(א)(2)	מקבץ תשואות, שמואל ואקנין, דב לנדאו וניסים אביעור	25.7.95	מחוזי	ת"פ 73/91 מדינת ישראל נ' מקבץ תשואות, שמואל ואקנין, דב לנדאו וניסים אביעור
שיקולים לחומרה: ניסיון לבצע פעילות בלתי חוקית בשוק ההון; פגיעה באמון הציבור בשוק ההון. שיקולים לקולא: עינוי דין ונסכרות אישיות.	12 חודשי מאסר על תנאי להקופה של 3 שנים וכן קנס בסך 25,000 ש"ח או 5 חודשי מאסר תחתני.	סעיף 54(א)(2)	דב לנדאו	3.3.99	שלום	ת"פ 6801/94 מדינת ישראל נ' דב לנדאו
שיקולים לחומרה: שיקולי הרחעה ומדיניות (פגיעה באמינות תקינות שוק ההון). שיקולים לקולא: העדר כל תועלת אישית, ביצע פעולות לטובת אחרים.	8 חודשי מאסר בפועל ו-28 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים, וכן קנס בסך 500,000 ש"ח או שנת מאסר תחתני. קנס בסך 1,000,000 ש"ח.	סעיף 54(א)	יהושע לוינהר	2.11.95	שלום	ת"פ 5470/92 מדינת ישראל נ' יהושע לוינהר ואח'
			חב' טמפר תעשיות בידה בע"מ			

העדות	עונש	סוג העבירה	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	חליף
שיקולים לקולא: הנאשם הוא הזדמנות האנושית היחידה בפרשה; פעל כשכיר, העדר רווח אישי, עינוי דין, עבר נקי; העדר יחסיות בין הקנס שהוטל עליו והקנס שהוטל על חברת טמפו.	הערעור כנגד ההרשעה נדחה. התקבל הערעור על חומרת העונש: נגזרו 6 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות), ו-18 חודשים על הנאי. הקנס הופחת ל-100,000 ש"ח.	סעיף 54(א)	יהושע לוינהר טמפו תעשיות פלסטיק בע"מ	15.5.97	מחוזי	ע"פ 1805/95, 1806 טמפו תעשיות בירה בע"מ ואח' ני' מדינת ישראל
שיקולים לקולא: הענשת טמפו פלסטיק בעבירה אחת ולא שתיים.	ערעור החברה התקבל והיא זוכתה מעבירה על פי סעי' 54(א)(1) לחוק. יתר הערעורים נדחו: הקנס הופחת ל-500,000 ש"ח.	סעיף 54(א)(1)	חברת טמפו פלסטיק			
	כל הערעורים נדחו.	סעיף 54(א)	חברת טמפו, יהושע לוינהר	6.3.00	עליון	ע"פ 5383/97 חב' טמפו ואח' ני' מדינת ישראל
שיקולים לחומרה: חומרת העבירות ומשך זמן ביצוען; הנאשם לא פיצה איש מנפגעי.	2 שנות מאסר לריצוי בפועל ו-12 חודשי מאסר על הנאי לתקופה של 200,000 שנתיים. בנוסף קנס בסך של 200,000 ש"ח או 6 חודשי מאסר תחתני.	סעיף 54(א)(1) סעיף 54(א)(2)	יוסף פנקס	16.12.97	שלום	ת"פ 6922/93 מדינת ישראל ני' פנקס ואח'
הרטה ומצב הנפשי.	הערעור על חומרת העונש נדחה.	סעיף 54(א)(1) סעיף 54(א)(2)	יוסף פנקס	11.5.98	מחוזי	ע"פ 172/98 פנקס ני' מדינת ישראל

הערות	עונש	סוג העבירה	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	חליף
שיקולים לחומרה: חומרת המעשים, מעמד הנאשם והיותו גורם מפתח בפרשה, השוואת רמת הענישה. שיקולים לקולא: עינורי דין.	6 שנות מאסר בפועל ושנתיים מאסר על תנאי למשך 3 שנים; קנס בסך 3.5 מיליון ש"ח (שישולם תוך 3 חודשים!); או 18 חודשי מאסר תמורתם.	סעיף 54	אילון צברי	14.4.03	מחוזי	ת"פ 290/95 מדינת ישראל נ' צברי ונגלר
	שנה מאסר בפועל, שנה וחצי מאסר על תנאי ל-3 שנים וקנס בסך 1.5 מיליון ש"ח (שישולם תוך 4 חודשים!) או שנת מאסר תמורתו.	סעיף 54	יורם נגלר			
	צברי הגביל ערעורו לעונש בלבד. הערעור התקבל חלקית – עונש המאסר הופחת מ-6 ל-5 שנים, והקנס בסך 3.5 מיליון ש"ח הומר בחילוט כספים שהוחזקו בנאמנות עבור צברי אצל עו"ד, בסך של 5.1 מיליון ש"ח. ערעורו של נגלר נדחה וכך גם ערעור המדינה.		אילון צברי ויורם נגלר	27.11.03	עליון	ע"פ 4735/03 4842, 4791 צברי ונגלר נ' מדינת ישראל
שיקולים לחומרה: פגע באמון הציבור בכוחסה. שיקולים לקולא: דחף רגעי, העדר תכנון, חד פעמיות, והעדר רווח אישי.	6 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות), 18 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים וקנס בסך 40,000 ש"ח או 4 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(2)	עוזי כהן	4.2.98	שלום	ת"פ 1967/95 מדינת ישראל נ' עוזי כהן
שיקולים לחומרה: פגיעה באמון של הציבור בכוחסה, וכך המגמה של החמרה בענישה בתחום נירות ערך.	6 חודשי מאסר (בעבודות שירות), 15 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים וקנס בסך 100,000 ש"ח או 10 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(2)	גירא סמואל	3.11.97	שלום	ת"פ 7943/95 מדינת ישראל נ' גירא סמואל ואח'

הערות	עונש	סוג העבירה	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	הליך
	12 חודשים מאסר על תנאי למשך 3 שנים, קנס בסך 25,000 ש"ח או 5 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(2)	דוד פדר			
	קנס בסך 50,000 ש"ח.	סעיף 54(א)(2)	יונידרס תעשיות בע"מ			
שיקולים לחומרה: שיקולי הרחעה, וכן הפגיעה בציבור.	9 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים וכן קנס בסך 45,000 ש"ח או 3 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54	גבריאל יצחק	28.1.99	שלום	ת"פ 491/95 מדינת ישראל נ' גבריאל יצחק
שיקולים לחומרה ²	6 שנות מאסר בפועל, ושנתיים מאסר על תנאי. בנוסף קנס בסך 4 מיליון ש"ח (או שנתיים מאסר תמורתו).	סעיף 54(א)(2)	עופר הלדשטיין	31.10.96	מחוזי	ת"פ 208,207/95 מדינת ישראל נ' הלדשטיין ואח'
	4 שנות מאסר בפועל, ושנתיים מאסר על תנאי, וכן קנס בסך מיליון ש"ח (או שנה מאסר תמורתו).	סעיף 54(א)(2)	דוד וינרמן			
	3 שנות מאסר בפועל, ושנתיים מאסר על תנאי. בנוסף קנס בסך 750,000 ש"ח (או שנה מאסר תמורתו).	סעיף 54(א)(2)	אפרים קוצ'ינסקי			

2 השיקולים לחומרה הם ביחס לכל הנאשמים בפרשה: שיקולי הרחעה, חומרתם החריגה של המעשים, הפרת האמון על ידי בעלי תפקידים בכירים בשוק ההון, וכן הרווחים הגדולים שגרפו הנאשמים לכיסם.

הערות	עונש	סוג העבירה	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	חלף
	4.5 שנות מאסר בפועל ושנה וחצי מאסר על תנאי. בנוסף קנס בסך 1.5 מיליון ש"ח (או שנה וחצי מאסר תמורתו).	סעיף 54(א)(2)	אהוד יעקב			
	שנתיים מאסר בפועל, ושנתיים מאסר על תנאי. בנוסף קנס בסך 300,000 ש"ח (או 8 חודשי מאסר תמורתו).	סעיף 54(א)(2)	מרדכי מרקדור			
	3.5 שנות מאסר בפועל, וישנה וחצי מאסר על תנאי. בנוסף קנס בסך 1.5 מיליון ש"ח (או שנה וחצי מאסר תמורתו).	סעיף 54(א)(2)	אריה אדלר			
	כל ערעורי הנאשמים על הרשעתם נדחו. נדחו גם הערעורים על חומרת העונש, אם כי הופחתו הקנסות: לגבי וינמן, קוצ'נסקי ומרקדור — הקנסות יעמדו בעינם, בכפוף לכך כי תקופת המאסר בגין אי תשלום הקנס ע"י קוצ'נסקי, תעמוד על 8 חודשים, ולגבי מרקדור על 4 חודשים. לגבי יתר האנשמים הופחתו הקנסות: הלידשטיין — הקנס הופחת ל-2.5 מיליון ש"ח או 15 חודשי מאסר תמורתו; יעקב — 800,000 ש"ח או 8 חודשי מאסר תמורתו; אדלר — מיליון ש"ח או שנה מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(2)		8.7.97	עליון	ע"פ 8710/96 עופר הלדשטיין ואח' נ' מדינת ישראל

הערות	עונש	סוג העבירה	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	הלך
שיקולים לחומרה: הרחעה. שיקולים לקולא: עבר נקי, פוטר מעבודתו כבנק לאחר 20 שנה, ללא פיצויים: הודאת הנאשם.	3 שנים מאסר בפועל ושנתיים מאסר על תנאי למשך 3 שנים וכן קנס בסך מיליון ש"ח.	סעיף 54(א)(2)	יצחק כהן	10.10.95	מחוזי	ת"פ 207/95 מדינת ישראל נ' יצחק כהן ואח'
שיקולים לחומרה: הרחעה שיקולים לקולא: הודאה והבטת חרטה.	9 חודשי מאסר בפועל ו-15 חודשים על תנאי לתקופה של 3 שנים וכן קנס בסך 300,000 ש"ח.	סעיף 54(א)(2)	טרי שגיא	29.1.96	מחוזי	ת"פ 207/95 מדינת ישראל נ' טרי שגיא
שיקולים לחומרה: עוכד בנק שניצל כוחו ומעמדו לצורך ביצוע עבירות של מרמה והפרת אמונים. שיקולים לקולא: הודאת הנאשם.	18 חודשי מאסר בפועל, 18 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים וכן קנס בסך 300,000 ש"ח או 3 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(1)	שמעון זיסר	13.9.98	שלום	ת"פ 3972/97 מדינת ישראל נ' שמעון זיסר
	קנס בסך 375,000 ש"ח.	סעיף 54(א)(1)	ישטק שוקי הון בע"מ	27.12.98	מחוזי	ת"פ 49/97 מדינת ישראל נ' ישטק שוקי הון בע"מ
שיקולים לקולא: מניעה מקבלת רישיון לניהול תיקי השקעות ויעוץ בני"ע. שיקולים לחומרה: הרחעה.	6 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות), 4 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים וכן קנס בסך 100,000 ש"ח.	סעיף 54(א)(2) ³	אורן רשף	11.2.99	שלום	ת"פ 13181/97 מדינת ישראל נ' חנן לוריה ואורן רשף
שיקולים לחומרה: העדר הודאה, הרחעה. שיקולים לקולא: חלוף הזמן מאז ביצוע העבירה, מצב הרפואי של הנאשם.	24 חודשי מאסר בפועל, 18 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים וכן קנס בסך 600,000 ש"ח, או 9 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(2)	אליעזר אורן	12.12.01	שלום	ת"פ 4268/97 מדינת ישראל נ' אליעזר אורן

3 הנאשמים הורשעו גם בעבירות של שימוש במידע פנים. הנאשם הראשון בפרשה זו, חנן לוריה, הורשע רק בעבירה של שימוש במידע פנים ולא בתרומית בניירות ערך.

העדרות	עונש	סוג העבירה	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	חל"ד
שיקולים לקולא: עינוי דיין, מצב בריאותי, זיכוי מחלק מהעבירות.	קיצור תקופת המאסר בפועל ל-16 חודש.	סעיף 54(א)(2)	אליעזר אורן	14.9.03	מחוזי	ע"פ 70094/02 אליעזר אורן נ' מדינת ישראל
שיקולים לקולא: נסיבות אישיות.	15 חודשי מאסר בפועל, 18 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים, וקנס בסך 45,000 ש"ח או 6 חודשי מאסר תמורתם.	סעיף 54(א)(2)	יחזקאל מועלים	11.2.03	שלום	ת"פ 7019/00 מדינת ישראל נ' יחזקאל מועלים
שיקולים לקולא: העדר רווח לאנשים, גיל הנאשם (למעלה מ-60), אחידות הענישה — חכורי לביצוע העבירה נידונו במסגרת עסקאות טיעון לעונשי מאסר קצובים.	מאסר בפועל של 5 שנים, מתוכן 2.5 שנים ירוצו בחופף לעונש המאסר שמוצא הנאשם בעניין אחר, ו-2.5 שנים ירוצו בנוסף. 18 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים וקנס בסך 750,000 ש"ח או שנת מאסר תחתית.	סעיף 54	מאיר עיני	2.1.02	מחוזי	ת"פ 92/97 מדינת ישראל נ' מאיר עיני
שיקולים לקולא: חומרת העבירה.	על כ"א מהנאשמים: 9 חודשי מאסר בפועל, 12 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים וכן קנס בסך 25,000 ש"ח או 5 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(2)	יהודה בוכניק, אריז זוהר	21.2.99	שלום	ת"פ 12876/97 מדינת ישראל נ' יהודה בוכניק ואח'
שיקולים לקולא: הודאה במעשה; לגבי בוכניק — חשש מאיבוד רשונו כסוּך ביטוח.	נדרח ערעורי הנאשמים על ההרשעה. ערעור המדינה על קולת העונש מתקבל חלקית: הגרלת הקנס ל-40,000 ש"ח או 6 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(2)		6.9.99	מחוזי	ע"פ 70404/99 בוכניק וזוהר נ' מדינת ישראל וערעור שכנגד
שיקולים לקולא: עינוי דיין, גיל הצעיר של הנאשם, עינוי דיין.	3 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות), 12 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים וקנס בסך 150,000 ש"ח או 9 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(1)	אייל רוזתם	7.10.99	שלום	ת"פ 7388/94 מדינת ישראל נ' אייל רוזתם

חברות	עונש	סוג העבירה	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	הליך
	זיכוי חלקי — מעבירת התרומות בני"ע. על כן — ביטול המאסר בפועל.	סעיף 54(א)(1)	אייל רוהם	3.10.00	מחוזי	ע"פ 70066/00 אייל רוהם נ' מדינת ישראל
שיקולים לחומרה: שיקולי מדיניות (פגיעה באמינות תקנות שוק ההון). שיקולים לקולא: מצב בריאותי.	14 חודשי מאסר בפועל, 18 חודשי מאסר על תנאי, ל-3 שנים וקנס בסך 150,000 ש"ח או 4 חודשים.	סעיף 54(א)	ברוך אוצ'ניק	7.9.99	שלום	ת"פ 4198/96 מדינת ישראל נ' ברוך אוצ'ניק
	20 חודשי מאסר בפועל, 12 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים, וקנס בסך 50,000 ש"ח או 10 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)	זאב שיר		שלום	ת"פ 1896/99 מדינת ישראל נ' זאב שיר
	קיצור תקופת המאסר בפועל ל-15 חודשים הפחתת הקנס לסכום של 45,000 ש"ח או 8 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)	זאב שיר	2.10.02	מחוזי	ע"פ 71242/02 זאב שיר נ' מדינת ישראל
שיקולים לחומרה: שיקולי מדיניות (פגיעה באמינות תקנות שוק ההון). שיקולים לקולא: גיל הנאשם, היותו אב לילדים, הנאשם נותר בחוסר כל, מצבו הנפשי של הנאשם, עינוי דין.	שפיר — 12 חודשי מאסר בפועל, 12 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים, וקנס בסך 100,000 ש"ח או 4 חודשי מאסר תמורתו. גל — 4 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות), 12 חודשי מאסר על תנאי וקנס בסך 30,000 ש"ח או חודשיים מאסר.	סעיף 54(א)(2)	אריה שפיר וניסים גל	8.6.03	שלום	ת"פ 1283/98 מדינת ישראל נ' אריה שפיר ואח'
שיקולים לחומרה: שיקולי הרחעה. שיקולים לקולא: העדר נזק לציבור, העדר רווח אישי, הודאת הנאשם והכעת חרטה; מצבו הבריאותי, והסיכון שיבוטל רשיונו.	6 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות), 12 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים וקנס בסך 80,000 ש"ח או 8 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(2)	יעחק רומנו	2.11.00	שלום	ת"פ 6562/99 מדינת ישראל נ' יעחק רומנו

הערות	עונש	סוג העבירה	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	חליץ
שיקולים לחומרה: פגיעה בשוק ההון ואמון הציבור. שיקולי הרחמה. שיקולים לקולא: מצב בריאותי וכלכלי של הנאשם.	6 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות), 12 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים וקנס בסך 50,000 ש"ח או 6 חודשי מאסר תמורתו.	סעיף 54(א)(2)	אריה לופו	26.2.01	שלום	ת"פ 7447/00 מדינת ישראל נ' אריה לופו
	8 חודשי מאסר בפועל, 10 חודשי מאסר על תנאי וקנס בסך 40,000 ש"ח.	סעיף 54(א)(2)	חיים שיבי	3.5.01	שלום	ת"פ 6927/99 מדינת ישראל נ' חיים שיבי
שיקולים לקולא: עבר נקי, בעל משפחה.	ערעור הנאשם על חומרת העונש מתקבל בחלקו — העונש מופחת ל-6 חודשי מאסר בפועל.	סעיף 54	חיים שיבי	21.11.01	מחוזי	ע"פ 70749/01 מדינת ישראל נ' חיים שיבי
	עונש ללא הרשעה. הוטל על הנאשם לבצע 300 שעות עבודה לטובת הציבור.	סעיף 54(א)(2)	טל פורדים		שלום	ת"פ 10334/00 מדינת ישראל נ' טל פורדים

תעודת	עונש	סוג העבירה	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	תל"ד
שייקולים להזמרה: פגיעה בעקרוניות המסחר ההוגן, ואמון הציבור; פעולה מתוכננת ולא בפרץ של שטות. שייקולים לקולא: הודאת הנאשם והבעת חרטה.	6 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות), ו-12 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים. קנס בסך 40,000 ש"ח או 9 חודשי מאסר תמורתם.	סעיף 54(א)(2)	טל פורדים	23.3.02	מחוזי	ע"פ 70571/01 מדינת ישראל נ' טל פורדים
		סעיף 54(א)(1) וסעיף 54(א)(2)	יובל כהני	30.9.02	שלום	ת"פ 10121/01 מדינת ישראל נ' יובל כהני

5. זכות התביעה האזרחית בגין תרמית בניירות ערך

5.1 כללי

זכות התביעה האזרחית בשל עבירת התרמית בניירות ערך מוגבלת עד מאוד על פי חוק ניירות הערך הישראלי. הגבלה זו ממשיכה את המגמה השגויה, העומדת ביסודה של החקיקה הישראלית בתחום ניירות הערך. מגמה זו מניחה, כי האכיפה בתחום דיני ניירות ערך אמורה להתבצע באורח כמעט בלעדי על ידי הרשות לניירות ערך. היא מניחה, כי אין חשיבות רבה לאכיפה אזרחית, פרטית ועצמאית, של שחקני שוק ההון.

מדובר בגישה מוטעית מיסודה. גישה זו אחראית לחלק מחוליי שוק ההון הישראלי, ביניהם – תת אכיפה בתחומי ניירות ערך.⁴²³ תת אכיפה זו נגרמת בשל העדר תמריץ ראוי לשם אכיפת חוקי ניירות ערך, וכן – העדר אמון של הציבור הרחב בשוק הון זה ובהגנותו.

באורח תמוה ביותר, דאג המחוקק להסדיר עשרות עבירות פליליות. כך, למשל, סעיף 53 לחוק, הכולל שורה ארוכה מאוד של הוראות חוק שעבירה עליהן תיחשב כעבירה פלילית על פי חוק ניירות ערך. ואולם, כאשר הגיעה העת להסדיר את זכות התביעה האזרחית של מי שנפגע מעבירת תרמית בניירות ערך, תקפו את המחוקק הישראלי אלם ושיתוק. אין בחוק ניירות ערך ולו מילה אחת המקנה לכאורה זכות תביעה אזרחית, פרטית, לנפגע מתרמית בניירות ערך. זאת, אף שמדובר בעבירה מהחמורות ביותר בתחום ניירות הערך ואף ששכיחותה גבוהה למדי, כפי שמתחוויר מהאישומים התדירים המוגשים בגין עבירה זו.

לא ברור אם הטעם לשתיקה זו מצד המחוקק מכוון לשמירה על מונופול התביעה, המוקנה לרשות לניירות ערך ולפרקליטות, או שמא מדובר ברשלנות פשוטה. התוצאה, על כל פנים, פוגעת באורח ברור בזכויות התביעה של ציבור המשקיעים, הנאלץ לתור אחר הוראות דין חלופיות, שמא מהן תבוא ישועתו.

ראוי להעיר, כי אכיפה פלילית, להבדיל מהאזרחית, של עבירת התרמית, מחייבת הרמת נטל ראייה כבד מזה המוטל על התובע האזרחי. עובדה זו עלולה לגרום לא אחת להימנעות מהעמדה לדין, או לחלופין – לסגירת תיק בעסקת טיעון מקלה. ויוזכר, העובדה שאישום פלילי נכשל (או היה נכשל, אילו הוגש) אין משמעותה שגם הליך אזרחי היה נכשל. הבדל יסודי זה בין ההליכים, הוא המעמיד את האכיפה האזרחית כבעלת חשיבות רבה כל כך.

לא למותר להזכיר בעניין זה, כי ועדת גבאי, אשר נתבקשה לבחון שיפורים בחקיקה בתחום ניירות הערך, סברה, כבר בשנת 1985, כי אכן יש מקום להסדיר את נושא התביעה האזרחית בגין תרמית בניירות ערך.⁴²⁴ יתרה מזאת, הוועדה סברה, כי

423 ראו על כך גם בפרק המבוא לספר זה.

424 ראו דו"ח ועדת גבאי, לעיל הערה 2, בעמ' 32–33.

יש להקל עם התביעה בדרך של שימוש בחזקות ניתנות לסתירה, אשר יעבירו את נטל הראיה מהתובע לנתבע. שימוש כזה בחזקות (בדומה לחזקות המפורטות בסעיף 53(ה) (לחוק), יכול לסייע גם בהליכים אזרחיים. לא נותר אלא להצטער על כי המלצות ראיות אלו נפלו על אוזן ערלה.

במצב החקיקתי הנוכחי יכול התובע האזרחי למצוא מרפא ומזור לצרכיו רק בהוראותיהם הכלליות של פקודת הנזיקין או של חוק החוזים. הוראות אלו אינן מספקות כלל, ואין הן עונות על צרכי השעה בתחום התביעה האזרחית בנושאי ניירות ערך. כיום נעשה בהן שימוש רק בלית ברירה וכמוצא אחרון.

משקיע אשר נפגע מתרמית בניירות ערך יוכל להסתייע בשלוש הוראות דין, אשר ייסקרו להלן:

האחת – עוולת התרמית בפקודת הנזיקין; השנייה – עילת ההטעיה, כאמור בחוק החוזים (חלק כללי); והשלישית – עוולת הפרת חובה חקוקה.

5.2 עוולת התרמית – סעיף 56 לפקודת הנזיקין

עוולת התרמית קבועה בסעיף 56 לפקודת הנזיקין וזה לשונה –

”תרמית, היא הצג כוזב של עובדה בידיעה שהיא כוזבת או באין אמונה באמיתותה או מתוך קלות ראש, כשלא איכפת למציג אם אמת היא או כוזב, 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 על ידי כך נזק ממון”.

יסודות העוולה הינם אפוא:

1. היצג כוזב של עובדה.
2. ידיעה בדבר הכוזב או העדר אמונה באמיתות ההיצג, או אי אכפתיות לגבי אמיתותו.
3. כוונה שהתובע יוטעה ויפעל על פי ההיצג.
4. התובע-הנפגע אכן הוטעה בפועל מההיצג הכוזב.
5. לתובע נגרם נזק ממון בשל המצג הכוזב.

אין ספק, כי מבחינת היסוד הנפשי קיים הבדל ממשי בין הוראת סעיף 56 לפקודת הנזיקין לבין סעיף 54 לחוק ניירות ערך, ובמיוחד אמורים הדברים כאשר לחלופת ההנעה, המפורטת בסעיף 54(א)(1) לחוק. זאת, מאחר שחלופה זו מסתפקת גם ביסוד נפשי של מחשבה פלילית ואולי אף של רשלנות (“או היה עליו לדעת”), בעוד שעוולת התרמית בפקודת הנזיקין דורשת הוכחת כוונה כיסוד נפשי.

הבדל זה ביסוד הנפשי עלול להקשות על מי שינסה להגיש תביעה אזרחית בשל חלופת ה”הנעה” שבעבירת התרמית, על סמך פקודת הנזיקין. לעומת זאת, תובע

המסתמך על החלופה השנייה של סעיף 54 לחוק (בה היסוד המחשבתי הינו של מחשבה פלילית), השפעה בדרכי תרמית על שער ניירות ערך, יוכל ביתר קלות לעשות שימוש בפקודת הנזיקין, כאמור, בשל הזהות ביסוד הנפשי בשתי הוראות חוק אלו. קושי נוסף, מהותי לא פחות, ביישום עוולת התרמית לדיני ניירות הערך הוא נושא הוכחת הנזק: בעוד שפקודת הנזיקין דורשת במפגיע הוכחת נזק שנגרם לנפגע והוכחת הקשר הסיבתי בינה לבין התרמית, הרי שסעיף 54 לחוק ניירות ערך עמום בסוגיה זו. עמימות זו היא שהוליכה לחוסר האחידות בפסיקת בתי המשפט בישראל ולדעות השונות והסותרות שהובעו בשאלה – אם עבירת התרמית בניירות ערך היא עבירת תוצאה או עבירת התנהגות. נושא זה נדון בהרחבה בפרק זה לעיל ולא נשוב על הדברים. לענייננו חשוב להדגיש, כי עדיין יש דעות לפיהן מדובר בעבירה התנהגותית ולא תוצאתית, משמע – אין כל צורך להוכיח תוצאה של השפעה בפועל של מעשי התרמית על שער ניירות הערך. אם אמנם דעה זו היא אשר תגבר, בסופו של דבר, במחלוקת הנוכחית ברור, כי יהא הבדל מהותי בין עבירת התרמית בניירות ערך לבין עוולת התרמית בדיני הנזיקין. הבדל זה יקשה שבעתיים על יישום ועל החלת עוולת התרמית להגנתם של משקיעים שנפגעו בשל תרמית בניירות ערך. גם דרישת הקשר הסיבתי בעניין זה (הנדרשת בעוולת התרמית בנזיקין) אינה פשוטה להוכחה. יתרה מזאת, יש בעצם העלאת דרישות אלו בדבר הוכחת נזק והוכחת קיומו של קשר סיבתי, כדי להרתיע במידה רבה אכיפה אזרחית, כאמור, של עבירת התרמית. עובדה זו מציגה את מחדלו של המחוקק הישראלי באור חמור שבעתיים.

ואם נעדר קשיים אנו, קיים קושי נוסף בהחלת עוולת התרמית לדיני ניירות ערך: עוולה זו מכוונת עיניה לעוולה המתבצעת בין אדם מסוים (גורם העוולה) לבין אדם מסוים אחר (הניזוק). בעבירת התרמית, להבדיל, בהחלט ניתן להעלות על הדעת מקרים בהם הונע והוטעה ציבור בלתי מסוים ממעשי תרמית או הנעה. דווקא בשל הקושי האובייקטיבי בהוכחת השפעה בפועל על שערי ניירות ערך, כפי שגם מצא ביטוי בנכונות בתי המשפט בישראל להקל על מלאכת התביעה בהוכחת "השפעה" על שערי ניירות ערך, ברור, כי שיקולי מדיניות משפטית מחייבים תיקון החוק והסדרת זכות התביעה האזרחית בגין עבירת התרמית בניירות ערך. בעבירה זו קיים קושי אמיתי להוכיח נזק ממוני ספציפי, כמו-גם לכמת נזק זה, וכן להוכיח את הסיבתיות בינו לבין מעשי התרמית, כנדרש על פי דיני הנזיקין.

פיתרון אפשרי לקושי בהוכחה של קשר סיבתי הוא לעשות שימוש בתאוריית "התרמית על השוק" (Fraud on the Market). תיאוריה זו מניחה, כי כל מידע הנוגע לנייר ערך (לרבות פרט מטעה, מידע שגוי, מטעה או מוטעה) כבר מגולם במחירו של נייר ערך. במילים אחרות, אם בוצעה תרמית ביחס למניה מסוימת, אין צורך להוכיח בפועל את השינוי שאירע בשער נייר הערך ואת הקשר הסיבתי בין ההטעה לבין הנזק שנגרם למשקיע. ההנחה היא, כי התרמית כבר גלומה במחיר המניה, בסמוך לאחר ביצוע התרמית.

5.3 עילת ההטעיה — סעיף 15 לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973
סעיף 15 לחוק החוזים (חלק כללי) קובע —

"מי שהתקשר בחוזה עקב טעות שהיא תוצאת הטעיה שהטעהו הצד השני או אחר מטעמו, ראשי לבטל את החוזה; לענין זה 'הטעיה' — לרבות אי-גילויין של עובדות אשר לפי דין, לפי נוהג או לפי הנסיבות היה על הצד השני לגלותן".

אין ספק, כי עילת ההטעיה אינה זו המתאימה ככפפה לידו של התובע בשל תרמית בניירות ערך. הוראה זו דורשת התאמות שאינן פשוטות על מנת להתאימה לאותו מקרה מסוים של תרמית בניירות ערך, שבגיננו ניתן יהיה לעשות שימוש בהוראת סעיף 15 לחוק החוזים. חסרונה של הוראה זו לענין תרמית בניירות ערך הוא העובדה שהיא מתאימה אך ורק למקרים של הטעיה או הנעה של אדם מסוים אחד כלפי אדם מסוים אחר, ולא למקרה בו מדובר על הנעת או הטעיית ציבור רחב ובלתי מסוים.

מסקנה זו מתחייבת מכך שסעיף 15 לחוק החוזים דורש, מטבע הדברים, קיומו של חוזה. משמע, רק עסקת מכר דו-צדדית וישירה של ניירות ערך, רלוונטית להפעלת סעיף 15 לחוק החוזים. יתר על כן, גם במקרה בו המטעה אינו הצד השני לעסקת המכר (אלא הוא, למשל, צד שלישי, כגון אנליסט או עיתונאי, שהטעה את ציבור המשקיעים), לא תועיל לתובע זכות התביעה החוזית מכח סעיף 15 האמור. יתר על כן, סעיף 15 אינו מקנה תרופה של פיצויים בגין נזק, אלא רק זכות לביטול החוזה, וכנובע מכך — השבה. סעד זה אינו מתיישב בהכרח עם נזקו האמיתי של הנפגע מתרמית בניירות ערך.

ברור, אם כן, כי העילה החוזית של הטעיה אינה מתאימה אלא לחלק מצומצם מלכתחילה של עבירות התרמית בניירות ערך. ואולם, אף אם היא מתאימה למקרה המסוים של תרמית דו-צדדית, במסגרתה נכרת חוזה, כאמור, גם אז התרופה שהיא יכולה להקנות לנפגע אינה אלא תרופת ההשבה. תרופה זו אינה מהווה, פעמים רבות, מזור אמיתי למי שנפגע מתרמית בניירות ערך. עובדה זו תעמיד בספק את עצם השימוש בעילה חוזית זו, מלכתחילה.

5.4 הפרת חובה חקוקה — סעיף 63 לפקודת הנזיקין

אחת הדרכים האפשריות לתביעה אזרחית בגין תרמית בניירות ערך היא שימוש בעוולה הנזקית השיורית, והלא-מאוד-מוצלחת — הפרת חובה חקוקה, כאמור בסעיף 63 לפקודת הנזיקין. במקרה זה, החובה החקוקה שהופרה היא הוראת סעיף 54 לחוק. השימוש בעוולה של הפרת חובה חקוקה אינו כה נפוץ, שכן מדובר בעוולה קשה להפעלה ובעלת מגבלות שונות. יוזכר, כי אחת הבעיות ביישום עוולה זו היא הצורך להוכיח, כי המחוקק אכן התכוון להעניק הגנה וסעד בגין הפרת אותו דבר חקיקה.

5.5 התובענה הייצוגית בגין תרמית בניירות ערך

מילה אחרונה בנושא זכות התביעה האזרחית בגין תרמית בניירות ערך ראויה שתיוחד לסוגיית התובענה הייצוגית. כידוע, תובענה ייצוגית אינה אלא כלי, אמצעי, להגשת תובענה ואין היא מקנה עילת תביעה עצמאית. אין זו אלא פלטפורמה ואמצעי לשם הגשת וניהול תובענה, ועל כן אין לדבר על התובענה הייצוגית כעילה עצמאית או נפרדת להגשת תביעה.

ברור, עם זאת, כי בשל אופיה הצרכני והציבורי של תובענה זו, ראוי היה להסדיר את הזכות להגשת תובענה ייצוגית בשל תרמית בניירות ערך, כפוף לכך שתעוגן, כמובן, העילה המשפטית להגשת תביעה כזו על פי דיני ניירות ערך. הקושי בהגשת תביעה אזרחית בשל עילת התרמית בניירות ערך מוצא ביטוי במיעוט התביעות בנושא זה. רק מיעוט מבוטל מהתובענות הייצוגיות בנושאי ניירות ערך, שהוגשו עד כה בישראל, היה בעילה של תרמית בניירות ערך ואין לחשוד כי הסיבה לכך היא שלא התבצעו תרמיות והונאות בנושאי ניירות ערך.

אחת הדוגמאות הבודדות של תובענה ייצוגית בניירות ערך שהוגשה, בין היתר, בגין עילת התרמית, היתה בפרשת אבן נ' אבנר.⁴²⁵

בית המשפט המחוזי בתל אביב (מפי הנשיא דאז, א' וינוגרד) דחה שם על הסף את אפשרות הגשת תביעה אזרחית, קל וחומר ייצוגית, בגין עילת התרמית בניירות ערך. לגישתו, סעיף 54 לחוק הינו סעיף פלילי ועונשי ולא ניתן להגיש מכוחו תובענה אזרחית.

קביעה זו, הגם שהיא בוודאי מדויקת – מדובר בסעיף עונשי בלבד – מתעלמת ממצב הדברים הרצוי. נאמר זאת אחרת: אם ברור לבית המשפט כי לנפגע כתוצאה מתרמית אין כל סעד אזרחי אחר, ספק רב אם מדיניות שיפוטית, כמו גם חוש הצדק, מצדיקים שלילת סעד אזרחי-תרופתי לצד הנפגע רק בשל העובדה שהמחוקק נכשל כישלון חרוץ בנושא זה. ככלות הכול, אם סבר המחוקק, כי מעשה מסוים הינו פלילי ואסור, וביצועו של מעשה זה מהווה עבירה פלילית הנושאת עונש מאסר משמעותי, קשה לראות סיבה ראויה לשלילת סעד אזרחי של פיצויים לצד הנפגע, סעד שהינו בוודאי פחות חמור מעונש המאסר.

425 ראו ת"א (ת"א) 1538/93 אבן ואח' נ' אבנר נפט וגז בע"מ ואח' (לא פורסם).