

עמדת סגל משפטית של הרשות לניירות ערך בנושא תרמית במסחר בניירות ערך - האם ההזדמנות פוספסה?

עוה"ד ליאת מיידלר וד"ר צבי גבאי¹

1. מבוא

בחודש ספטמבר 2014 פרסמה רשות ניירות ערך עמדת סגל משפטית בנושא תרמית במסחר בניירות ערך (להלן: "עמדת הסגל"). כמפורט במסמך, המושג "דרכי תרמית" המופיע בסעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך" או "החוק"), הינו מושג שסתום אשר יש לצקת לתוכו תוכן. על כן, החליטה הרשות להציג "רשימה לא סגורה של דפוסי התנהגות... וכן סימנים מעידים הנבחנים לצורך קביעה אם ישנו חשד להפרת סעיף 54(א)(2) לחוק", במטרה ליצור "כלי עזר לפעילים בשוק ההון, לאנשי אכיפה פנימית ולאחרים העוסקים בתחום, בבואם לבחון אם התנהגויות או פעילויות במסחר עולות כדי תרמית במסחר כמשמעותה בחוק ניירות ערך ובפסיקת בתי המשפט".² בדברי ההקדמה שבעמדת הסגל נכתב, כי "מסמכים דומים קיימים גם במדינות אחרות", תוך אזכור הדירקטיבה האירופאית בנושא תרמיות במסחר והנחיות ארגון רשויות ניירות הערך האירופאי.

לעניות דעתנו, עמדת הסגל המדוברת, ייתכן והינה הזדמנות שפוספסה. במתכונתו הנוכחית, מפרט המסמך בפני הקורא עשרה סוגי פעילויות במסחר בניירות ערך המקימים חשד לתרמית במסחר בניירות ערך, ושורה של "סימנים מעידים" העשויים להיות רלוונטיים לצורך הפעלת שיקול דעת הרשות, אם מדובר בתרמית כאמור. ייתכן, כי פירוט זה רב-ערך עבור גופי אכיפה כדוגמת רשות ניירות ערך, המסתייעים בטיפולוגיות ובמתארי פעולה מוגדרים כדי לזהות פעילות עבריינית בגזרה שתחת אחריותם. ואולם, עבור "פעילים בשוק ההון, אנשי אכיפה פנימית ואחרים העוסקים בתחום", שלדברי הרשות עבורם נעשה הפרסום, מדובר במסמך שעשוי להיות לא שימושי במיוחד. והסיבה לכך? ראשית, מכיוון שהמשותף לכל סוגי הפעילויות המפורטות בעמדת הסגל הוא פעילות במסחר מתוך מטרה להשפיע על שער

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 מומחית בתחום הרגולציה הפיננסית, הממשל התאגידי והאכיפה הפנימית.

2. עמדת הסגל, עמ' 2, כפי שפורסמה באתר הרשות:
http://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2014/Pages/IsaFile_1009142.aspx

נייר ערך. נרשה לעצמנו לצאת מנקודת הנחה, כי קהל היעד של המסמך הוא דווקא זה שאינו פועל מתוך מטרה כזו (עבור אלה המעוניינים לבצע תרמית בניירות ערך, המסמך דווקא עשוי לשמש כמקור השראה, לא עלינו). לאחר נטרול יסוד זה מתיאור הפעילויות במסמך, אלו מסקנות קוראי המסמך צריכים להסיק על בסיסו? מסקנה אפשרית אחת היא שאסור לבצע עסקאות בשלב הנעילה? זו תהיה מסקנה מרחיקת לכת, העלולה לפגוע בקניינו ובחופש פעולתו של הפרט בצורה בלתי מידתית. ושמה, המסקנה היא, כי רצוי להימנע מהשקעה רחבת היקף בניירות ערך דלי-סחירות (עקב החשש שמא ההשקעה תגרום, כתוצר לוואי, לעלייה בשער נייר הערך)? גם זו תהיה מסקנה מרחיקת לכת, בלתי סבירה בעליל, הפוגעת בשוק ההון הישראלי במידה העולה לאין ערוך על התועלת השולית שבה. אם כן, מה אמורים לעשות עכשיו אותם "פעילים בשוק ההון, אנשי אכיפה פנימית ואחרים העוסקים בתחום"?

זו בדיוק ההזדמנות שייתכן כי פוספסה. הרשות צודקת, כי "מסמכים דומים קיימים גם במדינות אחרות", אך עדין קיימים פערים בין התכנים וההסדרים שגובשו על-ידי הרגולטורים הזרים, לבין המסמך נשוא מאמר זה. אכן, גם האיחוד האירופי ורגולטורים זרים באירופה ובארצות-הברית פרסמו מסמכים המפרטים התנהגויות במסחר בניירות ערך העולות, לדעתם, כדי תרמית. ואולם, בשונה מהרשות הישראלית, אותם גופים זרים לא הסתפקו בתיאור המעשים הפסולים, וסיפקו לגופים המפוקחים על ידם כללים מנחים ועקרונות לפעילות במסחר שמכוונת את אותם גופים מפוקחים אל עבר ההתנהגות הרצויה, ובכך לא רק מזהירה אותם ממה עליהם להימנע, אלא מדריכה אותם כיצד עליהם לנהוג. יתר על כן, בנושא דנן, התפתחו בעולם "נמלי מבטחים" המעודדים פעילות בשוק ההון, תוך צמצום דרמטי של החשש לתרמית במסחר בניירות ערך ונטרול החשש של אותם פעילים במסחר מפני חשיפה לאכיפה עתידית אפשרית. לעניות דעתנו, זה בדיוק הדבר שחסר כאן.

במאמר זה נסקור את סעיפי החוק הרלוונטיים בחוק ניירות ערך ומעט מהפסיקה הענפה בנושא זה, מתוך ניסיון לעמוד על הרציונליים העומדים בבסיס הוראות החוק, ועל האופן שבו רואים בתי המשפט השונים את פני הדברים. ננתח את סוגי הפעילות המתוארים בעמדת הסגל, ונזהה במקומות הרלוונטיים, את התיקים שמאחורי אותם סוגי פעילויות (ואת החלטות בתי המשפט, שלא תמיד ראו את הדברים עין בעין עם הרשות). כמו כן, נביא בהזדמנות זו מספר דוגמאות למסמכים דומים ממדינות שמעבר לים, תוך התמקדות ב"נמל מבטחים" בקשר לרכישות עצמיות של ניירות ערך על ידי תאגידים, כדוגמה לכלי רב-תועלת שהרשות יכולה (וצריכה, לדעתנו) לקדם גם בקשר לעבירת התרמית בניירות ערך.

למעשה, מה שאנו מבקשים לומר הוא, שיתכן ועמדת הסגל המדוברת היא הזדמנות שלא מוצתה באופן המיטבי, אך עדיין לא מאוחר מדי, ובהחלט אפשר להשלים את המלאכה בבחינת: "המתחיל במצווה - אומרים לו גמור".

2. תרמית במסחר בניירות ערך: החוק, הפסיקה והרשות

סעיף 54 לחוק ניירות ערך שעניינו "תרמית בקשר לניירות ערך", מבחין בין מעשים העולים כדי עבירה פלילית, ובין מעשים שביצועם מהווה הפרה מינהלית בלבד. הן בהקשר הפלילי והן בהקשר המינהלי, מבחין הסעיף בין "הנעה" אסורה של אחר לבצע עסקה בנייר ערך ובין השפעה בדרכי תרמית על תנודות שער של נייר ערך (המכונה גם "תרמית" או "מניפולציה" בניירות ערך). מכיוון שעמדת הסגל שפרסמה הרשות מתמקדת בחלופה השנייה - ה"תרמית" (להבדיל מ"הנעה") - נתמקד גם אנו בחלופה זו, ורק לגביה מכוונים הדברים.

עם זאת, החוק אינו מבחין בין שתי החלופות האמורות בכל הקשור לחומרה המיוחסת לכל אחת מהן, ובשני המקרים מדובר בעבירה מסוג פשע שעונשה המקסימלי הינו חמש שנות מאסר או קנס בשיעור הקבוע בחוק.

עבירת התרמית הפלילית

עניינו של סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך הינו תרמית בקשר לניירות ערך. על פי הוראת החוק, מי ש"השפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך", דינו מאסר לתקופה מירבית של חמש שנים או קנס בשיעור הקבוע בחוק. קורא אינו בקיא בתחום עלול לטעות ולחשוב שהתיאור הקצר מעיד על כך שמדובר בעבירה ברורה ומובנת, אך לאמיתו של דבר, המציאות מלמדת, כי אין הדבר כך.

הסבר לנוסח הכללי של ההוראה שבסעיף 54(א)(2) לחוק, ניתן אולי למצוא בדין וחשבון הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם ("ועדת ידין"), שם הדגישה הוועדה, שמסקנותיה הובילו לחקיקת חוק ניירות ערך, כי "חשיבות גדולה יותר מאשר להוראות ספציפיות... נודעת להוראות כלליות נגד מעשים העומדים בסתירה לרוח הכללית של ההסדרים המוצעים..."³. דומה, כי זו הייתה גם גישתם של בתי המשפט השונים, בבואם לדון בעבירת התרמית. ובמילותיו של בית המשפט העליון משנת 1997 בעניין **מרקדו**:

"הדינמיות שבה מתאפיין המסחר בבורסה והשינויים מעת לעת בשיטות המסחר, אינם מאפשרים הגדרה מראש של מגוון ההתנהגויות הפסולות שעליהן משתרעת הנורמה האוסרת."⁴

ובכל זאת, כאשר הפסיקה ניתחה את רכיבי העבירה, היא מצאה עצמה מתעכבת על שתי תיבות סתומות לכאורה: האחת - "השפיע", והשנייה - "בדרכי תרמית". כך למשל, בפסק הדין בעניין **מרקדו**, תהה בית המשפט

3. סעיף 207 בעמ' 42 לדוח ועדת ידין, 1963.

4. ע"פ 8573/96 מרדכי מרקדו נ' מדינת ישראל, פ"ד נא(5) 481 (18.12.1997), פורסם בנבו.

העליון, האם פירוש התיבה "השפיע" מעיד על כך שמדובר בעבירה התנהגותית, או שנדרשת תוצאה המתבטאת בהשפעה כלשהי על שער נייר ערך? מטבע העניין ברור, כי מדובר בסוגיה בעלת השלכות דרמטיות על אכיפת העבירה.⁵ באותו אופן, לא ניתן שלא לתהות לגבי משמעות הביטוי "דרכי תרמית", וגם כאן נדרש בית המשפט העליון לפרשנות הביטוי. בהקשר זה, הדגישה הפסיקה, כי ההוראה שבסעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך, באה לשמור על כללי המשחק ההוגנים במסחר בבורסה, והיא נועדה, בין היתר, להגן על השוק מפני מעשים מניפולטיביים. ובלשונו של בית המשפט העליון בעניין ואקנין:

"מתן הוראת קנייה או מכירה בלא רצון לקנות או למכור, ואך מתוך רצון לגרום על-ידי כך לשינוי במחיר המניה, היא פעולה אסורה על פי סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך."⁶

מצד שני, בשוק הון יעיל כל השתתפות במסחר היא, למעשה, בעלת פוטנציאל להשפיע על השער. לפיכך, ומכיוון שעניינו במשפט פלילי שבו התביעה צריכה להוכיח את אחריות הנאשם ברמת ההוכחה הגבוהה ביותר, נדרשו מלומדים והפסיקה בתחום לתאר באופן ברור יותר את קו הגבול בין המותר לאסור במסחר בניירות ערך ואת מאפייניה של פעילות בלתי חוקית. דוגמה לתיאור כאמור, ניתן למצוא בהבחנה המוצעת של יו"ר רשות ניירות ערך לשעבר, פרופ' זוהר גושן, בין "תרמית" ובין "מניפולציה" בקשר לסעיף 54 לחוק ניירות ערך.⁷ על פי הבחנה מוצעת זו, "תרמית" - מונח מוכר בחקיקה הישראלית - כוללת בתוכה מרכיב אובייקטיבי ומרכיב סובייקטיבי. המרכיב הראשון, המרכיב האובייקטיבי, הינו מעשה או מחדל שהמביט בהם מהצד יכול לזהות את הפסול שנפל בהם, כמו לדוגמה, עסקאות עצמיות (wash sales), שעל פניו אין להן הצדקה כלכלית.⁸ המרכיב השני, המרכיב הסובייקטיבי, הוא "כוונה להונות". אך לצד המונח "תרמית", הציע גושן הגדרה למונח שאינו מופיע בהקשרים אחרים בחקיקה הישראלית - "המניפולציה". לצורך הגדרת מונח זה, חוזר גושן לרציונלים העומדים בבסיס דיני ניירות הערך בכלל, והאיסור על ביצוע תרמית בניירות ערך בפרט - הגנה על יכולתם של המשקיעים המתוחכמים לייעל את השוק - ומציע להתמקד

5. במסגרת הניתוח, קבע בית המשפט העליון, כי מדובר בעבירה שלשם התקיימותה נדרשים רכיב התנהגותי ורכיב תוצאתי. ובלשונו של השופט גולדברג:

"חיזוק לכך שהחוק רואה ב"השפעה" התרחשות תוצאה מהתנהגות, להבדיל מהתנהגות גרידא, מוצאים אנו בחיקוקים שבהם האיסור "להשפיע" מופיע יחד עם האיסור "לנסות להשפיע", ובחיקוקים שנאסרו בהם מעשים שנעשו "כדי להשפיע" או "העשויים להשפיע" (ראה, לשם המחשה בלבד: סעיף 71(א) לחוק בתי המשפט (נוסח משולב), תשמ"ד-1984; סעיף 122(1) לחוק הבחירות לכנסת ולראש הממשלה (נוסח משולב), תשכ"ט-1969; סעיפים 281 ו-292 לחוק העונשין; סעיף 24 לחוק ועדות-חקירה, תשכ"ט-1969).

6. ע"פ 5111, 5109, 5052/95 ואקנין ואח' נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 642.

7. ז' גושן, "תרמית ומניפולציה בניירות ערך: תאומים לא זהים", משפטים ל' (1999) 539 (600).

8. ת"פ (ת"א) 2587/06 מדינת ישראל פרקליטות מיסוי וכלכלה (מחוז ת"א) נ' כבירי מרדכי (13.3.2008), פורסם בנבו.

במרכיב הסובייקטיבי בלבד: היסוד הנפשי של הסוחר. בהקשר זה, מציע גושן לבחון שלושה מרכיבים: **המרכיב הראשון** - המסחר מיועד להזיז את שער נייר הערך בכיוון מסוים; **המרכיב השני** - הסוחר אינו מאמין שהשער ינוע בכיוון זה אם לא יבצע את פעולת המסחר שתכנן לבצע; **והמרכיב השלישי** מבקש לוודא, כי הרווח שהפיק הסוחר המניפולטור, נובע אך ורק מיכולתו להזיז את השער באמצעות המסחר, ולא עקב מידע בעל ערך המצוי ברשותו. על כל פנים, מדברים אלה ברור, כי עבירת התרמית הקבועה בסעיף 54(א)(2) לחוק כוללת בתוכה את שתי החלופות שהציע גושן.

התרמית המינהלית

"גורם מפוקח⁹ או משקיע בניירות ערך¹⁰ שעשה אחד מאלה, יראו אותו, לעניין פרק ח'4, כמי שביצע הפרה של הוראה המנויה בחלק ג' לתוספת השביעית:

(1) מסר לאדם אמרה, הבטחה או תחזית, בכתב, בעל פה או בדרך אחרת, שהיה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או העלים מאדם עובדות מהותיות, והיה עליו לדעת שיש במעשיו כדי להניע את אותו אדם לרכוש או למכור ניירות ערך;

9. סעיף 1 לחוק ניירות ערך מגדיר את המונח "גורם מפוקח" כדלקמן:

- (1) תאגיד מדווח;
- (2) תאגיד המציע לראשונה ניירות ערך שלו לציבור;
- (3) נאמן לתעודות התחייבות, כמשמעותו בפרק ה'1;
- (4) חתם;
- (5) מפיץ;
- (6) חבר בורסה;
- (7) מסלקה;
- (8) חברה בעלת רישיון זירה כמשמעותה בפרק ז'3;
- (9) בעל רישיון לפי חוק הייעוץ;
- (10) מנהל קרן כמשמעותו בסעיף 4 לחוק השקעות משותפות;
- (11) משקיע המנוי בפרט (2) או (3) לתוספת הראשונה;
- (12) תאגיד בנקאי ותאגיד עזר כמשמעותם בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981, למעט חברת שירותים משותפת;
- (13) מי שמבצע את הפעולות שאותן רשאי לבצע גורם מהגורמים המנויים בפסקאות (3) עד (12), אף שהוא אינו רשאי לבצען;
- (14) מי שעוסק בייעוץ השקעות או בניהול תיקי השקעות אשר אינו טעון רישיון לפי סעיף 3 לחוק הייעוץ;

10. "משקיע בניירות ערך" - מי שביצע, במהלך שלושת החודשים שקדמו למועד ההפרה, פעולות רכישה או מכירה של ניירות ערך, בבורסה, בכמות או בהיקף שאינם נמוכים מהכמות או מההיקף כמפורט להלן:

- (1) פעולות בממוצע בחודש או היקף פעולות חודשי ממוצע של 1,000,000 שקלים חדשים;
- (2) פעולות בממוצע בחודש או היקף פעולות חודשי ממוצע של 500,000 שקלים חדשים, ובלבד שכיחן, בעת ביצוע הפעולות כאמור, במשרה בתחום הפיננסי הדורשת ידע בהשקעות בניירות ערך או בנכסים פיננסיים כהגדרתם בחוק הייעוץ, וזאת אף אם לא כיהן במשרה כאמור במועד ההפרה;

(2) עשה עסקה עצמית בניירות ערך,¹¹ עסקה מתואמת¹² בניירות ערך או ייצוב¹³ של שער ניירות ערך.

התרמית המינהלית הוספה כהפרה עם תיקונו של חוק ניירות ערך במסגרת חוק ייעול הליכי אכיפה שעבר בקריאה שנייה ושלישית בכנסת בינואר 2011. ההפרה החדשה הינה במידה מסוימת, אחות "תאומה"¹⁴ של העבירה הפלילית המפורטת בסעיף 54(א) לחוק. עם זאת, בשונה מהעבירה הפלילית, ההפרה המינהלית מצומצמת בתחולתה, הן במושאי תחולתה - גורמים מפוקחים ומי שנופל תחת הגדרת "משקיע בניירות ערך", והן במאפייניה - רשימה סגורה שמופיעה בחוק של מקרים שביצועם מהווה הפרה מינהלית.

צמצום תחולת ההפרה המינהלית נבע בעיקר מהצורך להבחין בין סוגי מפריס שונים ומידת התאמתם להליך המינהלי. ככל שמדובר בגופים המפוקחים על ידי רשות ניירות ערך, טבעי הוא, כי גופים אלה יהיו נתונים להליכי אכיפה מינהליים בגין הפרת "כללי משחק" האמורים להיות מוכרים להם. עם זאת, כאשר מדובר, למשל, ביחידים שתחום עיסוקם העיקרי כלל אינו קשור לשוק ההון, והינם סוחרים בניירות ערך בזמנם הפנוי - כלל לא ברור, כי ראוי ונכון להכפיפם למערכת אכיפה מינהלית. מסיבה זו, כבר בשלבים מוקדמים בהליך החקיקה נעשתה הבחנה בין מפריס הנמצאים ב"מעגלים" שונים: ב"מעגלים הפנימיים" נמצאים יחידים וגופים המחזיקים ברישיון מאת הרשות לעסוק בתחום פעילותם (לדוגמה, יועצי השקעות או מנהלי תיקים); לאחר מכן - חברות שהנפיקו ניירות ערך לציבור ונושאי משרה בחברות אלו; אחריהם נמצאים בעלי השליטה בגופים אלה; וב"מעגלים החיצוניים" נמנים גופים הפועלים בשוק ההון אך אינם מפוקחים על ידי הרשות.¹⁵ במסגרת קבוצה אחרונה זו, קיבל המחוקק את עמדת הרשות, כי אין זה ראוי או יעיל להוציא מתחולת החוק יחידים וגופים לא מפוקחים הבקיאיים היטב במסחר בשוק ההון, ואשר עשויים לנצל היכרות עמוקה זו באופן לא ראוי לשם גריפת רווחים שלא כדין.¹⁶ על כן, החוק הוחל על גופים מפוקחים, אך גם על מי שנכלל תחת הגדרת "משקיע בניירות ערך".

אך מעניין יותר לענייננו היא הימנעותו הבולטת של המחוקק מהעתקת נוסחו הכללי של סעיף 54(א)(2) לחוק - "השפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של

-
11. "עסקה עצמית בניירות ערך" - מכירה וקנייה, בעת ובעונה אחת, של אותו נייר ערך, בידי אותו אדם או מי מטעמו, אשר השפיעה על שער נייר הערך בבורסה.
12. "עסקה מתואמת בניירות ערך" - מכירה וקנייה של אותו נייר ערך, בידי שני אנשים או יותר, שנעשו תוך תיאום מראש בין הצדדים, והשפיעו על שער נייר הערך בבורסה, למעט עסקה תואמת, כמשמעותה בתקנון הבורסה, שבוצעה בהתאם להוראות לפי התקנון האמור;
13. "ייצוב" - ביצוע פעולות רכישה ומכירה של ניירות ערך, בידי צד מעוניין, לפני פרסום תשקיף או לאחריו, אשר השפיע על שער ניירות ערך לטובת ההנפקה, והכל תוך העלמת מידע מהותי הנוגע לפעולות הייצוב במועד ביצוען;
14. תיק מינהלי 3/12 יו"ר הרשות נגד ישראל חזוט (דצמבר 2012), עמ' 10 סעיף 31 להחלטה.
15. צבי גבאי, אכיפה מינהלית דיני ניירות ערך, הוצאת בורסי, עמ' 414.
16. שם.

ניירות ערך" - והעדפת נוסח מצומצם בהיקפו המתמקד בשיטות פעולה מובהקות שזכו להכרת הפסיקה כ"תרמית" - עסקאות עצמיות, עסקאות מתואמות וייצוב שער נייר ערך. נוסח זה מותיר מחוץ לתחום ניסיונות השפעה על שער נייר ערך המבוצעים באמצעות עסקאות אמיתיות המסכנות כסף אמיתי. אם להשתמש בהבחנה שהציע גושן, "תרמית" מובהקת נכנסת תחת הגדרת "ההפרה המינהלית", "מניפולציה" נותרת בחוץ.¹⁷ על כך לא ניתן שלא לתהות, מדוע צומצמה החלופה המינהלית של "תרמית בניירות ערך" לכדי שלוש פעולות מוגדרות ומצומצמות בהיקפן? מדוע המחוקק בחר שלא לתת מענה מינהלי מקיף ל"דינמיות שבה מתאפיין המסחר בבורסה"¹⁸ והגדיר מראש שלושה סוגי פעילות אף על פי שבית המשפט העליון סבר, כי אותה "דינמיות" אינה מאפשרת הגדרה מראש של ההתנהגויות הפסולות שעליהן משתרעת הנורמה האוסרת? בהקשר זה, יש לזכור, כי נוסח החוק במתכונתו הנוכחית הינו תוצאה של פשרה שנכפתה על הרשות במסגרת תהליך החקיקה, וכי כבר במהלך הדיונים בכנסת, הודיעה הרשות, כי ייתכן שבעתיד תבקש להרחיב את סוגי הפעולות האסורות הנכללות בגדר הפרת התרמית המינהלית.¹⁹ הצהרה זו רלוונטית מאוד לעמדת הסגל שפורסמה בנושא תרמית במסחר בניירות ערך, שכן יש בה כדי להרחיב את מגוון המעשים הנפלים, אליבא דרשות, תחת הנורמה האוסרת.

3. ניתוח הפעילות המנויה בעמדת הסגל

כאמור, עמדת הסגל מונה שורה של סוגי התנהגויות שלדעת הרשות מקימים חשד לתרמית במסחר בניירות ערך. שתי הדוגמאות הראשונות ברשימה - עסקאות עצמיות ועסקאות מתואמות - הינן פעולות תרמית קלסיות, אשר גם המחוקק בחר לראות כפעולות אסורות במסגרת האכיפה המינהלית, ועל כן הן מוגדרות כהפרות החוק. לעומת זאת, יתר הדוגמאות כוללות שני מרכיבים בולטים: האחד - יסוד נפשי מוגדר - מטרה ו/או כוונה להשפיע על שער; והשני - מרכיב נסיבתי מוגדר בקשר לביצוע עסקאות אמיתיות במסחר (להבדיל מעסקה עצמית או מתואמת, שאין לה ערך מסחרי אמיתי). מרכיב נסיבתי זה כולל, בין היתר: הזרמת הוראות במסחר וביטולן לפני ביצוע; מתן הוראות קנייה או מכירה בשלב הנעילה; בעל שליטה המבצע עסקאות; קנייה או מכירת נייר ערך בסמוך לסיום תקופת דיווח או בסמוך לאירוע משמעותי וכיו"ב. אין חולק, כי כאשר מבוצעת פעולה במטרה להשפיע על שער נייר ערך, הרי שמדובר בעבירה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק. זו בדיוק לשון הסעיף, ומבחינה זו, עמדת הסגל אינה מחדשת דבר. הקושי שעליו אנו מבקשים להצביע בקשר לעמדת הסגל הוא, כי הנסיבות העובדתיות המנויות ברשימת המקרים המעוררים חשד, הינן פעולות מותרות במסחר ובחוק, שעשויות להיות להן

17. שם, עמ' 410.

18. ע"פ 8573/96 מרדכי מרקדו נ' מדינת ישראל, פד"י נא(5) 481 (18.12.1997), פורסם בנבו.

19. ה"ש 15 לעיל, עמ' 423, וגם דברי נציגת הרשות בפרוטוקול ישיבת ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 34-35 (29.6.2010).

מטרות עסקיות לגיטימיות. מטרה או כוונה להשפיע על שער, הינה קשה ביותר להוכחה, ולמעשה, אפשרית בעיקר כאשר יש בידי התביעה הקלטות של שיחות שערכו הגורמים הרלוונטיים בקשר לפעילות במסחר.²⁰ כלומר, אם מנטרלים את היסוד הנפשי הנלווה לסוגי הפעילויות שמנתה הרשות בעמדת הסגל, ולעמדתנו, חייבים לנטרל את אלמנט הכוונה מכיוון שהוא טריוויאלי, אנו נותרים עם רשימת פעילויות מותרות ובעלות היגיון מסחרי שעתה מתנוסס מעליהן דגל שחור. לטעמנו, דגל שחור זה בעייתי ביותר משני טעמים: ראשית, יש בו כדי להטיל דופי ולכרסם בחופש הקניין ובחופש הפעולה של גופים ויחידים הסוחרים בניירות ערך שלא מתוך כוונה להשפיע על שער נייר ערך. שנית, הוא מתיימר "להפליל" פעילויות במסחר שהרשות כבר ניסתה בעבר להביא בפני בית המשפט כתרמית בניירות ערך, אך ללא הצלחה. על מנת להמחיש את טענתנו זו, נתייחס להלן לחלק מהפעילויות המנויות בעמדת הסגל:

ביצוע עסקאות כמצג שווא

ביצוע עסקאות במסחר תוך השפעה על שער נייר הערך, בין אם העסקאות מתואמות ובין אם לאו, במטרה ליצור מצג שווא בדבר קיומו של מסחר ער בניירות ערך או שינויים בשער, מקים חשד לתרמית במסחר בניירות ערך.²¹ להמחשה, הוסיפה הרשות לסעיף זה דוגמה, לפיה ביצוע עסקאות במחזורים גדולים ביחס למחזורים הממוצעים בנייר ערך דל-סחירות, תוך כדי השפעה על שער, במטרה ליצור את הרושם לקיומו של מסחר "ער" בנייר הערך - עולה כדי תרמית. אני משערם כי סוג פעילות זה "יובא" מהדירקטיבה האירופאית אשר הוזכרה בחוזר הרשות,²² והדוגמה שהביאה הרשות היא ניסיון להתאים את סוג הפעילות הבעייתי למאפייני המסחר בישראל.

בהקשר זה אנו מבקשים להעיר, כי אין חולק שניתן ליצור מצג שווא תרמיתי מבלי להזדקק למילים, באמצעות פעילות מגמתית במסחר. בכך אין כל חידוש, ולשם כך די לקרוא את לשון סעיף 54(א)(2) לחוק או את הדירקטיבה האירופית הרלוונטית. אז מה הועילה הרשות בתקנתה? כפי שקבעה הרשות בעצמה, "עמדת הסגל נועדה לשמש כלי עזר לפעילים בשוק ההון... ולאחרים העוסקים בתחום".²³ אם כן, ברור שעמדת הסגל לא נועדה למנוע ממי שרוצה לעבור על החוק, לעשות כן. מטרתה היא לסייע למי שאינו רוצה להסתבך,

20. ראו למשל, פסק דינו של בית המשפט העליון בע"פ 99/14 מדנית ישראל נ' מליסרון ואח', פורסם באתר בית המשפט העליון: <http://elyon1.court.gov.il/files/14/990/000/t04/14000990.t04.htm>; יש לציין, כי כוונה להשפיע על שער יכולה להיות מוכחת בראיות ישירות ועקיפות אחרות, אך ניסיון העבר מגלה, כי בהיעדר הקלטות, הפרקליטות התקשתה להוכיח את היסוד הנפשי הנדרש במקרים של תרמית שנעשתה באמצעות עסקאות אמיתיות במסחר.

21. עמדת סגל, עמ' 3, סעיף 3(3).

22. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council, 28 January 2003, on insider dealing and market manipulation (market abuse), Article 1(2)(a).

23. עמדת הסגל, עמ' 2.

וכאן ישאל את עצמו פעיל שוק ההון, מה עליו לעשות כדי לוודא שאף אחד לא יבוא אליו בטענה, בדיעבד, כי פעולות המסחר שבהן נקט יוצרות מצג שווא לגבי היצע, ביקוש או מחיר נייר הערך שבו סחר? אנו סבורים, כי עמדת הסגל החמיצה הזדמנות מצוינת להדריך את השוק לגבי התנהגויות רצויות במקום להצהיר על המובן מאליו - שצריך להימנע מלעבור על החוק. הרשות הייתה יכולה לנצל את ההזדמנות כהלכה לו הייתה מוסיפה לעמדת הסגל התייחסות קונקרטית המצויה בהמשך אותה הפסקה ששימשה לה להשראה בדירקטיבה האירופית. בהמשך הפסקה קובעת הדירקטיבה, כי עסקאות לא ייחשבו כיוצרות מצג שווא לגבי ביקוש, היצע ומחיר נייר ערך, שעה שמבצע העסקאות ביסס סיבות לגיטימיות לביצוען, וכי מדובר בעסקאות הנעשות בהתאם לפרקטיקות שוק מוכרות.²⁴ למעשה, פסקה זו (המניחה, כי רגולטורים מקומיים יגדירו את אותן פרקטיקות שוק מוכרות), מניחה את היסודות לגיבוש "נמל מבטחים" המאפשר לסוחרים בשוק ההון לפעול ללא החשש, כי מעשיהם עלולים להתפרש בדיעבד, כיוצרים מצג שווא תרמית.

עוד אנו סבורים, כי בניסיונה "לגייר" את הדירקטיבה האירופית במסגרת הדוגמה שהביאה, ייתכן והרשות דווקא הגדילה את מצוקת הפעילים בשוק ההון הישראלי בהקשר זה. למרבה הצער, מסחר בניירות ערך דלי-סחירות הינו אחד המאפיינים של שוק ההון הישראלי, שהיקפי המסחר בו דלים. אין צורך בהכרה מעמיקה של שוק ההון כדי להבין, שכאשר מדובר בניירות ערך שהמסחר היומיומי בהם הינו דל עד לא קיים, כמעט כל פעולת מסחר בעלת היקף משמעותי עשויה להשפיע על מחירם. באותה העת ברור, כי לא כל עסקה במניה דלת-סחירות נועדה להשפיע על שער המניה. במצב זה, תשאל השאלה, מה אמור לעשות אדם אשר מבקש להשקיע במניה כזו בהיקף לא מבוטל לאחר שחקר את החברה והגיע למסקנה, כי מדובר בהשקעה כדאית? אלו כלים מעניקה הרשות לאותו אדם המעודדים אותו לפעול באותה מניה ללא חשש מכך שהוא עלול להיקרא לחקירה במשרדי הרשות, שם יידרש לשכנע חוקרים, אשר במקרים רבים, ומטבע עבודתם, הם סקפטיים ביחס למניעי השחקנים בשוק ההון, כי כוונותיו אכן היו טהורות? בהיעדר כלים כאמור, עשוי אדם שאינו רוצה בשום אופן למצוא עצמו במצב כזה (ובמידה לא מבוטלת של צדק), להעדיף שלא להשקיע באותה מניה דלת-סחירות. בתוצאה כזו, המפסידים העיקריים הינם שוק ההון המקומי והכלכלה הישראלית, לא פחות.

השפעה על שער נעילה

השפעה מניפולטיבית על שער הנעילה היא סוגיה בעייתית ומוכרת, וספק אם יימצא רגולטור מדינתי אשר לא ניסה להתמודד עם סוג פעילות זה. בהקשר זה, לא ניתן שלא להזכיר את אחד מ"תיקי הדגל" שנחקרו ברשות ניירות ערך בשנים האחרונות - החשד להשפעה על שערי אג"ח מדינה ואג"ח קונצרני

24. הי"ש 22 לעיל, שם.

במסגרת פעילות הנוסטרו של בית ההשקעות פסגות. בעקבות החקירה, הוגש כתב אישום כנגד שניים מעובדי פסגות לשעבר ואחרים, על פיו מיוחס לנאשמים ביצוע פעולות במסחר שנועדו, לכאורה, להעלות או להוריד את שעריהם של ניירות הערך האמורים. עיון בפירוט המובא בכתב האישום אודות העסקאות שביצעו הנאשמים, מלמד על פעילותם הערה במיוחד בשלב הנעילה, אשר הגיעה במקרים מסויימים כדי 100% מהמסחר באותו נייר ערך בשלב הנעילה. עם זאת, נכון למועד כתיבת שורות אלו, בית המשפט עדיין נמצא בשלביה המוקדמים של שמיעת הראיות, ועל כן צפוי לעבור עוד זמן רב עד שתיאמר בתיק המילה האחרונה. לפיכך, אנו מוצאים את עצמנו תוהים, מה טעם מצאה הרשות באזכור סוג פעילות זה בעמדת הסגל? האם עלינו להבין מעמדת סגל זו, כי המסחר בשלב הנעילה אסור? חשוב לזכור, כי גם אם הרשות סבורה, כי מסחר ער בשלב הנעילה עשוי לעורר חשד לתרמית, הרי שמדובר בפעולה מותרת שאין להגבילה במסגרת עמדת סגל רשות. ומה אמור משקיע בניירות ערך לעשות עם הידיעה, כי מסחר ער בשלב הנעילה עשוי לעורר את חשדה של הרשות? לעניות דעתנו, אם אכן הרשות ביקשה ליצור "כלי עזר לפעילות בשוק ההון" כפי שהרשות העידה על טיבה ועל מטרתה של עמדת הסגל, הרי שהיה עליה להמשיך ולפרט קווי פעולה המנחים את הציבור, כיצד יש לסחור בניירות ערך בשלב הנעילה, ולא להסתפק באמירה הכללית, כי פעילות זו עשויה לעורר חשד לתרמית.

השתלטות על נייר ערך לצורך השפעה על השער

השפעה על שער נייר ערך המתרחשת כתוצאה מהזרמת הוראות מסחר או ביצוע עסקאות ממש ויצירת עודף ביקוש או עודף היצע של אותו נייר ערך. כדי להמחיש סוג פעילות זה, הביאה הרשות כדוגמה גורם בשוק ההון המחזיק כמות נכבדת של נייר ערך כלשהו, ומזרים הוראת קנייה לאותו נייר ערך בשער גבוה בסוף שלב המסחר הרציף ובמהלך שלב הנעילה, ותופס בדרך זו נתח משמעותי מסך הביקושים לאותו נייר ערך. גם כאן הדגישה הרשות, כי תנאי בלעדיו אין לפעילות זו הינו, כי מטרת אותו גורם הייתה להשפיע על שער הנעילה, ובכך להעלות את שווי אחזקותיו.²⁵ דוגמה זו אינה מקרית, והיא מבוססת באופן מובהק על התשתית העובדתית המונחת בבסיס פרשת **כבירי**,²⁶ אשר נדונה בשתי ערכאות שהסתיימו בהכרעה הדוחה את עמדת הרשות.

באותו המקרה, התביעה נכשלה ולא הצליחה להוכיח, כי הגורמים שהיו מעורבים בהזרמת הביקושים, אכן התכוונו להעלות את שער המניה, בעיקר מכיוון שבית המשפט השלום, אשר ששמע את עדותם של אותם גורמים, החליט, כי אלה האחרונים (והכחשתם שהיו מכווני שער) מהימנים עליו. כלומר, הן בית המשפט השלום בשבתו כערכאה ראשונה והן בית המשפט

25. עמדת הסגל, עמ' 4, סעיף 6(3).

26. ת"פ (ת"א) 2587/06 מדינת ישראל פרקליטות מיסוי וכלכלה (מחוז ת"א) נ' כבירי מרדכי (13.3.2008), פורסם בנבו; ע"פ (ת"א) 70271/08 מדינת ישראל נ' מרדכי כבירי (20.5.2009), פורסם בנבו.

המחוזי בשבתו כערכאת ערעור, לא חשבו שהתיאור הנסיבתי היבש (בעל אחזקה משמעותית בנייר ערך מזרים ביקושים בסוף השלב הרציף ובמהלך שלב הנעילה, ומהווה חלק משמעותי מצד הביקוש של אותו נייר ערך) מספיק, והתביעה נדרשה להוכיח מעל לספק סביר (אך נכשלה) כוונה להשפיע על שער נייר הערך.

אם כך, שוב יש לשאול, מה הועילה הרשות בתקנתה? אין צורך בעמדת סגל כדי להבין שהזרמת ביקושים ו"השתלטות" על המסחר באותו נייר ערך במטרה להשפיע על שער, הינה עבירה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק. גם בתי המשפט שדנו בפרשת **כבירי**, הבינו זאת היטב. הקושי שהיה שם הוא, שהתביעה לא הצליחה להוכיח את אותה מטרה להשפיע על השער, ולכן כל התיק קרס. המרכיב הנסיבתי אינו מוסיף דבר, פרט לכך שעמדת הסגל הבהירה לנו (את שכבר ידענו מעיון בכתב האישום בפרשת **כבירי**), שהרשות סבורה, כי נסיבות אלו מעוררות חשד. ועתה, לאור עמדת הסגל, מה אמור לעשות בעל אחזקה משמעותית בנייר ערך, המעוניין להגדיל את כמות האחזקות באותו נייר? להימנע מהזרמת ביקושים בשלב הנעילה? ואם הימנעות זו פוגעת בסיכויי להגדיל את אחזקותיו, האם גם אז עליו להימנע ממסחר בשלב הנעילה? גם כאן, לעניות דעתנו, החמיצה הרשות הזדמנות להתוות סטנדרטים רצויים בשוק ההון. אין לציבור שום תועלת אמיתית בהיכרות המחודשת עם נסיבות פסק הדין בעניין **כבירי**. יש לציבור צורך אמיתי בעמדות סגל המתוות "נמל מבטחים" שינחה אותו איך לפעול, מבלי לחשוש מכך שיום אחד יהיה על מזרים הביקושים להצדיק את מעשיו בפני חוקר הרשות בחדר חקירות..

למען שלמות התמונה וההגינות נציין, כי פסק הדין בעניין **כבירי** אינו מאפיין את הפסיקה בתחום. כאשר מדובר בהתנהגות תרמיתית מובהקת - היינו קיים מצג כוזב (ישיר או עקיף) המטעה אחרים, בית המשפט אינו נוקט בגישה פייסנית. כך לדוגמה בפרשת **חרובי**,²⁷ קבע בית המשפט, כי המערערים יצרו עודף ביקוש מלאכותי, ובכך גרמו לעלייה מלאכותית בשער המניה. כוונת התרמית הוכחה באותו מקרה באמצעות ראיות נסיבתיות, ונתמכה, בין היתר, בפעולות הבאות: רכישת כמות גדולה של מניות בסמוך לתחילת המסחר; לקיחת הלוואה בנקאית גדולה החורגת ממסגרת האשראי ליום אחד; ומכירה הדרגתית של רוב המניות שנרכשו (תוך גרימת עליית שער מקסימלית) עוד באותו היום. בית המשפט קבע שם, כי לרצף פעולות אלו לא יכול להיות הסבר סביר, וכי ההסבר הסביר היחיד לפעילות האמורה הינו השפעה תרמיתית על שער המניות.

27. רע"פ 2184/96 חיים חרובי נ' מדינת ישראל, פ"ד נד(2) 114 (23.3.1998), פורסם בנבו.

שמירה על שער מינימום של נייר ערך

סוג נוסף של פעילות המקימה חשד לתרמית במסחר בניירות ערך, הינו הזרמת הוראות במטרה למנוע ירידת שער, בכדי למנוע תוצאות שליליות למנפיק, לבעל השליטה או לבעל אינטרס אחר בשער נייר הערך. לשם המחשת הפעילות, הביאה הרשות כדוגמה בעל שליטה ששיעבד את ניירות הערך של החברה בשליטתו לטובת הלוואה, ורכש את נייר הערך תוך העלאת השער במטרה למנוע דרישה מצד המלווה להגדלת הבטוחה.²⁸ לעניות דעתנו, גם סוג פעילות זה אינו מסייע לקורא להבין ממה עליו להימנע, ואלו פעולות מהוות עבירה פלילית. הרי גם כאן, התפאורה אינה משנה דבר. אם אדם (שיכול להיות בעל שליטה בחברה ציבורית, בעל עניין או סתם משקיע בניירות ערך) פועל במטרה לגרום להעלאה של שער נייר ערך - ייתכן מאוד שמדובר בעבירה פלילית. עם זאת, אם אותו אדם רוכש מניות נוספות על אלו שרכש בעבר, מכיוון שהוא מאמין בחברה ומאמין במניה, ולא מתוך מטרה לגרום להעלאת שער, הוא אינו מבצע עבירה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק, ואין זה משנה אם הוא מקווה, מאמין או רוצה בכל מאודו ששער המניה יעלה. למעשה, הגיוני שאדם המחזיק כמות גדולה של מניות שהנפיק תאגיד מסוים, יקווה, יאמין וירצה בכל מאודו ששער המניה יעלה. זו בדיוק הסיבה שהוא רכש את המניות מלכתחילה, כדי שערך יעלה והוא יגרוף לעצמו את הרווח, ואין בכך כל רע.

ושוב, מדובר בסוג פעילות שזכה להתייחסות הפסיקה, אך לאו דווקא באופן שאליו כיוונה הרשות. כך למשל, בעניין **גרינפלד**²⁹ דובר בבעל שליטה אשר הואשם בביצוע רכישות של מניות התאגיד שבשליטתו, במטרה לגרום לעליית שערן וזוכה בשתי ערכאות. בעניין זה, הצהיר בית המשפט, כי אמונתו של בעל שליטה בשווי החברה שבבעלותו וכוונתו להגדיל את החזקותיו במניות ולהחזיק בהן, הן שיקול לגיטימי, וחובה על מי שבוחן את הנושא ליתן דעתו גם להיבט זה. בהקשר זה, הוסיף בית המשפט וקבע, כי האלטרנטיבה - דחיית רכישת המניות, תוך הסתכנות באיבוד ההיצע לטובת רוכש אחר - הינה דרישה בלתי מתקבלת על הדעת ובלתי סבירה.³⁰ עם זאת, בית המשפט בעניין **גרינפלד** הכיר גם בכך שלעיתים, פקודות רכישה לגיטימיות לכאורה, עשויות להפוך לבלתי לגיטימיות אם מה שמנחה אותן הוא כוונה להשפיע על השער.³¹ כדוגמה לנסיבות שכאלה, הביאה הפסיקה רכישות המבוצעות בעיתוי מסוים, באופן שגורם להעלאת שער המניה או מונע את ירידתו, או מכירת מניות בדרך תרמית המשפיעה על השער, כך שהמכירות מבוצעות בשער הרצוי לאותו מוכר ולא במחיר השוק. מקרים אלה, כך אליבא דבית המשפט, נופלים לגדרו של סעיף 54(א)(2) לחוק, שכן הפעילות במסחר הייתה מלווה בכוונה להשפיע על השער בדרכי תרמית.³²

28. עמדת הסגל, עמ' 4, סעיף 7(3).

29. ת"פ (ת"א) 2617/04 **מדינת ישראל נ' גרינפלד יוסף** (25.2.2008), פורסם בנבו.

30. שם.

31. שם.

32. ע"פ (ת"א) 70226/08 **מדינת ישראל נ' יוסף (בן משה) גרינפלד** (21.12.2008), פורסם בנבו.

פעילות במסחר במטרה להשפיע על תוצאותיו של אירוע משמעותי

סוג פעילות נוסף המצוי ברשימת המעשים החשודים שהציעה הרשות במסגרת עמדת הסגל, הינו הזרמת הוראות מסחר בסמוך להתרחשות אירוע משמעותי, כאשר לשער יש השפעה על תוצאת אירוע זה. אחת הדוגמאות שמביאה הרשות להמחשת סוג פעילות זה, מזכירה באופן בולט את פרשת **אופמת**, שגם היא כמו פרשות נוספות שהזכרנו במאמר זה, נדונה בשתי ערכאות, ובשתייהן סירב בית המשפט לקבל את עמדת הרשות.

פרשת **אופמת** סבבה סביב פעילות מסחר שהתרחשה ערב כניסתה של מניית פרטנר לסל המעו"ף. באותו מקרה, שניות ספורות לפני סיום המסחר בבורסה, ניתנה הוראת קנייה של 28,000 מניות פרטנר בשער הגבוה ב-49% משער הבסיס. הוראה זו הביאה לעליית השער ב-49%, ולאופמת רווח של מיליוני שקלים. למרות תחושת "חוסר הנחת" ו"חשד כי מדובר במניפולציה שמטרתה להביא להעלאת השער, שאכן הביאה לתוצאה המקווה", זוכו הנאשמים מהעבירות שיוחסו להם, הן בבית משפט השלום והן בבית משפט המחוזי.³³ למעשה, בית המשפט עמד על כך, שעיתוי העברת ההוראות - שניות לפני תום המסחר - אינו מצביע בהכרח על כוונה להשפיע על השער. לעניין זה, הפנה בית המשפט גם להוראות הבורסה, אשר אינן אוסרות פעילות בשניות האחרונות של המסחר.

למעשה, עיינו רואות, כי חרף ניסיונה של הרשות לצקת תוכן וודאות לתוך עבירה שהוגדרה בצורה רחבה וכוללנית בכוונת תחילה, הרי שמדובר בניסיונות שנעשו במסגרת תיקים שהובאו לפתחם של בתי המשפט השונים, ובמקרים לא מעטים, התזה שניסתה הרשות לקדם נדחתה על ידי בית המשפט. כלומר, ההקשר הנסיבתי כשלעצמו - הכולל את: זהות הגורם העומד מאחורי הפעילות במסחר; עיתוי הפעילות במסחר; היקף המסחר; ומניעים כאלה ואחרים - הינו בעל משקל מועט, ולעולם אינו מהווה תחליף לצורך התביעה להוכיח מעל לכל ספק סביר, כי מבצע הפעילות במסחר פעל במטרה להשפיע על שער נייר ערך. לפיכך, לא נותר לנו אלא לשוב ולשאול, כיצד עמדת הסגל אמורה "לשמש כלי עזר לפעילים בשוק ההון"?

4. אם הכול אסור - אז מה מותר?

בעמדת הסגל שפרסמה הרשות נאמר, כי מסמכים דומים קיימים גם במדינות אחרות, תוך אזכור הדירקטיבה האירופית בנושא תרמיות במסחר והנחיות ארגון רשויות ניירות הערך האירופאי (ESMA).³⁴

33. ע"פ (ת"א) 70384/08 מדינת ישראל נ' אופמת השקעות (23.11.2009), פורסם בנבו.

34. עמדת הסגל, עמ' 2.

אכן, רגולטורים מקבילים לרשות במדינות זרות פרסמו חוזרים בסוגיה זו. ואולם, בשונה מהרשות, על פי רוב, משטרים רגולטוריים מערביים אינם מסתפקים רק בתיאור דפוסי פעילות תרמיתית, אלא מתייחסים גם לדרכי פעולה מותרות, המאפשרות פעילות מסחר בניירות ערך ללא חשש מפעולות אכיפה. דרכי פעולה מותרות אלו זכו לכינוי "נמל מבטחים". כפי שתואר לעיל, סעיף 1-2(a) ל- Article 1 לדירקטיבה האירופית שהזכירה הרשות בעמדת הסגל, מגדיר את המונח "Market Manipulation" וקובע, כי במסגרת זו, נכללות פעולות במסחר שנועדו ליצור מצג שווא בקשר לביקוש, להיצע או למחיר של נייר ערך, וכן פעולות שנועדו לשנות את שער נייר ערך באופן מלאכותי. ואולם, בהמשך ישיר של פסקה זו, קובע פרלמנט האיחוד האירופי, כי הפעולות האמורות לא ייחשבו כ-"Market Manipulation", אם האדם שביצע אותה פעילות במסחר יכול להראות שפעל מתוך מניעים לגיטימיים, ושנקט בדרכי פעולה מקובלות בזירת המסחר שבה פעל³⁵. יתר על כן, Article 8 לדירקטיבה האירופית קובע במפורש, כי האיסורים הקבועים בדירקטיבה בנוגע לתרמית בניירות ערך, לא יחולו על רכישות עצמיות של תאגידים ועל פעולות ייצוב מחיר נייר ערך, ולשם הסדרת החריג האמור, תוקנו תקנות מיוחדות.³⁶ בהתאם לבסיס חקיקתי זה, אימצו מרבית הרגולטורים המדינתיים באירופה את התקנות האמורות והוסיפו ויצקו תוכן וודאות בכל הקשור לתחולת המונח "דרכי פעולה מקובלים". כך למשל, במהלך שנת 2005, אישר הרגולטור הצרפתי, ה-AMF, שורה של פרקטיקות שוק בקשר לעשיית שוק ורכישות עצמיות, כ"דרכי פעולה מקובלות" ("Market Practices").³⁷

דוגמה נוספת ניתן למצוא בחוזר 2013/8 שפירסם הרגולטור השווייצרי FINMA, שעניינו Market Conduct Rules. בחוזר זה מונה הרגולטור השווייצרי 11 פעולות, אשר לדידו מהוות הפרה של הסעיף האוסר תרמית במסחר בניירות ערך.³⁸ שלא במפתיע, מונה רשימה זו סוגי פעילויות במסחר הדומים מאוד לדוגמאות המובאות בעמדת הסגל שפרסמה הרשות, ובכלל אלו פעולות מניפולטיביות מובהקות, כגון עסקאות עצמיות ועסקאות מתואמות. עם זאת, ובניגוד לעמדת הסגל הישראלית, מוזכרות בחוזר זה גם

35. ובלשונו של המחוקק האירופי:

"Market Manipulation" shall mean: (a) transaction or orders to trade... unless the person who entered into the transactions or issued the orders to trade establishes that his reasons for so doing are legitimate and that these transactions or orders to trade conform to accepted market practices on the regulated market concerned."

36. Commission Regulation (EC) N. 2273/2003 of 22 December 2003, implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and the Council as regards exemptions for buy-back programmes and stabilization of financial instruments.

37. AMF Instruction no. 2005-06; AMF Instruction no. 2005-07; AMF Decision, 22/3/2005 regarding the acceptance as a market practice of the repurchase of shares to be kept and later delivered in payment or in exchange in the context of external growth transactions; AMF Decision, 22/3/2005 regarding the acceptance of liquidity contracts as a market practice.

38. Circular 2013/8 Market Conduct Rules, Supervisory rules for market conduct in securities trading, finma, at: <http://www.finma.ch/e/regulierung/Documents/finma-rs-13-08-e.pdf>

פעולות במסחר שהרגולטור השוויצרי רואה אותן כלגיטימיות. בין הפעולות הנכללות בקטגוריה אחרונה זו, ניתן למצוא פרקטיקות מוכרות בתחום עשיית השוק (Market Making) והזרמת הוראות לצורך אספקת נזילות, אך גם פעולות פחות מובנות מאליהן, כגון הזרמת הוראות קנייה ומכירה לאותו נייר ערך (או ניירות ערך שונים אך קשורים הנסחרים, לדוגמה, בזירות מסחר שונות) למטרות ארביטראז'.³⁹ דוגמה מעניינת נוספת לפעילות שתיחשב למותרת, היא העברת ניירות ערך באמצעות זירת מסחר עצמאית מחשבון נוסטרו אחד לחשבון נוסטרו אחר בתוך אותו בית השקעות, כל עוד הפעולות הנגדיות (החשבון שמכר והחשבון שרכש) נעשו בצורה עצמאית וללא תיאום מוקדם בין החשבונות.

אך לא זו אף זו. מעבר לעובדה שכבר בגוף הפרסום של הרגולטור השוויצרי קיים פירוט אודות פעולות מסחר מותרות (ובין אלו גם פעולות שאינן טריוויאליות, כפי שהודגם לעיל), הרי שחשוב לזכור את הסביבה החקיקתית שבמסגרתה הוא פורסם. בחודש מאי 2013, מספר חודשים לפני הפרסום של FINMA, נכנסו לתוקף שני תיקוני חקיקה שהתייחסו באופן מפורש וישיר לתרמית בניירות ערך (וכן לשימוש במידע פנים).⁴⁰ מכיוון שמדובר בתיקונים המגדירים באופן רחב פעילות תרמית במסחר, הסמיך המחוקק באופן מפורש את הממשלה השוויצרית לקבוע כללים בדבר התנהגויות מותרות ו"נמלי מבטחים".⁴¹ על בסיס הסמכה זו, אימצה הממשלה "נמלי מבטחים" מפורטים בתחום הרכישות העצמיות וייצוב שערי ניירות ערך וכן בשורה של סוגי פעילות מסחר שנועדו לאפשר לשוק ההון לפעול בצורה יעילה וללא חשש, כגון עשיית שוק ומסחר בסוגי ניירות ערך מסויימים.⁴²

בעמדת הסגל שפרסמה הרשות, הודגש מצג השווה כתנאי הכרחי לצורך קיומה של עבירה או הפרה, לפי העניין. ואולם, מכיוון ש"כל השתתפות במסחר היא בעלת פוטנציאל להשפיע על השער, (ו)הגבול בין השפעה מניפולטיבית על השער ובין פעילות מותרת הוא לעיתים דק שבדק",⁴³ נעוץ האתגר האמיתי בהוכחת מצג שווה תרמיתי. גופים הפעילים בשוק ההון אינם זקוקים לריכוז פעילויות במסחר שבצורה כזו או אחרת, ובתנאי שתוכח כוונה תרמית, הם יוצרים מצג שווה תרמיתי. גופים שוחרי חוק וסדר הפעילים בשוק ההון, זקוקים לוודאות משפטית שתתמרץ אותם לפעול ללא חשש. ודאות זו מושגת באמצעות תיאור פעילויות מותרות ובאמצעות "נמלי מבטחים", כפי שתואר לעיל ויודגם להלן.

39. ה"ש 38 לעיל, עמ' 6.

40. Stock Exchange Act (SESTA); Stock Exchange Ordinance of the Swiss Federal Council (SESTO).

41. Articles 33e and 33f SESTA.

42. Articles 55b-d SESTO (Share Buy-backs); Article 55e SESTO (Stabilization upon public offering);

43. Article 55f SESTO (Certain other securities transactions).

ראו ה"ש 4 לעיל.

5. רכישות עצמיות המבוצעות באמצעות "נמל מבטחים"

בעמדת הסגל פירטה הרשות סוגי פעילויות במסחר המקימים, לדידה, חשד לתרמית בניירות ערך. בין סוגי פעילויות אלה ניתן למצוא: ביצוע עסקאות במסחר, תוך השפעה על שער נייר הערך במטרה ליצור מצג שווא בדבר קיום מסחר ער בניירות ערך או שינויים בשער; ⁴⁴ הזרמת הוראות במסחר וביטולן לפני ביצוע עסקאות במטרה ליצור רושם כאילו יש היצע או ביקוש אמיתי בהגבלות שערים אלה ובכך להשפיע על שער נייר הערך; ⁴⁵ וכן הזרמת הוראות ו/או ביצוע עסקאות על ידי גורם כלשהו בניסיון ליצור עודף ביקוש או עודף היצע של נייר הערך על מנת להשפיע באופן ישיר או עקיף על שערי הקנייה או המכירה של אותו נייר ערך. ⁴⁶ כפי שהוסבר לעיל, כדי שלפירוט האמור יהיה ערך פרקטי שיסייע לגורמים המעורבים במסחר בשוק ההון לכלכל את צעדיהם, יש לנטרל את רכיב המטרה הפסולה, שכן ברור, כי התקיימותה הופכת את המסכת הנסיבתית לעבריינית.

עתה, ניקח לדוגמה חברה שהנפיקה אגרות חוב לציבור ומבקשת לשפר את מאזנה ולצמצם את חובותיה באמצעות ביצוע רכישות עצמיות של אגרות החוב שהנפיקה בהיקף משמעותי. עוד נניח, כי המסחר השוטף באגרות החוב האמורות, הינו דליל ביותר. בסיטואציה זו, אותה חברה תיפול באופן אוטומטי לגדרי שלושת סוגי הפעילות המנויות לעיל: המסחר הער באג"ח דל-הסחירות יגרום קרוב לוודאי, להשפעה על שער נייר הערך וייצור מצג ברור מאוד אודות המסחר באותו אג"ח; במקרים שבהם יתקשה הברוקר לשים את ידו על אג"ח בטווח המחירים שהוגדר לו, בהחלט ייתכן שיהיו הוראות קנייה שיבוטלו; וכן, אין ספק, כי הוצאה לפועל של תכנית רכישה עצמית בהיקף משמעותי, בוודאי באג"ח דל-הסחירות, עשוי ליצור עודף ביקוש העשוי להשפיע באופן ישיר או עקיף על שער האג"ח.

למען ההגינות נציין, כי ברור לנו שלא לדוגמה זו כיוון סגל הרשות בפרסום עמדת הסגל, ואין לנו ספק, כי ביצוע תכנית רכישה עצמית זו לא יקים חשד לתרמית במסחר בניירות ערך. ואולם, צריך לזכור שלא כל מה שברור לסגל הרשות ברור לשוק ההון, וכמילות השיר הידוע "דברים שרואים משם - לא רואים מכאן". ⁴⁷ כמו כן, איך תדע הרשות - שסביר כי תבחין בפעילות הערה במסחר באג"ח דל-הסחירות - כי אכן לא מסתתרת מאחורי אותה פעילות כוונה תרמית להשפיע על שער נייר הערך? כפי שמעידה עמדת הסגל, בהחלט ייתכן, כי במבט מן הצד, עשוי להתעורר חשד אשר עשוי להוביל לפתיחה בחקירה. החשש המובן מחקירה ומהצורך להתייצב (או להילקח) בפני חוקר של הרשות ולנסות להצדיק, בדיעבד, את אותה תכנית רכישה עצמית, יכול וצריך להיות מטופל באמצעות "נמל מבטחים", אשר יאפשר

44. עמדת הסגל, עמ' 3, סעיף 3(3) "ביצוע עסקאות כמצג שווא".

45. שם, עמ' 4, סעיף 3(4) "מתן הוראות ללא כוונת ביצוע".

46. שם, סעיף 3(6) "השתלטות על נייר ערך לצורך השפעה על השער".

47. יענקלה רוטבליט, "לקחת את ידי בידך".

לגורמים הפעילים במסחר בשוק ההון להתרכז בזמן אמת בפעילות העסקית, מבלי לחשוש מאכיפה עתידית. גם הרשות מודעת היטב לאמצעי זה, ואף עשתה בו שימוש בנושא זה בדיוק - רכישה עצמית של ניירות הערך על ידי תאגיד - בקשר לאיסור הקבוע בפרק ח'1 לחוק ניירות ערך: איסור שימוש במידע פנים. לטענתנו, עתה הגיעה העת ליצור "נמל מבטחים" חדש, אשר ייתן מענה לאיסור הקבוע בסעיף 54(א)(2) לחוק - תרמית במסחר בניירות ערך.

רכישות עצמיות ותוכנם של "נמלי מבטחים" בתחום זה

מבלי להרחיב את הדיבור על נושא רכישות עצמיות של ניירות ערך על ידי התאגידים שהנפיקו אותם, נאמר רק, כי מדובר בפעילות לגיטימית ומוכרת שמקובל להצדיקה, בעיקר לצורך הקטנת ההון והחוב המונפקים בקשר להמרת אגרות חוב למניות או תכניות אופציות לעובדים.⁴⁸ כמו כן, מקובל לראות ברכישות עצמיות גם כאמצעי לגיטימי לשליחת מסר חיובי לשוק לגבי כדאיות ההשקעה בניירות הערך של התאגיד, ואפילו כאמצעי להשקעת יתרות מזומנים כאשר אלטרנטיבות עדיפות אינן זמינות.⁴⁹ לפיכך, וכדי לעודד תאגידים לבצע רכישות עצמיות כשהם סבורים, כי הדבר כדאי ונכון עבורם, פרסמו רגולטורים רבים "נמלי מבטחים" המתווים תנאים ותהליכים המקנים למי שעומד בהם, הגנה מפני אכיפה אפשרית עתידית. כפי שצוין לעיל, האיחוד האירופי יצר "נמל מבטחים" שכזה כבר בדצמבר 2003, אשר אומץ על ידי רגולטורים אירופאים רבים, אך מנגנון זה אומץ גם בצדו השני של האוקיאנוס האטלנטי - בארצות-הברית.

"נמל המבטחים" האמריקאי מוכר בכינויו Rule 10b-18, והוא אומץ על ידי נציגות ניירות הערך האמריקאית (Securities Exchange Commission) בשנת 1982.⁵⁰ מעניין לציין, כי במסגרת "נמל המבטחים" האמריקאי, אין דרישה, כי החברה תדווח לציבור על ביצוע תכנית רכישה עצמית, אך דיווח כאמור, עשוי להיות דרוש לאור דיני ניירות הערך הכלליים, הממשיכים כמובן, לחול כל העת גם על חברות ציבוריות במצבים אלה. עם זאת, "נמל המבטחים" קובע כללים ברורים לגבי: האופן שבו מבוצעות הרכישות; תזמון הרכישות; המחיר המקסימלי המותר לצורך ביצוע הרכישות; והיקף הרכישות. מכיוון שאנו סבורים, כי תנאי "נמל המבטחים" ממחישים את עמדתנו בנוגע למרכיב החסר בעמדת הסגל שפרסמה הרשות, יובא להלן פירוט קצר של התנאים שקבעה ה-SEC בקשר לרכישות עצמיות:

א. **האופן שבו מבוצעות הרכישות** - ככלל, על פי תנאי "נמל המבטחים", יש לבצע את כל הרכישות בכל יום נתון באמצעות ברוקר אחד. עם זאת,

48. ראו לדוגמה תקנות האיחוד האירופי, ה"ש 36 לעיל, ב-3 Article למסמך.

49. Gerd D. Thomson, Of Counsel, "Frequently Asked Questions about Rule 10b-18 and Stock Repurchase Programs," p. 2, Morrison & Foerster LLP, 2013.

50. הכלל הוטמע בקודיפיקציה הפדרלית תחת המספור: 17 CFR 240.10B-18, שותרתו: " Purchases of certain equity securities by the issuer and others ."

החברה הרוכשת (או הגוף המבצע את הרכישות מטעמה) רשאית להיעזר בברוקר אחר לצורך ביצוע רכישות שלא במהלך שעות המסחר הרגילות. המטרה של כלל זה היא למנוע יצירת מצג שווא בדבר קיום מסחר ער במיוחד או ביקושים בהיקף כוזב. כזכור, אלה שניים מסוגי הפעילויות שאותן ביקשה הרשות בישראל למנוע באמצעות עמדת הסגל. ה-SEC, לעומת זאת, משיג את אותה פעולה באמצעות תנאי במסגרת "נמל מבטחים".

ב. **תזמון הרכישות** - חברה המבצעת רכישות עצמיות, אינה רשאית לבצע את העסקה הראשונה בזירת המסחר בה היא פועלת. כמו כן, חברה המבקשת ליהנות מההגנה שמעניק "נמל המבטחים", מנועה מביצוע רכישות במהלך עשר הדקות או חצי שעה שלפני סיום שלב המסחר העיקרי. פרק הזמן האמור מוכתב על ידי היקף המסחר הממוצע במהלך ארבעת השבועות שלפני ביצוע הרכישות על פי תכנית הרכישה.⁵¹ כזכור, גם בעמדת הסגל, עמדה הרשות על הפוטנציאל התרמיתי המוגבר כשמדובר בעסקאות המבוצעות בסוף השלב הרציף ובמהלך שלב הנעילה. גם כאן, השיגה ה-SEC את אותה תוצאה באמצעות תנאי הקבוע ב"נמל המבטחים", תוך מתן תמריץ ממשי לחברות המבקשות לבצע רכישות עצמיות לעמוד בתנאים אלה.

ג. **המחיר המקסימלי לביצוע הרכישות** - ככלל, חברה המבצעת רכישה עצמית בנייר ערך הנסחר בזירת מסחר המציגה לפחות שתי שכבות של הצעות רכישה ומכירה, מוגבלת ברכישותיה למחיר הגבוה מבין שתי האלטרנטיבות הבאות: המחיר המקסימלי המצוטט כ-bid עצמאי או מחיר העסקה האחרון שבוצע. בניירות ערך הנסחרים בזירות אחרות, יהיה על החברה לבדוק את ה-bid העצמאי הגבוה ביותר אצל שלושה ברוקרים עצמאיים כדי לקבוע את המחיר המקסימלי המותר לצורך ביצוע הרכישות. עסקאות המבוצעות לאחר שעות המסחר, כפופות גם הן למגבלת מחיר שאינה יכולה לעלות על המחיר הנמוך מבין שתי האלטרנטיבות הבאות: שער נייר הערך בתום שלב המסחר הרציף או מחיר העסקה האחרון שבוצע. יש לציין, כי ה-SEC מאפשר גמישות מסוימת בעסקאות בהיקף רחב בהתקיים תנאים ספציפיים שפרסמה הנציבות. בדומה לשני התנאים הקודמים, גם כאן, השיגה ה-SEC באמצעות "נמל המבטחים", תוצאה דומה לזו שהרשות ביקשה להשיג באמצעות עמדת הסגל שפרסמה - הגבלת פעילות מסחר בניירות ערך, שמטרתה להשפיע על שער הנייר באצטלה של פעילות לגיטימית ומוצדקת.

51. כאשר היקפים הממוצעים גדולים - חברה מנועה מביצוע רכישות במהלך עשר הדקות שלפני סיום שלב המסחר העיקרי, וכאשר ההיקפים הממוצעים קטנים יותר - החברה מנועה מביצוע רכישות במהלך 30 הדקות שלפני סיום שלב המסחר העיקרי.

ד. **היקף הרכישות** - על פי תנאי "נמל המבטחים", חברה המבצעת רכישה עצמית, מוגבלת ברכישותיה להיקף עסקאות שלא יעלה על 25% מהיקף המסחר היומי הממוצע בארבעת השבועות שקדמו לתכנית הרכישה. ככלל, גם עסקאות ג'מבו נכללות בהיקף עסקאות מוגבל זה, בכפוף לתנאים המפורטים ב"נמל המבטחים". כזכור, אחד מסוגי הפעילות החשודים כתרמית שמנתה הרשות בעמדת הסגל, היה השתלטות על נייר ערך לצורך השפעה על השער. הרשות אף הציגה כדוגמה לסוג פעילות זה, גורם בשוק בעל אחזקה משמעותית בנייר הערך, המזרים הוראת קנייה לאותו נייר ערך בשער גבוה, ובאופן המהווה חלק משמעותי מצד הביקוש של נייר הערך. דומה, כי אין צורך להכביר מילים על כך, שגם כאן, "נמל המבטחים" משיג את היעד הרצוי באמצעות כלי המספק ודאות למשקיע ומתמרץ אותו לפעול.

6. סיכום ומסקנות

כפי שפורט לעיל, לדעתנו, עמדת הסגל מעוררת קשיים במספר מישורים:

ראשית, המסמך מתמקד בתיאור פעילות עבריינית, אך אינו מספק קווים מנחים ברורים אשר יסייעו לגופים המעורבים במסחר בניירות ערך בפעילותם.

שנית, המסמך מציג תיאורים נסיבתיים ספציפיים כהתנהגות עבריינית, בשעה שבתי משפט שדנו בדיוק באותן נסיבות עובדתיות, לא בהכרח קיבלו את עמדת הרשות, ולא בהכרח סברו, כי מדובר בהתנהגות העולה כדי עבירה פלילית.

שלישית, המסמך יכול היה לשמש כתשתית לגיבוש של "נמלי מבטחים" במספר סוגי פעילות שעמדת הסגל נוגעת בהם. כוונתנו היא בעיקר לתחומים שבהם מקובל במרבית המשטרים הרגולטוריים הזרים, לאפשר לגופים לבצע פעולות במסחר ללא חשש מפני אכיפה עתידית אפשרית, כגון: רכישות עצמיות, עשיית שוק, ייצוב שער נייר ערך ועוד.

החדשות הטובות הן שלא מאוחר מדי, ועמדת הסגל שפרסמה הרשות הנו מקיף ומפורט דיו כדי לשמש כתשתית איתנה לגיבוש "נמלי מבטחים" המותאמים לשוק ההון הישראלי ולמאפייניו. יצירת "נמלי מבטחים" כאמור ישרתו את שוק ההון הישראלי ויתרמו לפיתוחו, וככל שתקדים הרשות לפעול בהקשר זה - כן ייטב.