

הסדרי אכיפה - האם נדרשת הודאת מפר במיוחס לו?

עו"ד ליאת מיידלר וד"ר צבי גבאי¹

"(...) על כך יש לתמוה. וממה נפשך, כלום יעלה על הדעת שהסדר אכיפה כמו זה המונח בפנינו, יתבסס כל כולו על עובדות המוכחות על ידי אחד הצדדים לו? והרי, בלי אישור העובדות, הסדר למה לנו? או שמא התכוונו חותמי ההסדר להודיענו כי התאגידים הקשורים אינם מודים בהפרות המיוחסות להם על ידי הרשות, להבדיל, מאי הודיה בעובדות? (...) לנו נראה מכל מקום, כי לעתיד לבוא, מן הראוי יהיה לה לרשות, לשקול את ההיבט הציבורי הכרוך באי הודאה של החשוד או המפר בביצוע ההפרות; לא כל שכן, באי הודאתו בעובדות הרלוונטיות, ובפרט, אלה הברורות והגלויות על פני מערכות המא"ה והמגנ"א".²

תיקון החקיקה רחב ההיקף שזכה לכינוי הלא רשמי "חוק האכיפה המינהלית", יצר מנגנון שבאמצעותו רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") יכולה להתקשר בהסדר אכיפה עם מפריס, ובכך להביא חקירה, בירור מינהלי ואפילו הליך אכיפה מינהלי תלוי ועומד לסיום מיידי, תוך הטלת אמצעי אכיפה על המפריס. במסגרת מנגנון זה, וכתנאי לתוקפו של הסדר אכיפה, על הרשות להביא את ההסדר שהתגבש בין הצדדים, בפני ועדת האכיפה המינהלית לצורך אישורו. ואכן, זמן קצר לאחר כניסת תיקון החקיקה האמור לתוקף, הניחה הרשות על שולחנה של ועדת האכיפה המינהלית הסדר אכיפה שנחתם בינה ובין גופים הקשורים לשלוש קבוצות תאגידיות - מבטח שמיר, קבוצת תנובה וקרן אייפקס, בקשר לסירובן לצרף לדוחות הכספיים של מבטח שמיר את נתוני הכספיים של חברת תנובה.³ הסדר זה הביא לסיומה של מחלוקת רבת-שנים בין הרשות לחברות אלה והקנה לרשות הישג אכיפתי משמעותי, ובכל זאת, ועדת האכיפה המינהלית דנה ארוכות בעובדה כי

1. הכותבים הינם עורכי דין במשרד עדיני, ברגר, גבאי, עורכי דין. ד"ר צבי גבאי, אחד השותפים המייסדים במשרד, שימש כממונה על האכיפה ברשות ניירות ערך. הגב' ליאת מיידלר, עורכת דין במשרד, עבדה במחלקת השקעות ברשות ניירות ערך והינה מתמחה ברגולציה פיננסית, אכיפה בשוק ההון ואכיפה פנימית.
2. תיק מינהלי 1/12 יו"ר רשות ניירות ערך נ' מבטח שמיר, קבוצת תנובה, אייפקס ותאגיד האחזקות (18.2.2012) (להלן: "החלטה בעניין מבטח שמיר").
3. שם. ההסדר עצמו נחתם ביום 25.1.2012.

החברות שהתקשרו בהסדר לא נדרשו להודות בעובדות המיוחסות להן, תוך שהטיחה דברי ביקורת (שקטע קצר מהם הובא בפתח הדברים) על כך שהרשות התקשרה בהסדר כזה.

מאז אותו הסדר, עשתה הרשות שימוש רב במנגנון הסדרי האכיפה, וביניהם לא מעט הסדרים שבמסגרתם לא נדרשו המפרים להודות בעובדות ו/או באחריות למעשים המיוחסים להם. כמו כן, חשוב לציין, כי במרבית אותם מקרים, המפרים שלא הודו במיוחס להם, נדרשו להימנע מלהכחיש את אחריותם באופן פומבי, שלא במסגרת הליך שיפוטי (כדי לקצר ולהקל, יכוננו הסדרים מסוג זה להלן "הסדרי למל"מ" - הסדרים בהם המפר לא מודה אך גם לא מכחיש את המיוחס לו). כפי שידון בפירוט במסגרת מאמר זה, על אף שנכון למועד כתיבת שורות אלה, אישרה ועדת האכיפה המינהלית את כל הסדרי הלמל"מ שהובאו לפתחה, היא לא הסתירה את חוסר שביעות רצונה מהם. אמנם נדמה, כי בהחלטות מהעת האחרונה, ריככה מעט ועדת האכיפה המינהלית את התבטאויותיה לגבי השאלה הערכית-עקרונית בעצם השימוש בהסדרי למל"מ, תוך התמקדות בנסיבות הספציפיות אשר בגינן היא עלולה לפסול הסדר, כמו למשל פירוט עובדתי לקוי או חסר. עם זאת, אנו סבורים, כי לא מן הנמנע שביום מן הימים, ועדת האכיפה המינהלית תחליט שלא להסתפק בשליפת כרטיס צהוב ובאזהרת הרשות, ותחת זאת תחליט לשלף כרטיס אדום ולא לאשר את ההסדר המונח לפתחה.

במאמר זה ננסה להבין, האם ועדת האכיפה המינהלית צודקת בביקורתה זו, והאם סביר וראוי, כי הרשות תאפשר למפרים להתקשר בהסדרי אכיפה, מבלי לדרוש מהם להודות בעובדות ו/או באחריות למעשים המיוחסים להם. מכיוון שמדובר בשאלות חדשות יחסית עבור מערכת המשפט הישראלית, ומכיוון שגם בארצות-הברית, שם נעשה שימוש תכוף ורב-שנים בהסדרי למל"מ, קיים כיום דיון ציבורי סוער יחסית בשאלות אלה - נפנה עינינו אל מעבר לים וננסה לעמוד על הדומה והשונה בנעשה שם ביחס אלינו. לעניות דעתנו, הסדרי למל"מ הינם "הכרח בל יגונה"⁴, ובוודאי שאין לפסול אותם רק מכיוון שהמפר לא נדרש להודות במיוחס לו. אמנם ייתכנו מקרים שבהם לא יהא זה ראוי להתקשר בהסדרים שכאלה, אך לעניות דעתנו, מדובר במקרים נדירים ובעניין המצוי בתחום סמכותה של רשות ניירות ערך ונתון לשיקול דעתה, ועל ועדת האכיפה המינהלית ובתי משפט העשויים להידרש לשאלה, להקפיד שלא לשים את עצמם בנעלי הרשות שלא לצורך.

1. הסדרי אכיפה - במה מדובר?

במסגרת חוק ייעול הליכי אכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011 (להלן: "חוק ייעול הליכי אכיפה" או בשמו הנפוץ "חוק האכיפה המינהלית"), תוקנו מספר חוקים המסדירים את דיני ניירות הערך

4. ראו למשל, ע"פ 532/71 בחמוצקי נ' מדינת ישראל, פ"ד כו(1) 543, וכן התייחסות במשך שנים רבות בפסיקה שבאה לאחר מכן להסדרי טיעון שהוגדרו כ"הכרח בל יגונה".

בישראל, במטרה להגביר ולייעל את האכיפה בתחום זה. בעקבות תיקון החקיקה, נוצרו למעשה, שלושה סוגים של הליכי אכיפה בהם רשות ניירות ערך יכולה לעשות שימוש: הליך להטלת עיצום כספי "פשוט", הליך אכיפה מינהלי (בפני ועדת אכיפה מינהלית) והליך פלילי. כמו כן, נקבע בחוק מנגנון שבמסגרתו הרשות מוסמכת להתקשר עם מפריס בהסדרי אכיפה המכונים בחוק "הסדרים להימנעות מנקיטת הליכים", שמטרתם הינה לאפשר לרשות מרחב פעולה בניהול ובתיעודף הליכי האכיפה שבהם היא מטפלת.⁵

עניינו של פרק 10' לחוק ניירות ערך הינו הסדר להימנעות מנקיטת הליכים או להפסקת הליכים המותנית בתנאים. סימן א' לפרק 10' דן בסמכותו של יו"ר הרשות להתקשר בהסדר (להלן: "הסדר בסמכות יו"ר הרשות"), וסימן ב' לפרק זה דן בסמכותו של פרקליט מחוז להתקשר בהסדר (להלן: "הסדר בסמכות פרקליט מחוז"). הסדר להימנעות מנקיטת הליכים או להפסקת הליכים מותנית, נועד לשמש, במקרים המתאימים, כאלטרנטיבה לניהול הליך פלילי או מינהלי.⁶ "יתרונו המשמעותי של כלי זה הוא החיסכון בזמנם של בתי המשפט והתביעה, מה שיאפשר לטפל בתיקים ובסוגי עבירות שאינם נאכפים כיום, בעיקר בהעדר כלי אכיפה הולמים ונוכח העומס על בתי המשפט. כלי זה יאפשר טיפול בהפרות או עבירות על חוקי ניירות ערך ביעילות רבה יותר ויביא לקיצור משך ההליך גם בעבור המפר, אשר הימשכות ההליך גורמת גם לו נזק".⁷

על פי סעיפים 54ב(א) ו-54מד לחוק ניירות ערך, על הסדר אכיפה לעמוד בארבעה תנאים בסיסיים: (1) קיים יסוד סביר להנחה כי בוצעה הפרה, או יסוד סביר לחשד כי בוצעה עבירת ניירות ערך; (2) מילוי תנאי ההסדר יענה על העניין לציבור בנסיבות המקרה; (3) ההסדר תואם את חומרת המעשה ונסיבותיו, את הערכת טיבן ועוצמתן של הראיות שבידי הרשות ואת מדיניות האכיפה של הרשות; (4) ההסדר יאושר על ידי מותב של ועדת האכיפה המינהלית.⁸ לפיכך, ובהתאם להוראות החוק, מובא כל הסדר בו מתקשר יו"ר הרשות בפני ועדת האכיפה המינהלית, אשר בוחנת את פרטיו ומוודאת, כי כל התנאים האמורים לעיל, אכן מתקיימים. במסגרת זו, ועדת האכיפה המינהלית בוחנת: האם קיים בסיס עובדתי מספיק לצורך קיומו של יסוד סביר להנחה או לחשד כי בוצעה הפרה או עבירה; האם תנאי ההסדר עונים על העניין לציבור באותו מקרה; והאם ההסדר תואם את המעשים, את הראיות ואת מדיניות האכיפה של הרשות. בדרך זו מתווה החוק את היקף סמכותה של ועדת האכיפה המינהלית.

-
5. ד"ר צבי גבאי, אכיפה מינהלית בדיני ניירות ערך, הוצאת בורסי, 2012, עמ' 442 (להלן: "אכיפה מינהלית בדיני ניירות ערך").
6. הצעת חוק ייעול הליכי אכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התש"ע-2010, ה"ח הממשלה 440, 427 (להלן: "הצעת החוק לייעול הליכי אכיפה").
7. שם.
8. להרחבה ראו ה"ש 5 לעיל, עמ' 463-442.

למען שלמות התמונה נזכיר, כי פרק ט'1 לחוק, אשר קבע מתווה המאפשר ליו"ר הרשות להתקשר בהסדרי אכיפה, קבע גם מתווה המאפשר לפרקליט המחוז להתקשר אף הוא בהסדרים שכאלה. אולם, על אף שמדובר בהליכים הקרובים זה לזה באופיים (כמו גם במיקומם בספר החוקים), אין מדובר בהליכים זהים. לצורך העניין, יו"ר הרשות רשאי להתקשר בהסדר שמשמעותו הימנעות מפתחת חקירה במקבילה המינהלית ("בירור מינהלי"), ורשאי גם להתקשר בהסדר שמשמעותו הפסקת הליך מינהלי שנידון בפני ועדת האכיפה המינהלית. לעומת זאת, פרקליט מחוז רשאי להתקשר רק בהסדרים שמשמעותם היא הימנעות מהגשת כתב אישום לבית המשפט. למעשה, החוק מעניק סמכות רחבה יותר ומרחב פעולה רב יותר ליו"ר הרשות ביחס לפרקליט המחוז, בכל הקשור לעיתוי ההתקשרות בהסדר האכיפה ולמשמעותו התהליכית. עם זאת, בעוד שהחוק דורש מיו"ר הרשות להביא את ההסדר שהתגבש בפני ועדת האכיפה המינהלית לצורך אישורו, לא קיימת בו דרישה מקבילה לגבי הסדרים שפרקליט המחוז מוסמך להתקשר בהם, ואין גורם נוסף הנדרש לאשר את ההסדר שגיבש פרקליט המחוז. למרות היעדר הזהות בין המסלולים (הנובעת מההקשר הדיוני ומהותי – משפט מנהלי ביחס למשפט פלילי, כפי שיורחב בהמשך), דומה כי אין צורך להכביר במילים אודות הדמיון שביניהם, ובכלל זה מכנה משותף חשוב ומעניין – בשני המתווים האמורים לעיל (הסדר בסמכות יו"ר הרשות והסדר בסמכות פרקליט מחוז) ביטא המחוקק את עמדתו באופן מפורש במסגרת דברי ההסבר שפורסמו ביחד עם הצעת החוק, כי לא נדרשת הודאה של המפר או החשוד בביצוע העבירה או ההפרה לצורך התקשרות בהסדר.⁹

שלא במפתיע, עושה יו"ר הרשות שימוש תכוף בסמכויות שהוקנו לו על פי פרק ט'1 לחוק. מאז תחילת הפעלת החוק ליעול הליכי אכיפה, פורסמו 12 הסדרי אכיפה שאושרו על ידי ועדת האכיפה המינהלית. באותו פרק זמן, פורסמו רק ארבע החלטות של ועדת האכיפה המינהלית שניתנו בעקבות ניהול הליך האכיפה המינהלי עד תומו. כאמור, מדובר בנתון שאינו מפתיע, שכן הסדרים בין גופי אכיפה למפרי חוק הינם הדרך העיקרית שבה מסתיימים מרבית הליכי האכיפה בסוג התיקים המטופלים ברשות ניירות ערך,¹⁰ וכפי שיפורט להלן, זהו המצב גם בארצות-הברית. זוהי גם המגמה הכלל-עולמית עליה מצביעה עו"ד דניאל רימון במאמרה המקיף בנושא "אכיפה הסכמית בשוק ההון".¹¹ בהקשר זה, טענה רימון, כי "ההסדרים ההסכמיים השונים

9. הצעות חוק הממשלה - 489 (474) ט' באדר התש"ע, 23.2.2010.

10. כך למשל, מנתונים שפרסמה הפרקליטות במסגרת עתירה שהגישה התנועה לחופש המידע, בשנת 2010 ניהלה פרקליטות מיסוי וכלכלה (זו הפרקליטות המטפלת, בין היתר, בתיקים הנחקרים ברשות ניירות ערך) תיק אחד בבית המשפט המחוזי בתל-אביב שהסתיים בהסדר טיעון. כמו כן, פרקליטות זו ניהלה עוד שישה תיקים בבית משפט השלום בתל-אביב, מתוכם חמישה (83%) הסתיימו בהסדרי טיעון, ועוד חמישה תיקים בבית משפט השלום בפתח-תקווה, מתוכם שלושה הסתיימו בהסדרי טיעון. ראו: יובל יועז, "חשיפה: מהו שיעור הסדרי הטיעון הנחתמים בישראל?", גלובס, 30.11.2010 - www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000604374.

11. דניאל רימון, "אכיפה הסכמית בשוק ההון - בדרך לעולם חדש של אכיפה? מגמה ושאלות בצידה", **תאגידים** 4/ (נובמבר 2013).

שאימצה החקיקה הישראלית, נותנים מענה לחוסר אמיתי שנתגלע במערך האכיפה¹², וכי אכיפה הסכמית מביאה עמה יתרונות ברורים הן למפר והן לרשות האוכפת, ההופכים אותה לכלי אכיפה מרכזי בחשיבותו ובהיקפו. אולם דומה, כי גם בתוך עולם האכיפה ההסכמית, תפס לעצמו סוג מסויים של הסדרי אכיפה מקום של כבוד, וכוונתנו כמובן, להסדרים שבמסגרתם המפר אינו נדרש להודות במיוחס לו, אך נדרש שלא להכחיש עובדות וטענות אלה בפומבי באמצעי התקשורת - הסדרי למל"מ.

2. יחסה של ועדת האכיפה להסדרי למל"מ

כזכור, על פי הוראות חוק האכיפה המינהלית, על יו"ר הרשות להביא את הסדרי האכיפה בהם הוא מתקשר בפני ועדת האכיפה המינהלית לצורך אישור ההסדר. במסגרת הפרקטיקה שהתפתחה מאז הפעלת מנגנון הסדרי האכיפה, הרשות מפרסמת באתר האינטרנט שלה הן את הסדרי האכיפה החתומים על ידי הצדדים להסדר והן את החלטתה של ועדת האכיפה המינהלית בקשר להסדר שהובא בפניה.¹³ כאמור, מאז תחילת הפעלת חוק האכיפה המינהלית ועד למועד כתיבת שורות אלה, פרסמה הרשות 12 הסדרים, מתוכם שישה (50%) הינם הסדרי למל"מ, בין אם באופן מלא (אי-הודאת המפריס בכל העובדות וההפרות שהרשות מייחסת להם) ובין אם באופן חלקי (אי-הודאה בחלק מההפרות, או הודאה בעובדות אך אי-הודאה באחריות המשפטית). ניתוח התייחסותה של ועדת האכיפה המינהלית לרכיב ההודאה (בין אם התקיים בהסדר האכיפה, ובין אם לאו) בהחלטותיה השונות, מלמד מחד, על "התחממות" הדרגתית ביחסה של הוועדה להסדרי למל"מ, אך מאידך, ולא ניתן לטעות בעניין זה, כי הוועדה מוטרדת מאוד מהם.

ועדת האכיפה והסדרי למל"מ - כרוניקה של התנגשות ידועה מראש

רצה הגורל והתיק הראשון שפורסם במסגרת האכיפה המינהלית היה הסדר אכיפה בעניין מבטח שמיר, קבוצת תנובה וקרן אייפקס (להלן: "**הסדר מבטח שמיר-תנובה**"), שבמסגרתו המפריס לא נדרשו להודות בעובדות או בהפרות המיוחסות להם.¹⁴ למעשה, ההסדר הביא לסיומה של מחלוקת ארוכת שנים בין הרשות למפריס בקשר לאופן שבו הוצגה השקעתה של מבטח שמיר בקבוצת תנובה. בסופו של דבר, הצדדים הסכימו, כי במסגרת ההסדר,

12. שם, עמ' 89.

13. לרשימת הסדרי האכיפה בהם התקשרה הרשות עד עתה, ובכלל זה ההסכם הכתוב והחלטת ועדת האכיפה בכל מקרה ומקרה, ראו באתר הרשות:

http://www.isa.gov.il/%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%20%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Enforcement/Admin_Enforcement/4562/Pages/default.aspx

14. ראו ההחלטה בעניין **מבטח שמיר**, הי"ש 2 לעיל.

החברות שהתקשרו בהסדר לא יידרשו להודות בעובדות ובהפרות המיוחסות להן, אך יוטלו עליהן הסנקציות הבאות: (1) עיצום כספי אשר ישולם על ידי כל אחת מהן; (2) התחייבות לנקיטת פעולות לתיקון ההפרות ולמניעת הישנותן; (3) אמצעי אכיפה מותנה.

בהחלטתה לאשר את הסדר מבטח שמיר-תנובה, הביעה ועדת האכיפה המינהלית ביקורת חריפה על כך שההסדר איפשר למפרים שלא להודות במיוחס להם. הוועדה השוותה בין הסדר הטיעון הנקשר בין התביעה לנאשם בהליך פלילי, ובין הסדר האכיפה המוסדר בפרק ט'1 לחוק ניירות ערך, ועמדה על כך שבניגוד להסדר טיעון, אין דרישה בחוק, כי מפר המתקשר בהסדר אכיפה יודה במיוחס לו. עם זאת, הוועדה תהתה, "מה משמעות לה לחתימה על הסדר המבוסס על עובדות המגבשות הפרה של החוק, כאשר אלה אינן מקובלות על החותם?".¹⁵ ועדת האכיפה המינהלית השיבה, כי "יש לראות בעצם חתימת ההסדר על ידי התאגידים הקשורים משום הודעה מצידם כי אין מנוס מפניהם מקבלת עמדת הרשות, הן בכל הנוגע לעובדות הנטענות על ידה, והן, בכל הנוגע להפרות שנצמחו מאלה".¹⁶

הקושי בתשובה זו הינו, כי אם אכן ועדת האכיפה המינהלית צודקת, ואכן יש לראות בעצם החתימה על ההסדר משום הודאה דה-פקטו בעובדות ובהפרות הנטענות על ידי הרשות (והעובדה שמדובר באילוץ - "אין מנוס", כלשון הוועדה, אינה מעלה או מורידה לצורך העניין), הרי שבאמירת אגב אחת, שדומה כי נאמרה כמעט כלאחר יד, ביטלה ועדת האכיפה את אחד המניעים העיקריים שללא ספק היוו שיקול נכבד עבור אותן חברות להתקשר בהסדר האכיפה, ויצרה עבורן חשיפה משפטית ממשית במסגרת הליכים משפטיים מקבילים קיימים ופוטנציאליים.¹⁷ הסיבה לכך הינה ההבחנה הברורה שסעיף 54ד יוצר בין הסכמתו של מפר או חשוד להתקשר בהסדר מינהלי ובין הודאתו בעובדות ובהפרות המיוחסות לו. על פי סעיף 54ד, "הסכמת חשוד להתקשרות בהסדר לא תשמש ראיה נגדו בהליך פלילי או מינהלי בשל הפרה או העבירה נושא ההסדר, וראיות שמסר לצורך ההסדר לא ישמשו כראיה נגדו בכל הליך פלילי או מינהלי". המטרה הברורה של המחוקק בהקשר זה הייתה תמרוץ חשודים ומפרים להתקשר בהסדרי אכיפה באמצעות יצירת הבחנה בין הסכמה להתקשר בהסדר ובין הודאה במיוחס להם,¹⁸ שכן הודאת בעל דין הינה בעלת משקל רב בהליכים משפטיים מקבילים, וקיומה או אי-קיומה יכולים להטות את הכף בהתלבטות גורמים שלישיים השוקלים להגיש תובענה אזרחית למשל, כנגד אותם חשודים ומפרים.

15. שם, עמ' 5.

16. שם, שם.

17. ראו גם הי"ש 11 לעיל, עמ' 78.

18. ראו גם הי"ש 5 לעיל, עמ' 462-463.

על כל פנים, בהחלטתה בעניין **מבטח שמיר-תנובה** הביעה הוועדה את דעתה, כי **"לעתיד לבוא, מן הראוי יהיה לה לרשות, לשקול את ההיבט הציבורי הכרוך באי הודאה של החשוד או המפר, בביצוע ההפרות; לא כל שכן, באי הודאתו בעובדות הרלוונטיות, ובפרט, אלה הברורות והגלויות על פני מערכות המאיי"ה והמגנ"א"**.¹⁹ כלומר, ועדת האכיפה המינהלית סבורה, כי אי-ההודאה פוגעת באינטרס הציבורי, או לכל הפחות, קיים טעם לפגם בהיבט הציבורי כאשר הרשות מאפשרת למפר שלא להודות במיוחד לו.

דומה, כי גם ועדת האכיפה הבינה, כי ייתכן שהרחיקה לכת בביקורתה את הסדר המל"מ בעניין **מבטח שמיר-תנובה**, וכפי שנאמר לעיל, בהחלטות שבאו לאחר ההחלטה באותו עניין, ניתן להבחין במגמת התמתנות מצד ועדת האכיפה בהקשר זה, אך עדיין ניכר כי סוגיית ההודאה חשובה מאוד לוועדה. דוגמה מצויינת לכך ניתן למצוא בהסדר האכיפה השני שפרסמה הרשות לאחר תחילת הפעלת החוק, שם דובר גם בהסדר למל"מ (אם כי אי-ההודאה הוגבלה למשמעות המשפטית הנובעת מהעובדות המפורטות בהסדר) - ההסדר שנערך בין רשות ניירות ערך ובין בנק לאומי (להלן: **"הבנק"**) וחברה-בת שלו.²⁰

עניינו של הסדר זה הוא בדו"ח הצעת מדף שפרסמה חברה-בת של בנק לאומי בחודש נובמבר 2011, להנפקת שתי סדרות של אגרות חוב בהיקף של 2.18 מיליארד ש"ח עבור הבנק. כעבור שני ימי עסקים, פרסם בנק לאומי דו"ח מידי שעניינו אזהרת רווח, ולפיו הרווח הנקי ברבעון השלישי לשנת 2011, צפוי להיות נמוך משמעותית מהרווח שעליו דווח בשני הרבעונים הראשונים. סמיכות פרסומים אלה הובילה לפתיחה בהליך בירור ברשות ניירות ערך שהתמקד בשאלה, מדוע המידע שהוצג בדו"ח המידי, לא הובא לידיעת ציבור המשקיעים במסגרת ההנפקה. המענה לשאלה זו ניתן במסגרת הסדר האכיפה, שבמסגרתו ייחסה הרשות לבנק ולחברה-הבת רשלנות בהתנהלותם בנסיבות האמורות. הבנק והחברה-הבת הודו בעובדות ובהשתלשלות העניינים שפורטו בהסדר, אך לא הודו במשמעותם המשפטית (ובעיקר כי השתלשלות זו עולה כדי רשלנות). עם זאת, הוסכם במסגרת ההסדר, כי הבנק והחברה-הבת ישלמו במצטבר עיצום כספי בגובה של 4 מיליון ש"ח, תוך התחייבות לנקוט בצעדים למניעת הישנות ההפרות הנטענות בעתיד, בין היתר, באמצעות גיבוש ויישום נוהל אכיפה פנימית חדש ואפקטיבי.

בהחלטתה לאשר את ההסדר, ועדת האכיפה המינהלית התייחסה לכך שבמסגרת ההסדר, הבנק והחברה-הבת לא נדרשו להודות בעצם ההפרה. במסגרת הדיון, אשר כלל אף הפניה לדברי ההסבר להצעת החוק ולמשפט משווה, הכירה הוועדה בכך שהמחוקק הישראלי לא ראה בהודאת מפרים

19. ראו ההחלטה בעניין **מבטח שמיר**, הי"ש 2 לעיל, עמ' 5.

20. תיק מינהלי 5/12 **רשות ניירות ערך נ' בנק לאומי לישראל** (12.12.2012) (להלן: **"ההחלטה בעניין בנק לאומי"**).

כתנאי חיוני או הכרחי לצורך התקשרות בהסדרי אכיפה, וכי אין מדובר בגישה ייחודית או אופיינית רק לישראל. הוועדה מצאה לנכון לציין, כי גם בארצות-הברית מתקיים בהקשר זה דיון ער תוך חזרה על עמדתה שהובעה גם בעניין מבטח שמיר-תנובה, כי "גם אם, במקרים הרגילים, אין הודאת המפר בהפרות המיוחסות לו, חיונית לקיום ההסדר, ככלל, עדיין יש לבחון את הנפקות מן ההיבט הציבורי של אי הודאתו בעובדות המקימות את ההפרה, על אישור ההסדר"²¹ (ההדגשה במקור). הוועדה אף הביעה את חוסר שביעות רצונה מסעיף 8 להסדר, המאפשר לבנק לאומי ולחברה-הבת לטעון בעתיד, בערכאות אחרות, טענות עובדתיות שונות מאלה בהן הודו במסגרת ההסדר. לדידה של הוועדה, מדובר בסעיף תמוה, שכן "מדוע תיתן הרשות ידה למצב בו יודו מפריס בעובדות לצורך הסדר שהם קושרים עימה, תוך צפיית האפשרות להכחשתן בערכאות אחרות בעתיד, באישורה של הרשות?"²².

ושוב, עינינו רואות, כי ועדת האכיפה המינהלית מוטרדת מאוד מהמשמעות הציבורית הנובעת מאי-הודאת המפר, אפילו כאשר המפר הסכים להודות בעובדות לצורך ההתקשרות בהסדר. ודוק, אין מדובר בהתבטאויות של מה בכך. בסופו של יום, הסדרי אכיפה הנערכים בין הרשות ובין מפריס שונים, נדרשים לקבל את אישורה של ועדת האכיפה המינהלית, וזו אמורה לבחון, בין היתר, אם "מילוי תנאי ההסדר יענה על העניין לציבור בנסיבות המקרה"²³. בשתי החלטות בהן נדונו (ואושרו) הסדרי האכיפה אשר כללו רכיב של אי-הודאת המפר, ועדת האכיפה התייחסה בפירוט להשלכות שיש לרכיב זה על ההיבט הציבורי, ולא מן הנמנע, כי יבוא היום ותהייתה של ועדת האכיפה יבשילו לכדי החלטה שלא לאשר את הסדר הלמלי"מ המובא בפניה בנימוק, כי תנאי ההסדר (הכוללים, כאמור, רכיב של אי-הודאה בעובדות או במשמעותן המשפטית), אינם עונים על העניין לציבור בנסיבות המקרה.

למען שלמות התמונה, וכדי לוודא שאיננו מתנבאים כאן בנבואות זעם חסרות שחר, נסקור בקצרה את התייחסותה של ועדת האכיפה המינהלית להסדרים אחרים שהובאו בפניה. בעניין לירון אסא - מנהל השקעות שלטענת הרשות, הפר את חובת האמונים שלו כלפי לקוחותיו ואת חובות הדיווח שלו כלפי לקוחותיו, בכך שהכליל פרטים מטעים בדו"חות שנשלחו אליהם במטרה להסתיר הפסדים בתיקים המנוהלים - כלל הסדר האכיפה הודאה מצדו של אסא, הן בעובדות והן בהפרות הנובעות מהן.²⁴ מעניין לציין, כי למרות הודאתו של המפר בעובדות ובהפרות נשוא ההסדר, ועדת האכיפה המינהלית בחרה להתעכב שוב על סוגיית ההודאה:

"ישאל השואל מדוע עמדה הרשות על הכללת הודאה של המפר בהסדר זה, בו המפר הינו יחיד ולא תאגיד מהגדולים במשק כמו בשני התיקים

21. שם, עמ' 6 להחלטה.

22. שם, עמ' 7.

23. סעיף 54ב(א) לחוק ניירות ערך.

24. תיק מינהלי 4/12 יו"ר הרשות נ' לירון אסא (18.2.2013).

הקודמים. הרשות מבהירה בבקשה לאישור ההסדר כי קיים עניין ציבורי שהמשיב יודה הן בעובדות והן בביצוע ההפרות המיוחסות לו בכתב הטענות שהוגש. זאת בשל השלב המתקדם של ההליך, מהות ההפרות וחומרתן, הפגיעה בלקוחות והודאתו של המשיב בבירור המינהלי.²⁵

הערה זו מלמדת, כי גם הרשות, כמו ועדת האכיפה המינהלית, סבורה כי ייתכנו נסיבות שבהן "קיים עניין ציבורי" להודאה בעובדות ובמשמעותן במסגרת הסדר אכיפה. אישור כל הסדרי הלמ"מ שהובאו בפני ועדת האכיפה עד עתה מלמד, כי זו האחרונה הסכימה עם הרשות, כי הסדרים אלה אינם פוגעים באינטרס הציבורי חרף אי-ההודאה, אך לא מן הנמנע, כי בעתיד יובא בפני הוועדה הסדר למל"מ שלגביו היא תקבע, כי "קיים עניין ציבורי" להודאה, וכי היעדרה פוגע באינטרס הציבורי, ועל כן תסרב לאשר את ההסדר.

הסדר האכיפה בעניינם של יחזקאל קלפקה וחברת בסט-אינווסט, הציף אתגר חדש עבור ועדת האכיפה בקשר להשלכותיה של אי-הודאה, שכן באותו עניין - פעילות של ניהול תיקי השקעות אשר בוצעה, כך אליבא דרשות, בניגוד לטובת הלקוחות ותוך הפרת חובות הדיווח ללקוח - הודו המפרים בחלק מהעובדות וההפרות המיוחסות להם, אך נמנעו מלהודות בחלק האחר.²⁶ בהחלטתה, נדרשה ועדת האכיפה לרכיב הלמ"מ החלקי הקיים בהסדר וקבעה, כי **"בענייננו... די בהודאת המשיבים באותן עובדות שלהן משקל בביסוס ההפרה, המדברות לעצמן, על מנת שהביסוס לאישור ההסדר יקום. אותם דברים בהם הודו המשיבים מניחים את דעתנו בדבר סבירות עמדתה של הרשות לעניין ביצוע ההפרות אותן היא מייחסת למשיבים"**.²⁷ במילים אחרות, האתגר היה אולי חדש, אך תגובתה של ועדת האכיפה המשיכה באופן עקבי את עמדתה המסוייגת בקשר להסדרי למל"מ. מהנמקת הוועדה ניתן להסיק, כי אילולא הייתה באותו הסדר הודאה חלקית בעובדות, ייתכן שהיא הייתה מחליטה שלא לאשר את ההסדר. למעשה, הוועדה השתמשה בהודאה החלקית כעוגן שעליו ביססה את סבירותה של עמדת הרשות בקשר להסדר, וכך פטרה את עצמה מהצורך בהעמקה במשמעויות של אי-ההודאה הגלומה בהסדר.

הסדר נוסף וראוי לציון בקשר להתמודדותה של ועדת האכיפה המינהלית עם הסדרי למל"מ, הוא ההסדר שגיבשה הרשות עם חברת חשמל בעקבות פרט מטעה שנכלל לטענת הרשות, בדו"חותיה הכספיים של החברה לרבעון השני לשנת 2012. לעמדת הרשות, פרט מטעה זה נגרם בעקבות רשלנות שאפיינה את טיפולה של חברת החשמל בהכנת התזרים החזוי ופרסומו לציבור.

25. שם, עמ' 4.

26. תיק מינהלי 6/12 רשות ניירות ערך נ' יחזקאל קלפקה וחברת בסט אינווסט ניהול תיקי השקעות בע"מ (30.5.2013).

27. שם, עמ' 8.

במסגרת ההסדר, הודתה חברת החשמל בעובדות המיוחסות לה, אך לא הודתה, כי הן יוצרות מעשים ברשלנות או מהוות הפרות של דיני ניירות ערך. באותה העת, החברה הסכימה לשלם עיצום כספי בגובה של 5 מיליון ש"ח ולנקוט אמצעים למניעת הישנות ההפרה, ובכלל זה לאמץ תכנית אכיפה פנימית וליישמה באופן אפקטיבי.²⁸

בהחלטה זו, הקדישה ועדת האכיפה המינהלית פרק שלם לדיון בסוגיית אי-ההודאה בהפרה. הוועדה חזרה על דברים שאמרה בהחלטות קודמות, אך הפעם, במקום להתמקד בדרישת החוק, כי תנאי ההסדר יענו על "העניין לציבור", הוועדה בחרה לתהות, שמא אי-ההודאה פוגעת בתנאי בסיסי אחר שבו אמור הסדר האכיפה לעמוד, והוא קיומו של "יסוד סביר להניח כי בוצעה הפרה".²⁹ גם כאן, הוועדה פטרה את עצמה מעימות חזיתי עם הרשות בקשר לאי-ההודאה, מכיוון שלטענתה, "בכל הנוגע למוצקות העובדות נושא ההסדר, לא פעלה הרשות בחלל ריק. מה שעמד לנגד עיניה היה בעיקרו של דבר הדו"ח של הבודק החיצוני שקבע מה שקבע לגבי מחדליה הקשים של המשיבה באגפיה השונים והחשובים, שהשליכו על שגת התזרים החזוי. יודגש, דו"ח הבודק, כפי שהובהר לנו, הוכן לאחר בצוע בדיקה יסודית ומדוקדקת באגפיה העסקיים והארגוניים של המשיבה. וממצאיו התקבלו ברובם גם על דעתה של המשיבה עצמה".³⁰ מדברים אלה ניתן ללמוד לכאורה, כי גם במקרה זה, אלמלא היה לוועדת האכיפה המינהלית בסיס ראייתי מוצק שימש כעוגן לבחינת הסדר האכיפה, לא מן הנמנע, כי הסדר הלמלי"מ היה נפסל אך ורק עקב אי-ההודאה בהפרות.

בסיכומו של פרק זה ניתן לראות בבירור, כי ועדת האכיפה המינהלית אינה שלמה עם פרקטיקת הסדרי הלמלי"מ, וכי לעמדתה, הסדרים אלה עלולים להיות בעייתיים משני נימוקים עיקריים: האחד - נוגע להשלכות הציבוריות העשויות להיות לאי-הודאת המפר, באופן כזה שמילוי תנאי ההסדר אינו עונה על העניין לציבור בנסיבות המקרה; השני - קשור לדרישה החוקית, כי ליו"ר הרשות יהיה "יסוד סביר להניח כי בוצעה הפרה", וכי על פי ועדת האכיפה המינהלית, בהיעדר הודאה, ייתכן שהרשות תתקשה להראות כי היא עומדת בדרישה זו.

3. היחס בין הסדרים במשפט הפלילי להסדרים במשפט המינהלי

לאחר שהראינו מתוך החלטותיה של ועדת האכיפה המינהלית, את חוסר שביעות רצונה מהסדרי למלי"מ, לא ניתן שלא לתהות מדוע הסדרים אלה כה מטרידים את הוועדה. מקריאת ההחלטות עולה בבירור, כי ועדת האכיפה

28. תיק מינהלי 5/13 רשות ניירות ערך נ' חברת החשמל לישראל בע"מ (28.11.2013) (להלן: "ההחלטה בעניין חברת חשמל").

29. סעיף 54ב(א) לחוק ניירות ערך.

30. ראו ההחלטה בעניין חברת חשמל, הי"ש 28 לעיל, עמ' 9.

סבורה באמת ובתמים, כי קיים טעם לפגם בהסדרים שבהם המפר אינו נדרש להודות במיוחס לו, וכי פגם זה עשוי להצדיק את פסילת ההסדר כאשר אי-ההודאה פוגעת באינטרס הציבורי, או כאשר היא כה פוגמת בתשתית הראייתית עליה מונח ההסדר, עד כדי התערערות קיומו של יסוד סביר להנחה כי בוצעה הפרה. כפי שיוחב להלן, וכפי שוועדת האכיפה עצמה הסבירה בהחלטה בעניין **בנק לאומי**, הסדרי למ"מ הינם תוצר של פרקטיקה מקובלת הנוהגת בארצות-הברית כבר שנים רבות.³¹ כמו כן, אין ספק, כי גם לחבריה המלומדים של ועדת האכיפה, ברורים היתרונות הפרגמטיים הגלומים בהסדרי למ"מ עבור מפריס, בייחוד כשמדובר בגופים מפוקחים החשופים לתובענות ייצוגיות, נגזרות ואחרות, מצדדים שלישיים. לפיכך, איננו יכולים שלא לחזור ולשאול, מדוע כל כך קשה לוועדה לקבל הסדרים שכאלה.

אנו סבורים, כי אחת הסיבות לקושי זה, וברור כי מדובר בהשערה בלבד, היא ההשוואה (המתבקשת, יש להודות) להסדרי טיעון במשפט הפלילי. למעשה, הוועדה עצמה ערכה השוואה זו באופן מפורש בהחלטתה בעניין **מבטח שמיר-תנובה**, שם נכתב בזו הלשון:

"על מקומו של הסדר אכיפה כגורם בעל משקל בשוק ההון, הן לרשות והן לציבור המשקיעים בו, יש להסיק בין היתר מדבריה של הנשיאה בייניש, בהתייחסה אל מקומו של הסדר הטיעון בהליך הפלילי דווקא, דברים היפים גם לעניננו... במיוחד, לעניין האינטרס הציבורי בעידוד קשירתם של הסדרי טיעון ראויים מתוך מגמה להרחיב פרישתו של החוק ככל האפשר, לקרב את הסנקציה למועד ביצוע העבירה ולחסוך משאבים רבים המושקעים בניהול הליכים מייגעים."³²

בין אם השערתנו זו נכונה ובין אם לא, אנו סבורים כי השוואה זו, ככל שנעשית (גם אם מתבקשת, על פניה), אינה נכונה, ועלולה להזיק יותר מאשר להועיל. אמנם נכון, האכיפה המינהלית ברשות ניירות ערך נתפסת כתחליף להליך הפלילי, בייחוד מאחר שנוצרה ובאה לעולם על מנת לתקן את העיוות ההיסטורי שהיה קיים ערב חקיקת החוק ליעול הליכי אכיפה, ולפיו מירב המאמץ האכיפתי ברשות נותב להליכים פליליים,³³ אך הקשר היסטורי זה מטעה, שכן אין פירושו, כי יש להבין ולמדוד את האכיפה המינהלית ברשות לאורם של עקרונות המשפט הפלילי. למעשה, בכל הקשור לאכיפת דיני ניירות ערך, הליכים פליליים אמורים להיות החריג המעיד על הכלל, על פיו אכיפת דיני ניירות ערך נעשית דווקא באמצעות הליכים אזרחיים ומינהליים.³⁴

31. ראו ההחלטה בעניין **בנק לאומי**, הי"ש 20 לעיל, עמ' 5, וראו גם הי"ש 11 לעיל, עמ' 79.

32. ראו ההחלטה בעניין **מבטח שמיר-תנובה**, הי"ש 2 לעיל, עמ' 6.

33. להרחבה ראו הי"ש 5 לעיל, עמ' 9-18.

34. כך למשל, בשנת 2007 יזמה ה-SEC בסך הכול 656 הליכי אכיפה (262 מתוכם היו הליכים אזרחיים בבית המשפט, ו-394 הנותרים היו הליכים מינהליים). באותה השנה, על פי דיווחי ה-SEC, הגישה התביעה הפדרלית 144 כתבי אישום אשר התבססו על העובדות והמעשים ששימשו כבסיס להליכי אכיפה שיזמה ה-SEC. ראו הי"ש 5 לעיל, עמ' 20 ואת המקורות המאוזכרים שם, וכן:

כלומר, אכיפה מינהלית אינה תחליף לאכיפה פלילית, ובמקרים בהם היא ננקטת, האכיפה המינהלית אמורה להיות הדרך הראויה, המידתית והנכונה ביותר לאכיפה בנסיבות העניין. משמעות הדבר היא, כי בהחלט ייתכן שהליך האכיפה המינהלי אינו תואם את המקובל במשפט הפלילי, ואין לצפות כי תהיה בהכרח התאמה בין שני סוגי הליכים אלה.

אכיפה מינהלית לקוחה מתחום המשפט המינהלי החל על המינהל הציבורי והמגדיר את סמכויותיהם של גופי המינהל, את דרכי הפעלתן ואת אמצעי הפיקוח למניעת ניצולן לרעה.³⁵ מכיוון שבמדינה המודרנית קיים מגוון גדול של גופים שלהם הוענקו סמכויות או מימון ציבוריים, הדבר מחייב פיקוח ציבורי וביקורת שיפוטית על דרך התנהגותם.³⁶ בתחום זה מצויה גם הרגולציה בשוק ההון הדרושה לשם תיקון כשלי שוק, וגם האכיפה המינהלית אשר נועדה לתמוך בהרגולציה זו. לפיכך, אכיפה מינהלית צריכה להימדד על פי יכולתה לקדם את הרגולציה בשוק ההון ולסייע לה לתקן את כשלי השוק שאותם היא אמורה לתקן.

לעומת זאת, המשפט הפלילי נועד לסייע בהגנה על האינטרסים הבסיסיים של חברה מאורגנת, באמצעות הכרזה על איסורים ועל חובות שהפרתם מצדיקה הטלת עונש על ידי המדינה.³⁷ מטרת ההליך הפלילי אינה בירור עובדות המקרה, אלא בירור אחריות הנאשם. ההליך הפלילי מתמקד באדם ולא בעבירה, וכפי שהגדיר זאת בית המשפט העליון: **"ההליך הפלילי הוא מסגרת דינים, הבאים להגשים את המשפט הפלילי, דהיינו, לקבוע חפות או אשמה"**.³⁸ ליתר דיוק, ההליך הפלילי נועד לקבוע חפות או אחריות פלילית, ואם נמצא כי אחריות זו קיימת - לקבוע גם את העונש הראוי בנסיבות העניין. מכאן, כי אכיפה פלילית צריכה להימדד על פי יכולתה לקבוע חפות או אשמה, ועל פי יכולתה להעניש את האשמים באמצעות עונשים המתאימים לנסיבות העניין.

ההבחנה בין אכיפה פלילית ובין אכיפה מינהלית מתבטאת גם בזכויות הדיוניות המוקנות לצדדים להליך. בהליך הפלילי, סדרי הדין (לרבות דיני הראיות), הם שמבטיחים שמירה מהותית על זכויות הפרט ב"מערכה" מול המדינה, ועל כן קיימת חשיבות רבה להגדרתם מראש באופן מדויק, ועל פי רוב על ידי המחוקק. עם זאת, בהליך המינהלי אין בהכרח פירוט שכזה. על פי רוב, כל שנדרש בהליכים מינהליים הוא, כי אלה יעמדו בכללי הגינות בסיסיים (כגון: עיקרון הסבירות, עמידה בכללי הצדק הטבעי וכיוצא"ב),

Ronald W. Breaux and Daniel H. Gold, "Criminal Enforcement of the U.S. Securities Laws" 7 (Martindale, March 2008), at: <http://www.martindale.com/matter/asr-371800.pdf>

35. ברוך ברכה, **משפט מינהלי**, כרך א' (תשמ"ז) עמ' 10; וראו גם גיא ישראל זיידמן, "מי אתה המשפט המנהלי? בשולי הספר 'משפט מינהלי' מאת דפנה ברק-ארז", **הפרקליט** נא תשע"ב 693.

36. ראו זיידמן, שם.

37. אורן גזל, **ענישה בהסכמה**, חיבור לשם קבלת תואר "דוקטור לפילוסופיה" אוניברסיטת חיפה, הרשות ללימודים מתקדמים הוועדה הכלל-אוניברסיטאית לתלמידי מחקר, ספטמבר 2002.

38. ע"פ 951/80 קניר נ' מדינת ישראל, פ"ד לה(3) 505 עמ' 516.

המבטיחים את זכות האזרח להציג את עמדתו בפני הרשות המינהלית הרלוונטית.³⁹ כמו כן, במקביל, מבקרות אותן רשויות מינהליות על ידי בתי המשפט, המפעילים ביקורת שיפוטית זהירה על החלטותיהן, תוך התחשבות בשיקול דעתן המקצועי ככל שמדובר בנושאים שבהם יש להן מומחיות מיוחדת.⁴⁰

על רקע דברים אלה, יש להבין את השימוש בהסדרים בכל אחד מההליכים השונים. ההליך הפלילי, המכוון כולו לקביעת אשמה וענישה הולמת, מאפשר לגורמי האכיפה להתקשר בהסדרי טיעון כל עוד הסדרים אלה מגשימים את מטרת ההליך הפלילי. משכך, רובם המכריע של הסדרי הטיעון כוללים לכל הפחות, הודאה של הנאשם בעובדות מסוימות, תוך הותרת ההחלטה בדבר קביעת האחריות והעונש בידי בית המשפט, ובחלקם ההסכמה הדיונית כוללת גם עתירה משותפת להטלת עונש מוסכם או עונש המצוי בתחום מוסכם כלשהו. כך או כך, המשפט לא יסתיים עד שלא תוכרע שאלת אשמתו של הנאשם, בין אם במסגרת הסדר והודאת הנאשם ובין אם בעקבות הכרעה משפטית.

אך בניגוד להליך הפלילי הכרוך בטבורו לשאלה של אשמה (Culpability), מטרותיו של הליך האכיפה המינהלי שונות לחלוטין. הליך אכיפה זה נועד לתמוך ולקדם את הרגולציה שעליה מופקדת הרשות המינהלית, ועל כן כל עוד הסדרי האכיפה מקדמים מטרות אלה, מוצדק לעשות בהם שימוש. במקרה של רשות ניירות ערך, מטרתה של הרגולציה בשוק ההון היא "שמירה על ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך", כקבוע בסעיף 2 לחוק ניירות ערך. מטרתה של האכיפה המינהלית היא לתמוך ברגולציה זו, ובאופן צפוי, אחת הדרכים המרכזיות שבהן היא עושה את מלאכתה היא ההרתעה.⁴¹ האם הסדר האכיפה, במסגרתו חברת החשמל נדרשה לשלם עיצום כספי בגובה של 5 מיליון ש"ח בנוסף לאמצעי אכיפה נוספים ומגבילים, הוא הסדר מרתיע? ועדת האכיפה בהחלטתה התלבטה מעט בשאלה זו, אך בסופו של דבר קבעה, כי "מהתבוננות באמצעי האכיפה המתוארים, עולה אם כן, כי יש בהם שילוב בין עיצום כספי ובין אמצעי הרתעה אשר ייעודם מניעת הפרות בעתיד. שילוב זה של אמצעי האכיפה, ראוי הוא בעינינו, גם אם על פני הדברים, נראה העיצום הכספי נמוך למדי בהשוואה לכספי ההפרה הנטענת".⁴² מתברר, ואין להתפלא על כך, כי אי-הודאת החברה ברשלנות המיוחסת לה, לא שיחקה תפקיד כלשהו בקביעה זו. כלומר, הסדר למל"מ יכול בהחלט למלא את ייעודו המינהלי, על אף שהמפרים לא נדרשו להודות במיוחס להם. כזכור, מטרתם של דיני ניירות ערך הינה להגן על ציבור המשקיעים בישראל.

39. בג"ץ 555/77 בבצ'וק נ' הבורסה לניירות ערך, פ"ד לב(2) 377 (1978).

40. ע"א 1326/91 הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ נ' מרקוס, פ"ד מו(2) 441, 442-447 (1992) וע"א 1617/04 כים ניר שירותי תעופה בע"מ נ' הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (פורסם בנבו, 29.6.2008).

41. ראו למשל, החלטת ועדת האכיפה בעניין מבטח שמיר-תנובה, הי"ש 2 לעיל, עמ' 5.

42. ראו ההחלטה בעניין חברת חשמל, הי"ש 28 לעיל, עמ' 13.

האופן שבו מגשימים דיני ניירות ערך מטרה זו, הינו באמצעות עיקרון הגילוי הנאות הפועל בשני מישורים: במישור האחד - הוא מספק מידע נאות למשקיעים באופן המאפשר להם לקבל החלטות רציונליות בנוגע להשקעותיהם; במישור השני - הוא פועל כגורם המרתיע בעלי כוח בחברות ציבוריות מתרמית ומהתנהגות מניפולטיבית, תוך אפשרות פיקוח על פעולותיהם.⁴³ הסדרי האכיפה, בין אם נדרשה בהם הודאת מפר ובין אם לאו, מפורסמים באתר הרשות ומקדמים את ההגנה על ציבור המשקיעים בשני המישורים שהוזכרו לעיל.

אך לא זו אף זו. מכיוון שההגנה שאותה מעניקה רשות ניירות ערך לציבור המשקיעים בישראל, מבוססת בעיקרה על עיקרון הגילוי, הרי שפערי מידע הנובעים מכך שהרשות מודעת להפרות דיני ניירות ערך, אך אינה מסוגלת לטפל בהם או להביא אותם לידיעת הציבור, אמורים להיות בלתי נסבלים מבחינתה. בדיונים שנערכו בוועדת הכספים בכנסת לקראת חקיקתו של החוק לייעול הליכי אכיפה, הצהיר יו"ר הרשות דאז, פרופ' זוהר גושן, כי "הרשות פותחת בין 10 ל-20 חקירות פליליות בשנה. אבל הרשות יודעת על 50-80 מקרים נוספים בעייתיים שבהם לא נפתחים תיקים פליליים... כיום יש מקרים כאלה שאנו לא עושים כלום, כי אני לא אקח את זה לפלילי משום שזה לא מקרה מספיק מובהק".⁴⁴ בהנחה שנתונים אלה עדיין נכונים, מחובתה של הרשות להפעיל את משאביה באופן הממקסם את יכולתה להתמודד עם המקרים הבעייתיים הדורשים את התייחסותה. מכיוון שמשאבי הרשות מוגבלים, ומכיוון שהסדרי אכיפה מגשימים את מטרותיה, תוך שימוש יעיל ומינימלי במשאביה, ברור, כי הרשות צריכה להתקשר בהסדרי אכיפה. מכיוון שדרישה ממפרים להודות במיוחס להם במסגרת הסדרי אכיפה, צפויה להקטין את כמות ההסדרים הנחתמים בין הרשות ובין מפרים, בייחוד כשמדובר במפרים שהינם תאגידים מפקחים על ידי הרשות, ישנה הצדקה ממשית ומובהקת לעשות שימוש בהסדרי למ"מ. עובדה זו לא נעלמה, כמובן, מעיני המחוקק, אשר ביקש באופן מפורש להקל על מפרים להתקשר בהסדרי אכיפה, ועל כן קבע, כי הסכמה להתקשרות בהסדר לא תשמש כראיה נגד המפר או החשוד בהליך פלילי או מינהלי בשל ההפרה או העבירה נושא ההסדר,⁴⁵ מבלי לקבוע, כי במסגרת התנאים אותם נדרש הסדר למלא, על המפר להודות במיוחס לו.

43. ע"א 5320/90 א. צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818 (פורסם בנבו, 6.4.1992).

44. ראו לדוגמה, פרסום בעיתון כלכליסט מיום 17.3.2010, המצטט מדברי יו"ר הרשות דאז, במסגרת דיון שנערך בוועדת הכספים בכנסת בהצעת החוק לייעול הליכי אכיפה שקידמה הרשות באותה העת: <http://www.calcalist.co.il/local/articles/0,7340,L-3398860,00.html>

45. סעיף 54 לחוק ניירות ערך.

4. מבט אל מעבר לים

לכאורה, לאור האמור לעיל, היה על ועדת האכיפה המינהלית לאמץ בשתי ידיה את הסדרי הלמ"מ שהובאו בפניה, ובכל זאת עינינו רואות, כי הוועדה סברה, כי היעדר הודאה מצד המפר עשוי להיות עילה לפסילת ההסדר כולו (אחרת, הוועדה לא הייתה נדרשת לסוגיה באופן כה עקבי ומעמיק). מכיוון שברצוננו לרדת לשורש הסתייגותה של ועדת האכיפה המינהלית מהסדרי למ"מ, ולבחון אם יחסה מוצדק בנסיבות העניין, לא ניתן להתחמק מנשיאת עינינו אל מעבר לים אל הפרקטיקה ארוכת השנים הנהוגה בארצות-הברית בקשר להסדרי למ"מ. במסגרת פרקטיקה זו, מתקשרת נציבות ניירות הערך האמריקאית - ה- Securities Exchange Commission ("SEC") בהסדרי למ"מ עם מפריס באופן תדיר, אך עקב ביקורת שיפוטית וציבורית גוברת והולכת בשנים האחרונות, מצאה את עצמה הנציבות נאלצת להגן בתוקף על פרקטיקה זו, ובאותה העת לערוך בה תיקונים שדומה, כי היו מחויבי מציאות, נוכח הביקורת שהושמעה כנגד השימוש התכוף בהסדרי למ"מ.

א. מדיניות "Neither Admit Nor Deny"

במשך שנים רבות, העדיף סגל האכיפה של ה-SEC להתקשר בהסדרים עם מפריס במקום לנהל כנגדם משפט, אשר יאלץ אותו להביא בפני בית המשפט את הראיות שנאספו כנגד אותם מפריס, ולתת לבית המשפט להכריע בעניין. על פי התבטאויות פומביות ופרסומים רשמיים של מנהלי ה-SEC לדורותיהם, העדפה זו נובעת משני מניעים עיקריים:

- (1) **רצון (לגיטימי לחלוטין) להימנע מהסיכונים הכרוכים מטיבם וטבעם בניהול תיק בבית משפט - כך למשל, בניהול משפט קיים תמיד הסיכון, כי סגל ה-SEC לא יצליח להוכיח את טענותיו, וגם אם יצליח, קיים סיכון כי בית המשפט לא יעניק לסגל האכיפה את כל הסעדים המבוקשים. כלומר, סגל ה-SEC עשוי למצוא את מחזיק בסופו של תהליך בפחות מכפי שהיה משיג באמצעות הסדר. יש לציין, כי מדיניות גידור סיכונים זו תורמת גם לכושר ההרתעה של ה-SEC, שכן בדרך זו, סגל ה-SEC בוחר לנהל רק את התיקים שאותם הוא משוכנע שהוא יכול לנצח, ובכך הוא מגדיל את סטטיסטיקת הניצחונות בבית משפט, שיש לה השפעה ישירה על יכולת המיקוח של הרשות במסגרת המשא ומתן להסדר הפשרה;**
- (2) **משאביה המוגבלים (באופן יחסי לשוק ההון האמריקאי, כמובן) של ה-SEC והצורך הטבעי שלה בבחירה קפדנית של הקרבות שאותם היא בוחרת לנהל עד תום - המחשה למוגבלות משאביה של ה-SEC ניתן למצוא בעדותה של יו"ר הנציבות (בזמנו) בפני ועדת משנה של הקונגרס האמריקאי לשירותים פיננסיים במהלך שנת**

2010, ולפיה על כ-3,800 עובדים של ה-SEC במשרה מלאה, מוטל לפקח על למעלה מ-35,000 גופים מפוקחים.⁴⁶

באיזו מידה מעדיף סגל האכיפה של ה-SEC להגיע להסדרים? מסתבר שבמידה רבה מאוד. במסגרת עדות בפני ועדה של הקונגרס לבחינת הסדרים הנעשים על ידי הרגולטורים בשוק ההון בשנת 2012, העריך ראש אגף האכיפה ב-SEC, כי שני שלישים (כ-67%) מכלל התיקים המטופלים על ידי אגף האכיפה מסתיימים בהסדר, ורק בשליש מהם מתנהל משפט.⁴⁷ יש לזכור, כי מדובר בהערכה בלבד, שכן מחקרים אמפיריים שבדקו את הסוגיה, מצביעים על שיעור גבוה משמעותית של הסדרים ביחס לתיקים מנוהלים. כך למשל, פרופ' Stavros Gadinis מאוניברסיטת ברקלי בקליפורניה, בחן את כל התיקים שניהל סגל האכיפה של ה-SEC כנגד גופים הרשומים כברוקר-דילר במהלך השנים 2005 עד הרבעון הראשון של 2007, וכן כל התיקים בתחום זה בשנת 1998. ממצאי בדיקה אמפירית זו העלו, כי סגל ה-SEC התקשר בהסדרי אכיפה בכ-90% מכלל התיקים שטופלו.⁴⁸ אליבא דכל הדעות, אם ידרוש סגל ה-SEC הודאת מפר כותנאי להתקשרות בהסדרי אכיפה, תהיה לכך השפעה ישירה על כמות ההסדרים, וסגל האכיפה של ה-SEC ימצא את עצמו נאלץ לנהל מספר גדול בהרבה של תיקים.⁴⁹

עינינו רואות, כי הסדרי האכיפה הינם נדבך קריטי ביכולתה של ה-SEC להתמודד עם מפרים של דיני ניירות הערך האמריקאיים, וכי למדיניות הלמל"מ מקום מרכזי בתמרוץ מפרים להתקשר בהסדרים אלה. לאור זאת, אין להתפלא, כי במשך שנים רבות נעשה שימוש בהסדרי למל"מ, ובשנת 1972 אף הגדילה ה-SEC לעשות עת פרסמה ברשומות כללים בקשר להסדרי אכיפה, וביניהם הכלל, כי סירוב להודות באישומים ובטענות ה-SEC, כמוהו כהכחשתם, אלא אם כן המפר או המשיב מצהירים, כי הם אינם מודים אך גם אינם מכחישים את האישומים. באמצעות כלל זה, ה-SEC ביקשה לגדוע פרקטיקה שהחלה להתפתח, שבמסגרתה, מיד לאחר התקשרות בהסדר שלא כלל הודאה, פתחו מפרים בקמפיין מתוקשר, ובו הכחישו את המיוחס להם בהסדר

46. דברי יו"ר ה-SEC, הגב' מרי שפירו, ב-<http://www.sec.gov/news/testimony/2010/ts031710mls.htm>; וראו גם עמ' 10 לדו"ח השנתי של ה-SEC לשנת 2013, לפיו עלה מספר העובדים במשרה מלאה לכ-4,000. <http://www.sec.gov/about/secpar/secfr2013.pdf>.

47. ראו: <http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/112-128.pdf>, עמ' 28 לפרוטוקול הדיון בוועדה.
48. Stavros Gadinis, "The SEC and the Financial Industry: Evidence from Enforcement Against Broker-Dealers", *67 Bus. Law.* 679, 698 (2012).
id1333717.pdf. כפי שפורסם ב: <http://www.ssrn.com>.

49. ראו לדוגמה, הערכת ראש אגף האכיפה של ה-SEC במסגרת עדותו בפני ועדת הקונגרס, כמו גם הערכותיהם של נציגים של רגולטורים נוספים בשוק ההון האמריקאי, הי"ש 47 לעיל.

והסבירו, כי התקשרו בהסדר רק כדי להימנע מהעלויות הכרוכות בניהול תיק בבית משפט.⁵⁰

כך, במשך עשרות שנים נהגה ה-SEC עם המפרים שאיתרה, כאשר מעת לעת חידדה הנציבות היבטים שונים של מדיניות זו. בשנת 2003 למשל, הודיעה הנציבות, כי בתיקים שבהם מעניק בית המשפט סעד מניעתי, ובכלל אלה גם הסדרי למל"מ, יש להתייחס לעובדות המפורטות בהחלטות אלה כאל עובדות מוכחות במסגרת הליכים משמעותיים ומינהליים (כגון הליכי רישוי) המתנהלים כנגד אותם מפרים.⁵¹ כמו כן, בשנת 2012, הודיעה ה-SEC, כי לא תתקשר בהסדרי למל"מ כאשר המפרים כבר הודו במסגרת הליך פלילי מקביל שהתנהל כנגדם.⁵²

ב. הביקורת כנגד הסדרי למל"מ

בד בבד עם עשיית שימוש נרחב בהסדרי למל"מ, החלו בארצות-הברית להישמע יותר ויותר קולות המבקרים פרקטיקה זו. השימוש הנרחב ולמעשה סדרתי בהסדרי אכיפה, הביא לכך שה-Division of Enforcement זכה לכינוי הלא מחמיא במיוחד - "Division of Settlement",⁵³ אך חשוב מכך, לטענת המבקרים, יש בפרקטיקה זו כדי לפגוע בהרתעה. כפי שמסביר פרופ' ג'ון קופי מאוניברסיטת קולומביה בניו-יורק, הרציונל לפיו פועלת ה-SEC הוא, כי הסדרי אכיפה מהירים מניבים כסף מהיר המסייע בפיצוי נפגעים. אולם לטענתו, מיקסום הפיצוי לנפגעים גורר אחריו את הקטנת ההרתעה. בהקשר זה, מוסיף פרופ' קופי וטוען, כי הפיצוי האמיתי מגיע למעשה מתביעות אזרחיות, ואלה רק ירוויחו אם סגל האכיפה של ה-SEC יתחיל לדרוש הודאות במסגרת הסדרי אכיפה. לכן, טוען קופי, כי טוב תעשה ה-SEC אם תשאף למקסם את ההרתעה, שכן תוצר לוואי של מהלך זה יהיה מיקסום הפיצוי לנפגעים.⁵⁴

אולם, אין ספק, כי המבקר החריף ביותר כנגד הסדרי למל"מ הוא שופט בית המשפט הפדרלי במנהטן, ג'יד ראקוף, אשר הביע את תהיותיו ואת ביקורתו הנוקבת כנגד פרקטיקה זו בטרילוגיה של החלטות בין השנים

50. ראו למשל, סקירה מאלפת בנושא פרי עטו של השופט ג'יד ראקוף, במסגרת החלטתו בעניין **חברת Vitesse Semiconductor Corp.**: *Vitesse Semiconductor Corp. v. SEC*, 771 F. Supp. 2d 304, 308 (S.D.N.Y. 2011).

51. George L. Miles, "Let Judges Judge: Advancing A Review Framework for Government Securities Settlements Where Defendants Neither Admit nor Deny Allegations", *46 Connecticut Law. Rev.* 1111, 1145 (2012).

52. שם, וראו גם המקורות המאזכרים על ידי Miles.

53. John C. Coffey, Jr., "Neither Admit Nor Deny: Practical Implications of SEC's New Policy", *The CLS Blue Sky Blog* (July 22, 2013) at: <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/07/22/neither-admit-nor-deny-practical-implications-of-secs-new-policy>

54. שם, שם.

2011-2009, בעניין Bank of America (להלן: "פרשת BoA"), בעניין חברת הטכנולוגיה Vitesse Semiconductor Corp. (להלן: "פרשת ויטס") ובעניין Citygroup Global Markets Inc. (להלן: "פרשת סיטיגרופ").⁵⁵

פרשת BoA התבססה על טענות ה-SEC, לפיהן הבנק הטעה את הציבור במסגרת החומרים שפורסמו לציבור לקראת אסיפת בעלי המניות, שבה התבקשו בעלי המניות לאשר את רכישת מריל לינץ' תמורת 50 מיליארד דולר. אחת הטענות המרכזיות בהקשר זה הייתה, כי הבנק דיווח לציבור שמריל לינץ' הסכימה לוותר על תשלום בונוסים ועל תשלומים נוספים לבכיריה, בעוד שלאמתו של דבר, הבנק אישר למריל לינץ' לשלם לבכיריה בונוסים בסכום מצטבר של עד 5.8 מיליארד דולר.⁵⁶ במסגרת ההסדר, ומבלי לדרוש מהבנק להודות או להכחיש במיוחד לו, הוסכם כי הבנק יימנע מדיווחים מטעים וכוזבים בעתיד וישלם קנס בגובה 33 מיליון דולר. ההסדר הובא בפני בית המשפט, והשופט ראקוף דחה אותו, תוך השמעת ביקורת שאינה משתמעת לשני פנים. ראשית, הביע השופט ראקוף ביקורת על כך שההסדר מעניש את בעלי המניות, לאחר שאלה כבר נדרשו לשלם את הבונוסים השערורייתיים של בכירי מריל לינץ', שכן הקנס משולם מכספי החברה. בהחלטתו, קבע השופט כי הסדר כזה, שבו נדרשים קורבנות הפרת החוק לשלם את הקנס בגין המעשים שפגעו בהם, אינו סביר ואינו הוגן.⁵⁷ שנית, הביע השופט ראקוף את ביקורתו כנגד סבירות ההסדר, בכך שה-SEC נמנעה מפתיחה בהליכים כנגד הנהלת הבנק ועורכי הדין שלו, וזאת בניגוד למדיניות המוצהרת של הנציבות במקרים מסוג זה.⁵⁸ שלישית, קבע השופט ראקוף, כי ההסדר לוקה בסבירותו, שכן במסגרת ההסדר, הבנק אמור להימנע מהטעיית משקיעים בעתיד. משמעותו הפרקטית של סעד מניעתי זה הוא, כי במידה שהבנק יפר התחייבות זו, הוא יימצא אחראי גם לביזיון בית משפט. אולם השופט ראקוף הצביע על העובדה, כי הבנק, במסמך שהגיש לבית המשפט במסגרת ההסדר, אינו רואה כל פגם בדיווח שנעשה לציבור ערב הצבעת בעלי המניות. במקרה זה, תהה השופט ראקוף, איזה טעם יש בהענקת סעד מניעתי, שעה שלא ברור מהם המעשים שעל הבנק להימנע מהישנותם.⁵⁹

55. שלוש ההחלטות הן: SEC v. Bank of America, 653 F. Supp. 2d 507 (S.D.N.Y. 2009); SEC v. Vitesse Semiconductor Corp., 771 F. Supp. 2d 304 (S.D.N.Y. 2011); SEC v. Citygroup Global Mkts. Inc., 827 F. Supp. 2d 328 (S.D.N.Y. 2011).

56. ראו למשל, Michael C. Macchiarola, "Hallowed by History, but Not by Reason: Judge Rakoff's Critique of the Securities and Exchange Commission's Consent Judgment Practice," 16 CUNY L. Rev. 51, 55 (2012).

57. ראו עניין BoA, ה"ש 55 לעיל, עמ' 510.

58. שם.

59. שם, עמ' 511-512.

לאחר דחיית ההסדר וקביעת מועד לשמיעת המשפט, הצדדים חזרו לחדר המשא ומתן, וכעבור מספר חודשים שבו עם הסדר חדש. במסגרת ההסדר החדש, עלה הקנס מ-33 מיליון דולר ל-150 מיליון דולר, ונקבעו מנגנונים ברורים וצעדים מניעתיים המעניקים משמעות ממשית יותר להתחייבות להימנע מהטעיית הציבור בעתיד. אמנם השופט ראקוף לא טרח להסתיר את חוסר שביעות רצונו גם מההסדר החדש (שאותו כינה "half-baked justice at best"⁶⁰), אך בכל זאת החליט לאשר אותו.

פרשת **ויטס** (Vitesse) נולדה כתוצאה ממדיניות ארוכת שנים שהייתה נהוגה בלא מעט חברות טכנולוגיה בארצות-הברית בסוף שנות ה-90 ובתחילת שנות ה-2000, ובמסגרתה נקבע שוויון של אופציות שהוענקו לעובדים ולנושאי משרה רטרואקטיבית, באופן המיטיב עם מקבלי האופציות, אך מבלי לקבל את הביטוי הנדרש בדוחותיהן הכספיים של אותן חברות. במקרה זה, התקשרה ה-SEC בהסדר אכיפה עם החברה ועם שני נושאי משרה בה, אך לרוע מזלה של ה-SEC, ההסדר הובא לאישורו של השופט ראקוף. במסגרת ההסדר, חברת ויטס נדרשה לשלם קנס בסך 3 מיליון דולר ולהימנע מלעבור בעתיד על שורה של הוראות חוק הקשורות בחובות דיווח לציבור, ואילו שני נושאי המשרה בחברה נדרשו לשלם קנסות בסכומים נמוכים יחסית הנעים בין כ-50,000 דולר לכ-160,000 דולר, כשעל האחד נאסר לשמש כנושא משרה בחברה ציבורית ללא הגבלת זמן, ועל השני נאסר לעבור בעתיד על אותן הוראות חוק שפורטו בעניינה של החברה.

משום מה, ה-SEC הניחה, כי השופט ראקוף יאשר את ההסדר באופן מיידי וללא דיון נרחב בנושא, אך בפועל ההליך התנהל בצורה שונה לחלוטין. השופט ראקוף דרש מה-SEC להסביר בכתב, מדוע עליו לאשר את ההסדר המוצע, וכיצד עומד ההסבר בדרישות החוקיות הרלוונטיות לאישור בית משפט, ולהתייבב לאחר מכן, ביחד עם יתר הצדדים להסדר, לדיון בפניו בסוגיה. בסופו של תהליך ולאחר התדיינות בעניין, קבע השופט, כי על אף שבמבט ראשון נראה, כי ההסדר אינו ראוי לאור גובה הקנסות הנמוך מחד, ולאור העובדה, כי הפרות החוק נמשכו בצורה שיטתית במשך למעלה מעשור מאידך, ועל אף שהמפרים לא הודו ולא הכחישו את המיוחס להם - החליט הוא לאשר את ההסדר, בקבעו כי ההסדר הינו הוגן, סביר, ראוי ומשרת את האינטרס הציבורי.⁶¹ אולם במסגרת ההחלטה אשר ניתנה במרץ 2011, ביקר השופט בחריפות את הפרקטיקה של הסדרי למלי"מ ואת העובדה, כי בהיעדרה של תשתית עובדתית מוסכמת (או לחלופין, מוכחת), לבית המשפט קשה להעריך את סבירות והוגנות ההסדר. השופט ראקוף הוסיף וטען, כי בהחלט ייתכנו

60. SEC V. Bank of America Corp., (Bank of America Opinion II), 2010 WL 624581 (S.D.N.Y. February 22, 2010) at p. 5.

61. ראו עניין **ויטס**, הי"ש 55 לעיל, עמ' 308.

מקרים שבהם חוסר הסבירות של ההסדר יהיה כה בולט, עד כדי הצדקת פסילתו בבית משפט.⁶²

בחלוף כחצי שנה ממועד ההחלטה בעניין **ויטס**, השופט ראקוף התבקש לאשר את הסדר הלמל"מ בפרשת **סיטיגרופ**. מתיאור העובדות בהחלטה שהציג השופט בפרשה זו עולה, כי בתחילת שנת 2007 הבינה סיטיגרופ, כי ניירות ערך מסויימים בהם כספה מושקע, המגובים במשכנתאות שניתנו ללווים בעלי כושר פירעון נמוך, מאבדים מערכם. על מנת להתמודד עם הבעיה, יצרה החברה קרן שהשקיעה, בין היתר, בניירות ערך אלה, ושיווקה את הקרן ללקוחותיה, למרות הערכתה, כי הקרן עתידה לאבד מערכה באופן ממש. במקביל, השקיעה סיטיגרופ במכשיר פיננסי שמשמעותו הכלכלית הייתה למעשה, יצירת "פוזיציות שורט" על תיק ההשקעות של אותה קרן. כתשעה חודשים לאחר שיווק הקרן, היא קרסה, תוך מחיקה כמעט מוחלטת של השקעתם של כ-15 משקיעים (שהשקיעו כ-843 מיליון דולר). סיטיגרופ הרוויחה מההרפתקה הפיננסית הזו לפחות 160 מיליון דולר בעמלות ורווחי הון.

במסגרת הסדר האכיפה שהובא בפני השופט ראקוף לאישור, נדרשה סיטיגרופ להשיב את רווחיה מהעסקה האמורה בסך 160 מיליון דולר, להוסיף על סכום זה ריבית בגובה של 30 מיליון דולר, וכן לשלם קנס בגובה של 95 מיליון דולר. כמו כן, סיטיגרופ התחייבה לגבש ולהטמיע תהליכי עבודה פנימיים ובקורות למניעת מעשים, כדוגמת אלה המיוחסים לה בהסדר, במשך שלוש שנים, וכן התחייבה להימנע מהפרות חוק דומות בעתיד. סיטיגרופ הסכימה להסדר, מבלי להודות ומבלי להכחיש את המעשים המיוחסים לה, ומכיוון שההסדר כלל סעד מניעתי עתידי (התחייבות להימנע מהפרות חוק דומות בעתיד), הוא הובא בפני בית משפט לאישור, שכן לאחר קבלת תוקף של פסק דין, הפרת ההתחייבות מצד סיטיגרופ תעלה כדי ביזיון בית משפט ותאפשר ל-SEC לנקוט צעדי אכיפה מהירים כנגד החברה.

הפעולה הראשונה שביצע השופט ראקוף עם הבאת ההסדר בפניו, הייתה הפניית סדרת שאלות לצדדים, אשר יידונו בדיון בהול שנקבע כשבועיים לאחר מינויו של השופט לתיק. שאלות אלו עסקו בקשת רחבה של נושאים, החל מאופן חישוב הקנס ועד לשאלות ערכיות-עקרוניות, כמו למשל, פסיקת קנסות כנגד נתבע שאינו מודה ואינו מכחיש את המעשים המיוחסים לו. וכאילו לא די היה ב"פצצה" שהטיל השופט ראקוף בדמות השאלות והדיון הבהול בתוכני ההסדר, התעורר סביב ההסדר דיון ציבורי ער ונרחב. גופים שונים (כגון חברות הביטוח המעורבות בתובענות הפרטיות שהוגשו בקשר למקרה), ביקשו להצטרף להליך בפני השופט ראקוף (אם כי כל הבקשות נדחו), ובתקשורת סערו הרוחות

62. שם, עמ' 310.

סביב חוסר יכולתה של ה-SEC להתמודד כראוי עם אותה חברה-בת מקבוצת סיטיגרופ, שהיאשמה בביצוע מעשי תרמית בניירות ערך חמש פעמים מאז 2003, ובכל פעם נחלצה מהליכי האכיפה שנפתחו כנגדה באמצעות הסדרי למל"מ.⁶³ בהקשר זה, תהו גורמים בתקשורת, מדוע ה-SEC נמנעת מלאכוף כנגד סיטיגרופ את תנאי ההסדרים הקודמים, שגם במסגרתם התחייבה החברה להימנע מהפרות חוק בעתיד, ומומחים הביעו ביקורת על כך שה-SEC נמנעה מלנקוט הליכים כנגד בכירי החברה, והסתפקה בהערכת רווח של כ-160 מיליון דולר, על אף שנשמעו דעות על כך שהרווח היה לפחות 624 מיליון דולר, ואולי אף למעלה מכך.⁶⁴

על רקע זאת, התקיים הדיון באולמו של השופט ראקוף בבית המשפט הפדרלי במנהטן. ה-SEC הגנה בלהט על ההסדר ועל סמכותה להתקשר בהסדרים על פי שיקול דעתה, והתייחסה לסבירות של הסדרי למל"מ בכלל, ושל ההסדר עם סיטיגרופ בפרט. גם סיטיגרופ הגנה על ההסדר, תוך שהיא שופכת אור נוסף על התהליכים שקדמו לאותו הסדר, ובכלל זה: קיומה של חקירה שנמשכה מספר שנים, בדיקת מיליוני מסמכים וגביית עדויות מנושאי משרה ועובדים. כמו כן, סיטיגרופ הדגישה, כי על פי המפורט בכתב התביעה שהגישה ה-SEC, לא מיוחסת לה כוונה להפר את החוק.⁶⁵ בסופו של דבר, נתן השופט ראקוף את החלטתו בחודש נובמבר 2011.

במסגרת החלטה זו, קבע השופט, כי ההסדר אינו סביר, אינו הוגן, אינו ראוי ואינו משרת את האינטרס הציבורי. השופט ראקוף טרח להדגיש פעם אחר פעם, כי אין הוא בהכרח מלין על דוקטרינת Neither Admit Nor Deny, שכן דוקטרינה זו תואמת את הוראות החוק. עם זאת, במקרה הקונקרטי שהובא בפניו, כאשר החברה אינה מודה (או מכחישה) בבסיס העובדתי להסדר ובטענות הנטענות כנגדה, סבר השופט, כי אינו יכול לבחון ולהעריך את ההסדר, את סבירותו ואת הוגנותו, ועל כן סירב לאשר את ההסדר. אמנם ה-SEC טענה באותו מקרה, כי הציבור מכיר את עובדות המקרה והדגישה, כי סיטיגרופ לא הכחישה אותן, אך אליבא דשופט ראקוף, טענות אלה אינן משכנעות, ובהיעדר הודאה, אין לפירוט העובדתי הנטען על ידי ה-SEC שום ערך ראייתי, ולשופט הנדרש לאשר את ההסדר אין שום דרך לדעת, אם אכן מדובר בהסדר ובסעדים מבוקשים שאכן מוצדק לאשר. עוד העיר השופט, כי בדיונים שנערכו בפניו, עלה בצורה הברורה ביותר, כי סיטיגרופ אינה מודה בעובדות הנטענות ובאחריותה הנטענת, וכי תכחיש אותן נמרצות בליטיגציה פרטית עתידית.

.63 ראו ה"ש 51 לעיל, עמ' 1122-1123.

.64 שם, עמ' 1123-1124.

.65 שם, עמ' 1125-1127.

בהקשר זה, קבע השופט, כי צדדים לליטיגציה פרטית יכולים להתקשר בהסכמים גם כאשר הם אינם מסכימים על עובדות, אך במצב שבו גוף ציבורי מבקש מבית משפט להפוך לשותפו לפעולת האכיפה באמצעות אישור סעדים מניעתיים רחבים שהפרתם תעלה כדי ביזיון בית משפט, על הציבור ובית המשפט לדעת, מהן העובדות שעל בסיסן מוטלים סעדים אלה. על פי השופט ראקוף, בהיעדר בסיס עובדתי ברור, בית המשפט הופך למעשה, לחותמת גומי להסדר שהינו תוצאת משא ומתן שנערך בחדרי חדרים בין הצדדים, ומהציבור נמנעת, הלכה למעשה, היכולת לדעת מה באמת התרחש באותה פרשה. בנסיבות אלו, נתפס הקנס, בוודאי בקרב השחקנים הרלוונטיים בשוק ההון, כ"עלות העסקה", ובכך נפגעת מאוד ההרתעה. לקראת סוף החלטתו, חזר שוב השופט ראקוף על העיקרון הבסיסי שהנחה אותו, לפיו סעדים שיפוטניים חייבים להיות מבוססים על עובדות ברורות ומוצקות. על כן, קבע השופט, כי: (א) ההסדר אינו סביר, שכן לא ניתן לבחון את סבירותו על בסיס כתב טענות בלבד; (ב) ההסדר אינו הוגן והולם, שכן בהיעדר תשתית ראייתית, אין לבית המשפט שום דרך לבחון דרישות אלה; (ג) ההסדר אינו משרת את האינטרס הציבורי, מכיוון שלא האיר את עיני הציבור לגבי התנהלותה של סיטיגרופ, ולא סייע לקורבנות התרמית לתבוע את המגיע להם.

ג. תגובת ה-SEC לביקורת - סייגים למדיניות ארוכת שנים

מטבע הדברים, ה-SEC לא יכלה להשלים עם ביקורתנו הנוקבת של השופט ראקוף ועם החלטתו הבוטה לדחות את ההסדר עם סיטיגרופ, ולכן מיהרה והגישה ערעור (ביחד עם סיטיגרופ) כנגד החלטה בפני בית המשפט הפדרלי לערעורים. אולם, עוד בטרם התקבלה החלטה סופית בערכאת הערעור, נקטה ה-SEC מהלך יזום והכריזה על עדכון מדיניותה ארוכת השנים בקשר עם הסדרי למ"מ. ההכרזה הדרמטית נעשתה על ידי יו"ר ה-SEC, עו"ד מרי ג'ו-ווייט, במסגרת כנס שערך הוול-סטריט ג'ורנל בחודש יוני 2013, עת הודיעה, כי במקרים המתאימים, תשקול הנציבות לדרוש ממפרים הודאה במעשים המיוחסים להם כתנאי להתקשרות בהסדר אכיפה.⁶⁶ כמו כן, התברר, כי מספר ימים קודם להצהרה זו, שלחו מנהלי אגף האכיפה הודעת דואר אלקטרוני לכל סגל הנציבות, ובה הודיעו, כי כאשר המפרים ביצעו מעשים חמורים במיוחד, כאשר נזק כבד למשקיעים רבים, ובמקרים של שיבוש חקירת הנציבות, ייתכן כי יש מקום לדרוש מהמפרים הודאה במסגרת הסדר אכיפה. מנהלי אגף האכיפה ביקשו מסגל הנציבות במסגרת הודעת

66. ראו הדיווח על הצהרה זו בעיתון "הוושטינגטון פוסט" מיום 18 ביוני 2013, בכתבתה של דינה אל-בגדאדי, באתר העיתון באינטרנט:

http://www.washingtonpost.com/business/economy/sec-to-require-admissions-of-guilt-in-some-settlements/2013/06/18/9eff620c-d87c-11e2-a9f2-42ee3912ae0e_story.html

דוא"ל זו, לנסות ולבחון דרכים ליישום אופן חשיבה זה בתיקים המטופלים על ידם.⁶⁷

על פניו נראה, כי מדובר ברעידת אדמה של ממש במדיניות האכיפה של הנציבות. עם זאת, מבט מעמיק יותר מגלה, כי הצהרות לחוד ומעשים לחוד. ראשית, למיטב ידיעתנו, עד למועד כתיבת מאמר זה, ה-SEC לא פרסמה כללי התנהלות ברורים בקשר לתנאים הנדרשים לצורך התקשרות בהסדרי למל"מ, וכל מי שמכיר את ה-SEC ואת שיטת פעולתה, אמור להבין שרוב המרחק בין הודעת דוא"ל פנימית ואמירה של יו"ר הנציבות במהלך כנס ציבורי ובין שינוי יסודי של פרקטיקה רבת-שנים, המהווה נדבך מרכזי (ויש שיאמרו עיקרי) בהפעלת זרוע האכיפה של ה-SEC. זו גם דעתו של פרופ' ג'ון קופי, המכיר את פעילות ה-SEC היטב. לדידו, ספק רב אם הנציבות אכן מתכוונת לדרוש מעתה הודאות בהסדרי אכיפה, שכן יהיה בכך כדי להקטין את מספר התיקים המטופלים על ידי אגף האכיפה, שיצטרך להשקיע משאבים רבים יותר בניהול משפטים רבים יותר.⁶⁸ לדעת פרופ' קופי, בכל מקרה, משמעותה הסמלית של הצהרת יו"ר הנציבות היא, כי השופט ראקוף ניצח, וכי הפרקטיקה רבת-השנים של הסדרי למל"מ, במתכונתה המסורתית, פשוט אינה עומדת עוד בביקורת הציבורית.

ד. החלטת בית המשפט הפדרלי לערעורים בעניין סיטיגרופ - הקרב הוכרע, אך עוד לא נאמרה המילה האחרונה

ביום 4 ביוני 2014, נתן בית המשפט הפדרלי לערעורים את החלטתו הסופית בערעור שהוגש על ידי הנציבות וסיטיגרופ. לכאורה, היה ניתן לצפות מבית המשפט לערעורים להביע את עמדתו לגבי הסדרי למל"מ באופן סדור וברור, ולהתוות את הפרמטרים והשיקולים הרלוונטיים שיש לבחון ולשקול בהתקשרות בהסדרים אלה. אך בפועל, בית המשפט לערעורים בחר ללכת בדרך אחרת לחלוטין. למעשה, לאורך כל ההחלטה, על 29 העמודים שבה, אין ולו התבטאות אחת ממנה ניתן ללמוד, מה שופטי ההרכב חושבים על הפרקטיקה רבת-השנים של הסדרי למל"מ.⁶⁹ במקביל, בית המשפט לערעורים קבע, כי ההחלטה, אם להתקשר בהסדר שאינו כולל הודאת מפר בעובדות ובמיוחס לו, או שלא להתקשר בהסדר כזה כלל, אינה בסמכותו של בית המשפט, וכי מדובר בעניין המצוי בתחום שיקול דעתה של ה-SEC.

67. שם.

68. ראו קופי, הי"ש 53 לעיל.

69. ההתבטאות הקרובה ביותר להבעת דעה בעניין נמצאת בעמ' 22 להחלטה, שם נקבע, כי בית משפט המתבקש לאשר הסדר אכיפה צריך לוודא, כי קיים בסיס עובדתי להסדר המוצע, וכי במקרים רבים, הפירוט והטענות המפורטים במסמכים המוגשים על ידי ה-SEC, גם כאשר אלה לא אושרו ולא הוכחו על ידי המפר, יספיקו לצורך העניין.

ערכאת הערעור ביקרה את החלטתו של השופט ראקוף שנדרש לשאלה, אם ההסדר המוצע בעניין **סיטיגרופ** הוא סביר, הוגן, ראוי ואינו פוגע באינטרס הציבורי, וקבעה כי מדובר בהתערבות רבה מדי בשיקוליה של הרשות המינהלית. בית המשפט לערעורים קבע, כי בעבר כל שנדרש משופט המתבקש לאשר הסדר אכיפה, הוא לבחון את סבירותו ואת הוגנותו, ועתה הוסיפה ערכאת הערעור, כי במקרים בהם מתבקש במסגרת ההסדר גם סעד מניעתי, על בית המשפט לבחון גם, כי ההסדר אינו פוגע באינטרס הציבורי. אולם בית המשפט לערעורים הבהיר בצורה שאינה משתמעת לשני פנים, כי הדרישה שההסדר יהיה גם "ראוי" (adequate), כלל אינה צריכה להיות חלק מהמשוואה, וכי על אף שמדובר באחד הקריטריונים לבחינת הסדרי פשרה בתובענות ייצוגיות, אין מדובר בשיקול רלוונטי בבחינת הסדרי אכיפה שמציע רגולטור.

בהחלטתה, הפכה ערכאת הערעור את הדיון הערכי-עקרוני בהסדרי למל"מ לדיון פרוצדורלי במרכיבי אישור ההסדר. על פי ההחלטה בעניין **סיטיגרופ**, בבואו לאשר או לפסול הסדר אכיפה המובא לפתחו על ידי ה-SEC, נדרש בית המשפט לבחון, לכל הפחות, את אלה: (1) חוקיות ההסדר; (2) האם ההסדר, על כל פרטיו, ברור ומובן; (3) האם ההסדר אכן מביא לסיום את הפשרה ומתייחס לכל הטענות המיוחסות למפר בכתב התביעה; (4) האם ההסדר נגוע בשחיתות כלשהי. עוד קבעה ערכאת הערעור, כי השופט ראקוף חרג מסמכותו, עת דרש מה-SEC לבסס את "אמיתות" הטענות המיוחסות לסיטיגרופ כתנאי לאישור ההסדר. ערכאת הערעור הסבירה, כי לשם כך נערכים משפטים, ואילו הסדרים נועדו לקדם את ערך הפרגמטיות ולאפשר לצדדים (ולא לבית המשפט) לנהל את סיכונים, ולפיכך הסדרים מלאים בפשרות, ואין לדרוש, כי יכילו אמיתות מוכחות ומוחלטות. על כן, במרבית המקרים, הטענות והעובדות המפורטות בהסדר, גם אם לא אושרו או הוכחו על ידי המפרים, בהחלט יספקו לצורך בחינת ההסדר. בחינה ראייתית מעמיקה יותר עשויה להידרש מקום בו מתעורר חשד, כי ההתקשרות בין הצדדים נגועה בשחיתות או באי-תקינות כלשהי.

בית המשפט לערעורים התווה גם את השיקולים הנוספים שיש לשקול כאשר מתבקש, במסגרת ההסדר, סעד מניעתי. במקרים אלה, על הצד המבקש את הסעד להראות, כי: (1) נגרם לו נזק בלתי הפיך; (2) פיצוי כספי לא יספיק לתיקון הנזק; (3) במסגרת מכלול האינטרסים הרלוונטיים, מוצדק להטיל את הסעד המניעתי; (4) האינטרס הציבורי לא ייפגע בקשר לסעד המניעתי. ודוק, בקשר לשיקול האחרון, הוסיפה ערכאת הערעור וקבעה, כי הגוף האמון על האינטרס הציבורי בהקשר זה, הוא ה-SEC, וכי מדובר בסוגיה המצויה ככלל בתחום שיקול דעתה.

לכאורה, במבט ראשון נראה, כי החלטת בית המשפט הפדרלי לערעורים בעניין **סיטיגרופ**, נועלת את הדיון הציבורי הער שהתקיים בקשר עם הסדרי למל"מ, וזורקת את המפתח למצולות. לאמיתו של דבר, ערכאת

הערעור פתחה פתח צר, שבמסגרתו בתי משפט יכולים להתערב בהסדרי אכיפה המובאים לפתחם על ידי ה-SEC, ואם למישהו היה ספק, שמא הדבר חמק מעיניהם של בתי המשפט, הרי שהחלטה שניתנה בהסדר למל"מ אחר תוך פחות משבועיים לאחר החלטת ערכאת הערעור בעניין **סיטיגרופ** הבהירה, כי הגחלים עדיין לוחשות, וכי הדיון עלול להתלהט ולבעור מחדש בהגיע המקרה המתאים. בהחלטה זו שניתנה ביום 17 ביוני 2014, דן השופט ויקטור מרארו (עמיתו של השופט ראקוף בערכאה הראשונה בבית המשפט הפדרלי במנהטן) בהסדר אכיפה שהובא בפניו בעניין **CR Intrinsic Investors LLC** (להלן: "**פרשת אינטרינזיק**").⁷⁰ באותו מקרה, הובאה בפני השופט מרארו בקשה לאישור הסדר למל"מ עם מפרים שנטען כנגדם, כי היו מעורבים בשימוש במידע פנים אשר הניב להם רווחים בסך כ-275 מיליון דולר. הבקשה הובאה בפני השופט עוד בחודש מרץ 2013, כשבמקביל, נפתחו כנגד המפרים גם הליכים פליליים. בהחלטת ביניים שניתנה בסמוך לאחר הגשת הבקשה, הביע השופט מרארו את חוסר נוחותו מאישור ההסדר, עקב העובדה, כי במסגרת ההליכים הפליליים שהוגשו כנגדם, הכחישו בתוקף המעורבים בפרשת **אינטרינזיק** את ההאשמות המיוחסות להם, אך במסגרת ההליך האזרחי בו פתחה ה-SEC, "התנדבו" המפרים, שלא הודו במיוחס להם במסגרת ההסדר, לשלם סכום מצטבר העולה על 600 מיליון דולר (הסכום כולל השבת רווחים, ריבית וקנסות לכל המעורבים, ביחד ולחוד). בהקשר זה, השופט לא היה יכול שלא לתהות, כיצד זה נתבעים המכחישים בתוקף את המיוחס להם בהליך הפלילי המקביל, נכונים לשלם סכום כסף כה משמעותי בהליך האזרחי, וכי האם אין בכך כדי להעיד על אשמתם. עם זאת, לאור הערעור התלוי ועומד באותה עת בעניין **סיטיגרופ**, השהה השופט מרארו את החלטתו הסופית בעניין **אינטרינזיק** עד למתן פסק דין בערכאת הערעור בעניין **סיטיגרופ**.

למרבה מזלה של ה-SEC, בין לבין, הורשעו חלק מהמעורבים בפרשת **אינטרינזיק** במשפטם הפלילי, ואילו יתר המעורבים הודו במסגרת הסדר טיעון, ובכך למעשה, ניתן מענה לתהיותיו של השופט ולחששו מפני פגיעה באינטרס הציבורי בעקבות אישור ההסדר. בסיכומו של עניין, השופט החליט לאשר את הסדר האכיפה שהובא בפניו, תוך שהוא מוסיף, כי במקרים שבהם מתנהלים הליכים פליליים במקביל להליכים האזרחיים, טוב תעשה ה-SEC אם תמתין מעט על מנת לבחון את ההתפתחויות בחזית הפלילית, ולא תזדרז להתקשר עם המפרים בהסדרי אכיפה. החלטה זו מלמדת, כי טרם נאמרה המילה האחרונה בקשר להסדרי למל"מ, וכי אך במקרה - הודות להתפתחויות בהליכים הפליליים המקבילים - לא נפתחה כאן חזית חדשה. קיים יסוד סביר להניח, כי במקרה המתאים הבא שיתגלגל לפתחם של השופט ראקוף,

70. *Securities and Exchange Commission v. CR Intrinsic Investors, LLC et al.*, Civil Action No. 8466 (VM).

השופט מרארו או שופטים אחרים המחזיקים בעמדות ובדעות דומות, ישמש הדיון בשאלת התקיימותו של אינטרס ציבורי בהסדר האכיפה, כפלטפורמה לחידוש הפולמוס הערכי-עקרוני בקשר להסדרי למל"מ.

5. בחזרה לארץ ודברי סיכום

על פניו נראה, כי ביקורתה של ועדת האכיפה המינהלית תואמת את מקבילותיה האמריקאיות בקשר להסדרי למל"מ. כפי שהודגם לעיל, ועדת האכיפה המינהלית הביעה ספקות לגבי שניים מתוך התנאים שבהם נדרש הסדר אכיפה לעמוד: (1) קיומה של תשתית ראייתית מספקת היוצרת "יסוד סביר להניח" כי בוצעה הפרה; (2) אי-פגיעה באינטרס הציבורי חרף אי-הודאת המפר במסגרת ההסדר. מניתוח הביקורת כנגד הסדרי למל"מ בארצות-הברית עולה, כי גם שם, שני הנושאים שעמדו במרכז הביקורת, היו שאלת קיומה של תשתית ראייתית מבוססת דיה להצדקת ההסדר, והחשש מפגיעה באינטרס הציבורי עקב אי-ההודאה.

עם זאת, ולמרות הדמיון הלכאורי, אין לטעות ולחשוב, כי ניתן בהכרח לגזור גזירה שווה בין הנעשה בארץ לנעשה בארצות-הברית.

ראשית, ההקשר הדיוני בשתי מערכות המשפט שונה לחלוטין. בארצות-הברית מדובר בהליכים אזרחיים המתנהלים בבית משפט פדרלי במתכונת שאינה קיימת כלל בארץ. באותם מקרים, ה-SEC אוספת ראיות, תוך שימוש בסמכויות חקירה מוגבלות ולא פליליות (כך למשל, ובניגוד לסמכויות של חוקרי רשות ניירות ערך בישראל, אין ל-SEC סמכות לעזור חשודים, ואין לה סמכות לערוך חיפושים במשרדים ובבתי חשודים), ועל בסיס ראיות אלה, מגישה לבית משפט פדרלי כתב תביעה אזרחי, שבמסגרתו בית המשפט מתבקש להטיל על הנתבעים סנקציות, כגון: עיצומים כספיים, השבת כספים שהושגו תוך הפרת חוק, הגבלות עיסוק ומסחר בניירות ערך וכיו"ב. ודוק, מדובר בהליך אזרחי לכל דבר ועניין, שבתחום אכיפת דיני ניירות ערך, אין לו מקבילה בישראל. רשות ניירות ערך אינה יכולה להגיש כתבי תביעה לבית המשפט ולבקש, כי על הנתבעים יוטלו עיצומים כספיים. הסדרי האכיפה שבהם מתקשרת ה-SEC, מביאים לסיום הליך שיפוטי ומקבלים תוקף של פסק דין. על כן, על הסדרים אלה לעמוד בתנאים המינימליים שבהם נדרש לעמוד כל פסק דין. עם זאת, בישראל, מדובר בהליכים מינהליים, המתנהלים לאורם של עקרונות המשפט המינהלי ומטרות הרגולציה בשוק ההון, ללא מעורבות של בית המשפט בתהליך גיבוש ואישור הסדר האכיפה.

שנית, וכפועל יוצא של ההקשר הדיוני השונה, גם התוצאה המשפטית של סוגי הדיונים השונים בארצות-הברית ובארץ היא שונה. בארצות-הברית, הפנייה לבית המשפט בבקשה, כי ייתן תוקף של פסק דין להסדר אכיפה, נובעת מהעובדה, כי ישנם סוגי סעדים שרק בית משפט יכול להעניק. הדוגמה

המובהקת בהקשר זה, היא הסעד המניעתי שאותו מבקשת ה-SEC כדבר שבשגרה בהסדרי למל"מ. במסגרת סעד מניעתי זה, המפר מחוייב להימנע מביצוע הפרות חוק המוגדרות מראש למשך תקופה מסויימת, ואי-עמידה בחובה זו, משמעותה ביזיון בית משפט, אשר יכול לשמש כבסיס להליך משפט מהיר כנגד המפר. כלומר, ה-SEC פונה לבית המשפט בבקשה לאישור ההסדר, מכיוון שהיא רוצה לגייס את בית המשפט ולהפוך אותו לשותפה למלאכת האכיפה.⁷¹ היא אינה חייבת לעשות כן, היא רוצה לעשות כן, כדי לעשות שימוש בסמכויות הייחודיות של בית המשפט. לעומת זאת, בישראל מדובר בהליך אכיפה מינהלי, לא שיפוטי, והרשות חייבת לפנות לוועדת האכיפה כגורם מפקח המפעיל ביקורת שיפוטית על רשות מינהלית. בניגוד לבית המשפט הפדרלי בארצות-הברית, ועדת האכיפה אינה הופכת להיות שותפתה של הרשות למעשה האכיפה, אלא מדובר במנגנון בקרה שהובנה אל תוך ההליך המינהלי. בהערת אגב נציין, כי במסגרת ניתוח התמודדותה של ה-SEC עם הביקורת כנגד הסדרי למל"מ, המליץ פרופ' ג'ון קופי ל-SEC להפנות יותר תיקים למסלול האכיפה המינהלי, אשר התחזק מאוד במסגרת תיקון החקיקה רחב ההיקף שנעשה באמצעות ה-Dodd-Frank Act, על חשבון פנייה לבית המשפט, ובכך ליתר את הצורך בקבלת אישור בית המשפט להסדרי האכיפה שבהם מתקשרת הנציבות.⁷²

שלישית, וכפי שהומחש בעניין אינטרינזיק, מכיוון שה-SEC אינה מוסמכת לפתוח בהליכים פליליים, קיימת חפיפה חלקית בינה ובין התביעה הפדרלית, ובמסגרתה נפתחים הליכי אכיפה מקבילים גם על ידי ה-SEC וגם על ידי התביעה הפדרלית. דהיינו, בכל שנה, אחוז מסויים מהפרות דיני ניירות ערך בארצות-הברית נאכפות, הן במסגרת תביעה אזרחית או הליך מינהלי שמגישה ה-SEC והן במסגרת כתב אישום והליך פלילי הנפתח ביוזמת התביעה הפדרלית. חפיפה זו מחייבת תיאום מסוים בין גופי האכיפה, ויש בה כדי להשליך גם על האינטרס הציבורי הנוגע לאי-הודאת מפר בהליך שמנהלת ה-SEC, בשעה שאותו אדם הודה או הורשע בהליך הפלילי שמנהלת התביעה הפדרלית. כידוע, בישראל מצב זה נדיר יחסית. כאשר הרשות בוחרת לפתוח בהליך אכיפה מינהלי כנגד מפר, נחסמת הדרך מפני פתיחה בהליך פלילי כנגד אותו מפר בשל אותם מעשים.⁷³ לפיכך, הלכה למעשה, כמעט ולעולם לא ייווצר מצב שבו אדם מתקשר בהסדר למל"מ במסגרת הליך אכיפה מינהלי

71. זו למעשה, הייתה אחת מטרוניותיו המרכזיות של השופט ראקוף. ובלשונו המושחזת, ה"ש 55 לעיל (עניין סיטיגרום), עמ' 8-9 להחלטה:

"Purely private parties can settle a case without ever agreeing on the facts... But when a public agency asks a court to become its partner in enforcement by imposing wide-ranging injunctive remedies on a defendant, enforced by the formidable judicial power of contempt, the court, and the public, need some knowledge of what the underlying facts are: for otherwise, the court becomes a mere handmaiden to settlement privately negotiated on the basis of unknown facts, while the public is deprived of ever knowing the truth in a matter of obvious public importance."

72. ראו ה"ש 53 לעיל, ובייחוד ה"ש 10 למאמר והטקסט הנלווה אליה.

73. ראו סעיף 52 לחוק ניירות ערך, וכן ה"ש 5 לעיל, עמ' 388.

שבו פתחה רשות ניירות ערך, ובאותה העת מתנהל הליך פלילי על ידי גוף אכיפה מוסמך בשל אותם מעשים העומדים בבסיס ההליך המינהלי.⁷⁴

סיכומם של דברים הוא, כי יש להיזהר מהשוואה לארצות-הברית, ולעשות אותה בשום שכל, ותוך הבחנה בין הדומה לשונה שבמערכות המשפט השונות. אך בסופו של יום, לאחר עריכת השוואה, בזהירות המתבקשת, אנו סבורים, כי הלקח העיקרי הנלמד מהנעשה מעבר לים הוא, כי הסדרי למ"מ הינם "הכרח בל יגונה", וכי אין לראות בהם כפסולים עד אשר יוכח אחרת. ההיפך הוא הנכון. המסר החד והמהדהד שעלה מפסק הדין שניתן בערעור בעניין **סיטיגרופ** הוא, כי ההתקשרות בהסדרי אכיפה היא עניין שבסמכותו של הרגולטור, וכי התערבות בשיקול דעתו תיעשה רק במקרים חריגים שבהם נפל בהסדר פגם ממשי. לעניות דעתנו, יפה שיעור זה גם לענייננו. בניגוד למצב החוקי הקיים בארצות-הברית, הוועדה אינה מתבקשת להפוך לשותפתה של הרשות למעשה האכיפה, ועל כן אין לוועדה צורך בביסוס העובדות באופן עצמאי. יתר על כן, כפי שראינו, אי-הודאת מפר במסגרת הסדר אכיפה כשלעצמה, אינה פוגעת באינטרס הציבורי, ורק בהתקיים נסיבות אחרות (וחריגות, יש לומר), עשוי להתעורר אינטרס ציבורי בהודאה דווקא. במקרה דנן, מדובר בהליך אכיפה מינהלי, אשר אמור לקדם את המטרות המנחות את תפקיד הרגולטור. כל עוד ההסדר משרת את המטרה ועומד בתנאים שקבע החוק, על ועדת האכיפה לתת לו את ברכת הדרך. כשלעצמה, אין באי-הודאת מפר במסגרת הסדר, כל פגם.

74. למעשה, התרחיש הסביר ביותר בהקשר זה הינו מקרה מורכב עם מספר רב של מעורבים. במקרה זה ייתכן, כי יו"ר הרשות יחליט להפנות חלק מהמעורבים להליך אכיפה מינהלי, ואת החלק האחר להליך אכיפה פלילי. במקרים אלה, מקובל עלינו, כי על הרשות לנקוט משנה זהירות בהתקשרות בהסדרי אכיפה, בוודאי כאלה שאין בהם דרישה להודאה בעובדות או בהפרות.