



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

בעניין: מדינת ישראל

ע"י ב"כ עו"ד ציפי גז ועו"ד אופיר רוטשילד התובעת

נגד

1. אופמת השקעות בע"מ

2. גולן כהן

3. רונן רשף

ע"י ב"כ עוה"ד גיורא אדרת ויפעת מנור-נהרי - הנאשמים

מטעם נאשמים 1 ו- 3

דן שיינמן, נוית נגב, וגל הררי-

גולדמן מטעם נאשם 2

הכרעת – דין

פתח דבר

בפתח הדברים, אציין כי בתיק הנדון בפנינו, החלטתי לזכות את הנאשמים מן העבירות אשר יוחסו להם בכתב האישום, וזאת, מחמת הספק.

ניהול ההוכחות בתיק, התפרס על פני למעלה מ- 20 ישיבות, במהלכן נשמעו עדים מקצועיים והוגשו מוצגים רבים. כן התקיים ביקור בחדר עסקאות ביום פקיעה של מדד המעו"ף בכדי להתרשם ישירות מפעילות יום המסחר בדקותיו הקריטיות ומפעילותם של הנאשמים.

בשים לב לכל אלה, הוקלט המשפט מתחילתו ותומלל לכתובים. פרוטוקול המשפט משתרע על פני למעלה מ- 2,600 עמודים, המאוגדים בקלסרים רבים. המוצגים תופסים מספר ארגזים. בשלב



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

מסוים תמלול הפרוטוקול נתקל בתקלה רצינית כשתאריכי הדיונים ומספרי העמודים והשורות התבלבלו לחלוטין. בנסיבות אלה, חסד עשו עמי ב"כ הצדדים, אשר סידרו את הפרוטוקול והגישו את סיכומיהם בפורמט דיגיטאלי תוך תמצות מהלך המשפט. דומני, כי בלא התמצות האמור וסיכומי הצדדים בעל פה ביום 8.7.07, השתלטות על חומר הראיות במשפט ועל הפרוטוקול, הייתה בוודאי, משימה קשה, אם לא בלתי-אפשרית.

חלק א': האישומים:

1. הנאשמים הינם פעילים מקצועיים ביותר בשוק המעו"ף. המדובר בסוחרים מיומנים, המכירים את רזי המסחר, מתורגלים בהתמודדות במצבי לחץ ובמתן מענה מהיר למצבים משתנים, בעלי ניסיון והיכרות עם שיטת המסחר, עם קריאת נתונים מן המסחר בזמן אמת, עיבודם ושימוש בהם לקבלת החלטות תוך כדי המסחר.
 2. פעילי המעו"ף הגדולים הינם סוחרים שליבת פעילותם הינה ארביטראז', והם פועלים במתכונת של פוזיציות מוגבלות סיכון. זו הסיבה שהבנקים מאפשרים להם פעילות במינוף גבוה. לפעילי המעו"ף חשיבות רבה בשוק ההון. מלבד העובדה שבפעילותם הם מאפשרים קיומם של מכשירי השקעה מגוונים, הם אף יוצרים נזילות ומצמצמים פערי מידע ועיוותים שנוצרים בשוק.
 3. הנאשמים הועמדו לדין פלילי בגין עבירות לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק").
- לנאשמים יוחסו שלוש עבירות של השפעה בדרכי תרמית על שער ניירות ערך לפי סעיף 54 (א)(2) לחוק. השאלה המרכזית בה היה על בית המשפט להכריע האם הנאשמים פעלו בימים 25.3.01, 28.3.01, 29.3.01, 25.7.01, 26.7.01 ו- 31.7.01 כאשר מטרתם העיקרית והמרכזית היא השפעה על שער ניירות הערך בהם פעלו.
4. האישום הראשון המיוחס לנאשמים נוגע לפעילותם במניית פרטנר ערב כניסתה למדד ת"א 25. המאשימה טוענת כי הנאשמים פעלו ביום 31.7.01 במטרה להעלות את שער מניית פרטנר, אגב כניסתה אל תוך מדד ת"א 25, באופן שימקסם את רווחיהם תוך פעילות בוטה ואגרסיבית, בכדי לגרום לכך ששער המניה יהיה גבוה באופן משמעותי מממוצע



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

רכישותיהם וזאת תוך שימוש מתוחכם וניצול לרעה של שיטת המסחר שנהגה אז בבורסה לניירות ערך.

5. האישומים השני והשלישי המיוחסים לנאשמים נוגעים לפעילותם בימי ד' ערב פקיעות מרץ ויולי 2001 וכן בימי ה' שלאחריהם בשלב הפתיחה עובר ובסמוך לפני קביעת שער הפתיחה שהוא גם השער הקובע לפקיעה. הנאשמים פעלו, לטענת המאשימה, באופן אשר מלמד כי מטרת פעילותם הייתה להשפיע על שער המדד, דהיינו על שער כל המניות המרכיבות אותו, באופן שייטיב עם הפוזיציה שלהם.

6. התביעה ניסתה להוכיח כי הנאשמים פעלו באופן חריג ובוטה גם בימים אלה, ניצלו לרעה הן את שיטת המסחר והן את כוח הקניה הגדול שלהם כפעילי מעו"ף בולטים ומרכזיים בשוק הנהנים ממינוף גבוה המוענק על ידי הבנקים.

לטענתם, הם נטלו על עצמם סיכונים ובנו פוזיציות חשופות לתנודות שערים, ניצלו לרעה את כוח הקניה שלהם, את מיומנותם ופעלו, שלא כדין, על מנת להשפיע על השערים בהתאם לאינטרס האישי שלהם.

הנאשמים הציגו טענות הגנה כלכליות טובות הנתמכות ע"י חוות דעת מומחה, המבהירות והמצדיקות את פעילותם החריגה בימים דלעיל. התביעה גורסת כי בטענות אלה של הנאשמים אין ממש.

פרק א: האישום הראשון

1. ביום 31.7.01, בוצעה החלפת מניות המרכיבות את מדד ת"א 25. המניות שיצאו מהמסחר ביום זה היו: מט"ב ואלרון. המניות שנכנסו למסחר ביום זה היו פרטנר, מבנה תעשייה ובינלאומי 5. על מנת להתאים את המניות הנכללות בסל המעו"ף לסל המעו"ף שהחזיקו הנאשמים, היה על הנאשמים למכור את המניות היוצאות ולרכוש את המניות הנכנסות.

2. בין התאריכים 23.7.01 – 30.7.01 קנו הנאשמים 217,549 מניות פרטנר בסך של 5,331,587 ₪ לחשבון נאשמת 1 בבנק איגוד מספר 60010/83, הן בארה"ב (באמצעות חברת



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

הברוקרים אוסקר גרוס) והן בבורסה בתל אביב, בהיקף כולל של 217,549 מניות, כמפורט להלן:

תאריך	כמות (בע.ג.)	רכישה	בורסה
23.7.01	26,000	ארה"ב	
25.7.01	20,000	ישראל	
26.7.01	56,000	ישראל	
	24,000	ארה"ב	
30.7.01	75,549	ישראל	
	16,000	ארה"ב	
	217,549		

(כעולה ממוצגים - ת/16 עמוד 20, ת/30א-ז 1 - ת/90)

3. הנאשמים נזקקו ל- 158,000 ע.ג. נוספים על מנת להשלים את המכסה החסרה. על פי משקלה היחסי במדד המעו"ף. על אף זאת, ביום 31.7.01 נמנעו הנאשמים מלתת הוראות קנייה של מניות פרטנר עד לשניות ספורות לפני סיום המסחר בשלב הרציף.

4. שער הנעילה של מניית פרטנר בבורסה בתל - אביב ביום 31.7.01 הוא השער הקובע על פיו נכנסה מניית פרטנר לחישוב המשקולות של מניות המעו"ף במדד המעו"ף.

5. לטענת המאשימה, הנאשמים פעלו על מנת להעלות את שער הנעילה של מניית פרטנר ביום 31.7.01 בדרכי תרמית, ע"י כך ששניות ספורות לפני סיום שלב המסחר הרציף בשעה 16:44:50, נתנו בו זמנית שתי הוראות קנייה: הוראת קניה של 130,000 מניות בשער 3023, שער הגבוה ב - 19.02% משער הבסיס. הוראה נוספת לקניית 28,000 מניות בשער 3785, שער הגבוה ב - 49.02% משער הבסיס. (ת/33 עמוד 86 - 87).

6. בנותנם הוראות קנייה אלה, באופן ובסדר בו ניתנו ובשערים הגבוהים משמעותית משער הבסיס ומשער העסקה האחרונה, בשניות האחרונות של המסחר הרציף, ניצלו הנאשמים את שיטת המסחר כדי להעלות את שער מניית פרטנר. לטענת המאשימה, ביקושים אלה



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

של הנאשמים נועדו להשפיע על שער מניית פרטנר תוך יצירת מצג שווא של מסחר תקין והוגן כלפי ציבור המשקיעים.

7. הוראת הקנייה של הנאשמים בשער 3023 (+19.02%) בוצעה באופן חלקי בכמות של 30,925 מניות ובשווי של 921,402 ₪.

ההוראה לקניית 28,000 מניות בשער 3785 (+49.02%) לא עברה תחילה ועל מסך המחשב הופיעה התראה לגבי שיערה. נאשם 2 הקיש את שער ההוראה בשנית וההוראה שוגרה לבורסה בשעה 01:45:16. (ת/33 עמוד 86 – 87)

8. מייד לאחר שהנאשמים נתנו את הוראת הקניה בשער של +49.02%, ניתנו בשלב המסחר הרציף, באמצעות חברי בורסה אחרים, מספר הוראות מכירה של מניות פרטנר בשער זה.

הוראת הקניה של הנאשמים בשער 3785 (+49.02%) בוצעה במלואה. עיקר הוראת הקנייה בוצעה כנגד הוראות מכירה באותו שער. העסקאות שבוצעו בשער זה, בסיום השלב הרציף, קבעו את שער הנעילה של מניית פרטנר ביום 31.7.01 על שער 3785, עליה של 49.02% משער הבסיס. לולא עסקאות אלה, היה נקבע שער הנעילה של מניית פרטנר ביום 31.7.01 על 2906, שער הנמוך בלמעלה מ- 30% משער הנעילה של המניה שנקבע בפועל, עקב הוראת הקניה של הנאשמים. (ת/33 עמוד 86 - 87).

9. התביעה ניסתה להוכיח במהלך המשפט שדרכי התרמית באישום הראשון נלמדות ממספר פרמטרים: ראשית, המניע של הנאשמים של עשיית רווח המגולם בניצול הפער בין מחיר הקניות המוקדמות של מניית פרטנר לבין המחיר בו מניית פרטנר נכנסה לסל המעו"ף. שנית, מהתלבטות הנאשמים בבוקר יום 31.7.01 כיצד לקנות את כמות המניות החסרה והניסוי בשעות הצהריים במניית פרטנר, מעידים על תכנון מוקדם של הנאשמים להעלות את שער מניית פרטנר ולרכוש את כמות המניות החסרה של פרטנר בשניות האחרונות למסחר. שלישית, פעילות הנאשמים בשנייה האחרונה למסחר מלמדת על כוונתם להעלות את השער. חלוקת הסיכונים של הנאשמים כאשר רכשו 60% ממניות פרטנר מראש ו- 40% השאירו לשניות האחרונות אינה הגיונית ואינה מתיישבת עם קו ההגנה של הנאשמים לפיה היו מעוניינים בכמות של מניות פרטנר במינימום חשיפה. רביעית, אופן הפעילות של הנאשמים במתן לימיט חריג של +49% משער הבסיס ומתן הוראה מפוצלת. חמישית,



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ברבוע הימני בצד שמאל רואים את שלוש שכבות הקנייה הטובות ביותר בצבע ירוק: שווי, כמות ולימיט. זאת לפי הסדר: שכבת הקנייה הראשונה היא היקרה ביותר, אחר כך השנייה ובסוף השלישית.

מתחת לשני הריבועים הללו - שני חלונות ריקים של שער ומחזור תיאורטי הצבועים בירוק.

מתחת מופיעים שער ומחזור תיאורטי של העסקה האחרונה: שעה ומה שער העסקה האחרונה לעומת שער הפתיחה ושער הבסיס באחוזים.

מתחת לאלה מצויים נתונים מתחילת היום: השער הנמוך, השער הגבוה, מחזור ושער הבסיס.

מתחת לאלה מצויים נתונים של תמורה כספית ומספר עסקאות.

בחלק השמאלי של המסך מופיעים פרטי החשבון ושם החברה. לאחר מכן מופיע מספר נייר הערך בו רוצים לסחור ושמו ושלב המסחר בו סוחרים.

בחלק השמאלי מקלידים קנייה/מכירה, סוג פקודה ומחיר. לאחר מכן יש ללחוץ על שדר על מנת להעביר את הפקודה.

12. השכבות במסך ההוראה הבודדת מוגדלות ומובלטות יחסית למסך הרגיל. קרי: הנאשמים שהעבירו את ההוראות של ה - +19% ו - +49% משער הבסיס ראו את שלוש השכבות הטובות ביותר.

13. מעיון ב ת/7א ות/7ב, עולה כי הנאשמים ידעו בזמן אמת כי מניית פרטנר היא בעלת סחירות וזמינות מוגבלים, ביחס למניות המתחלפות האחרות. פרוש הדבר כפול: יש קושי בהשגת הכמות הרצויה בוודאי ברגע האחרון, וקל יותר להשפיע על שער מנייה כזו כי יש פחות "סחורה". התביעה מסתמכת בסיכומיה גם על עדות רוני בירם (ושל בועז דורי על פי ת/118). מעדות זו, עולה כי אירוע פרטנר היה אירוע חריג וכי הנאשמים הסתירו נתונים מבירם. ראיה נוספת בידי התביעה היא חוות דעתו של פרופ' האוזר, ת/16, המנתחת את מנגנון הרווח שעמד בבסיס התרמית שביצעו הנאשמים לטענתה.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

14. המאשימה טענה כי גרסת ההגנה שהציגו הנאשמים בביהמ"ש לא מתמודדת כלל עם הכוונה להשפיע על השער, עם העובדה שהנאשמים רצו שהשער של פרטנר יהיה גבוה שכן זה ישיא להם רווח לאור ממוצע הקניות הקודם שלהם. ההגנה אף אינה מתמודדת עם מספר נקודות כדלקמן: העובדה הנאשמים ידעו שהפעילות בה נקטו בשנייה האחרונה תשפיע על השער עקב מנגנון קביעת השער בבורסה; עם העובדה שנאשם 3 בחקירתו ברשות אמר שהם רצו להשתתף בקביעת השער שכן רצו שהוא יהיה גבוה מממוצע הקניות הקודם שלהם כדי להרוויח; עם העובדה כי בפני הנאשמים עמדו מגוון אלטרנטיבות בהן יכלו להשתמש לפעול ולא פעלו אם מטרתם היתה אכן קבלת הסחורה של מניות פרטנר במינימום חשיפה ולא השפעה על השער כדי לעשות רווח: קנייה במהלך היום בארה"ב, קנייה במהלך היום בארץ, קנייה בשערי השוק, קנייה מספר דקות לפני השנייה האחרונה, וכו'.

15. לטענת המאשימה, גרסת ההגנה אינה מתיישבת עם הראיות הברורות לכוונה להשפיע על השער ולא מתיישבת לגופו של עניין עם העובדה שדרך פעולתם של הנאשמים לא השיגה להם את הכמות בשנייה בה פרטנר נכנסה למדד המעו"ף. לאור כל האמור לעיל, נהיר לתביעה כי הנאשמים לא היו מעוניינים בכמות החסרה אלא בשער הגבוה של מניית פרטנר.

פרק ב: האישום השני

כללי

1. פקיעת אופציות על מדד המעו"ף הינו מצב אשר יש לו משמעות מיידית על כל משקיע הפעיל בתחום זה.

ברגע פקיעת האופציות (יום ו' אחרון של כל חודש לפי מחיר הפתיחה של מדד המעו"ף ביום ה' שקדם לו), נערכת התחשבנות כספית בין כותבי האופציות (המוכרים) לבין רוכשי האופציות. למרות שההתחשבנות עצמה נעשית ביום ו', הרגע הרלוונטי הוא הרגע שבו



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- נקבע שער הפקיעה, שהרי לאחריו אין עוד משמעות מבחינת האופציות הפוקעות לשינויים בממד. לפיכך יש להתייחס לרגע קביעת שער הפקיעה, שהוא שער הפתיחה של יום ה'.
2. אדם אשר רוכש אופציית CALL במחיר מימוש X , וכל הפוזיציה שלו מורכבת מאופציה זו, יש לו עניין ששער הממד ברגע הפקיעה יהיה גבוה מ- X , וככל ששער הממד יהיה גבוה יותר מ- X כך מצבו משופר.
- לפי אותו עיקרון, לכותב אופציית CALL במחיר מימוש X , ואשר כל הפוזיציה שלו מורכבת ממכירת אופציה זו, קיים אינטרס הפוך, דהיינו ששער הממד יהיה X או נמוך מכך. ככל ששער הממד גבוה מ- X כך מצבו מורע.
3. אדם אשר רוכש אופציית PUT במחיר מימוש X , וכל הפוזיציה שלו מורכבת מאופציה זו, יש לו עניין ששער הממד ברגע הפקיעה יהיה נמוך מ- X , וככל ששער הממד יהיה נמוך יותר מ- X כך מצבו משתפר.
- לפי אותו עיקרון, לכותב אופציית PUT במחיר מימוש X , ואשר כל הפוזיציה שלו מורכבת ממכירת אופציה זו, קיים אינטרס הפוך, דהיינו ששער הממד יהיה X או גבוה מכך. ככל ששער הממד נמוך מ- X כך מצבו מורע.
4. לכל פוזיציה של שחקן מעו"ף ניתן לחשב את התזרים הצפוי מכל מדד בפקיעה, גם אם הפוזיציה כוללת אופציות PUT ואופציות CALL במחירי מימוש שונים ובמועדי פקיעה שונים. על פי פרופיל זה ניתן לראות בבירור באילו ערכים של מדד המעו"ף התזרים מן הפוזיציה הוא מקסימאלי, ואילו תרחישים עלולים להסב נזק כבד לפוזיציה.
- למעשה הפרופיל של הפוזיציה המורכבת הוא סכימה אנכית של תזרימי הנכסים המרכיבים אותה בכל נקודת מדד, בכל נקודת זמן.
5. ניתן למדוד את הפוזיציה במונחים של רווח, במקרה זה יש לשקלל את העלות של האופציות הנרכשות ואת ההכנסה הכספית מהאופציות שנכתבו, ולסכם את הרווחים/הפסדים מכל אחד מהנכסים בכל נקודת מדד, בכל נקודת זמן.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

פרופיל התזרים מלמד על האינטרס של השחקן נתון כשהעלויות השקועות כבר הוצאו, וכל שינוי לרעה בתזרים מרע את מצבו של המשקיע וכל שינוי לטובה בתזרים משפר את מצבו.

6. בנספח ה' לת/16 (חוות דעת מומחה מטעם התביעה, פרופ' האוזר) הובא פרופיל התזרים של הפוזיציה של חברת אופמת בבוקר ה-31.7.01. המדובר בפוזיציה דלתא אפס בקירוב. שינויים במדד באותו יום לא היו משפיעים באופן אקוטי על תזרים ההכנסות מהפוזיציה והרווח למשקיע נובע בעיקר מפערי המחירים בין המניות והחוזים, זאת מאחר ושינויים במחירי המניות עצמן, לא משפיעים על הפוזיציה, וניתן לבצע רווחי ארביטראז' במנותק משיקולי מיקום המדד.

לטענת התביעה בהסתמך על ת/16 (נספחים א-ד ו-ו), לא כך היה מצבם של הנאשמים בימים הרלוונטיים לאישומים השני והשלישי. בימים אלה לחברת אופמת היתה פוזיציה עם "כיוון" על השוק, אשר נהנתה או נפגעה משינויים במדד עצמו, באופן שאיננו קשור לפערי המחירים בין המניות והחוזים, אלא רק משינויים במדד עצמו.

7. בפקיעה עצמה מתרחש תהליך של מימוש חלק מהנכסים שבידי המחזיק בפוזיציה, וברגע זה נקבעת ההתחשבנות לגבי החלק בפוזיציה שפוקע. לשינויים במדד הבסיס לקראת רגע הפקיעה יש השפעה על התזרים שיתקבל מהפקיעה, וכן על השווי הכללי של הפוזיציה.

במהלך הדיונים בתיק זה נתגלעה מחלוקת בין מומחה התביעה לבין מומחה ההגנה בנוגע לשאלה מהי הפוזיציה אשר "מעניינת" את הנאשמים לקראת הפקיעה ובפקיעה עצמה. בעוד מומחה התביעה טען שישנה חשיבות מיוחדת לפוזיציה הקרובה, טענו הנאשמים גיבוי מומחה ההגנה כי הפוזיציה העיקרית היא הפוזיציה הכללית.

8. אין מחלוקת כי תוספת המסחר בימי הפקיעה נובעת בעיקר מפעילותם של פעילי המעו"ף. מומחה התביעה הוכיח זאת בצורה משכנעת על ידי השוואת נפח המסחר בימי הפקיעה לנפח המסחר בשאר הימים בטבלאות 5 ו-6 לחוות דעתו:

טבלה מס' 5



בתי המשפט

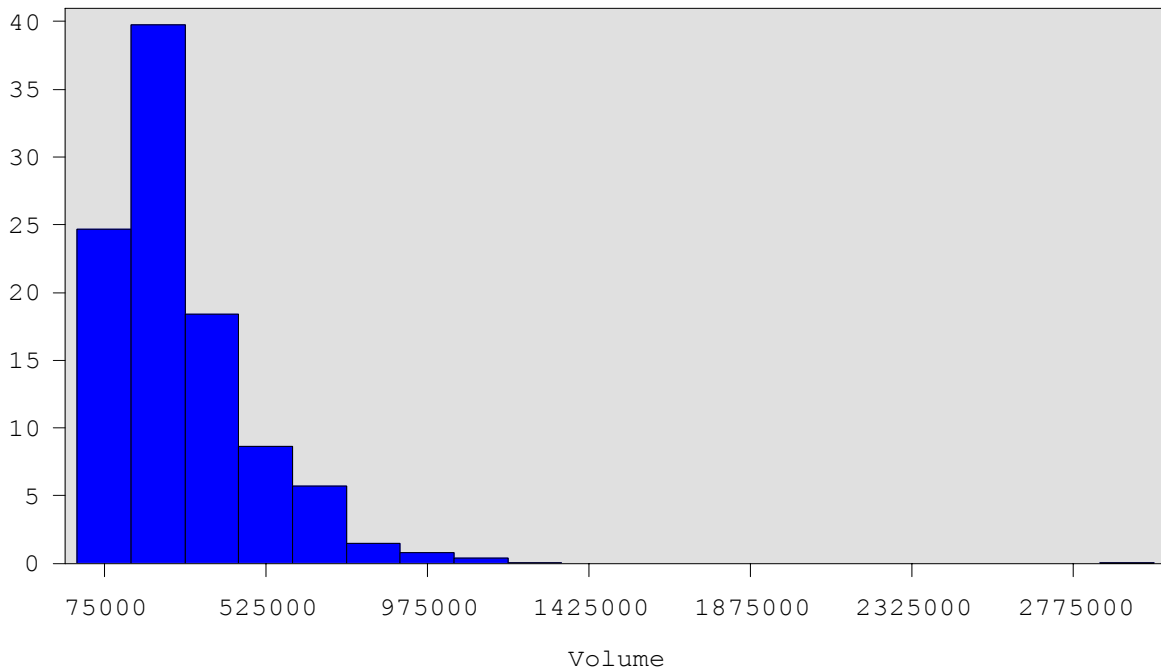
פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

התפלגות נפח המסחר היומי במניות תל אביב 25 (מניות המעו"ף) בתקופה שבין ינואר 2000 לאפריל 2006, סה"כ 1473 ימי מסחר. נפח המסחר היומי (באלפי שקלים) מתואר על ציר ה X ואחוז הימים בהם היה נפח מסחר יומי שכזה מפורט בציר ה Y:



טבלה מס' 6

התפלגות נפח המסחר היומי במניות תל אביב 25 (מניות המעו"ף) בימי פקיעה בתקופה שבין ינואר 2000 לאפריל 2006, סה"כ 74 ימי פקיעה. יום המסחר אליו נתייחס כיום הפקיעה הוא יום החמישי הקודם ליום השישי האחרון בחודש הפקיעה. נפח המסחר היומי (באלפי שקלים) מתואר על ציר ה X ואחוז הימים בהם היה נפח מסחר שכזה מפורט בציר ה Y:



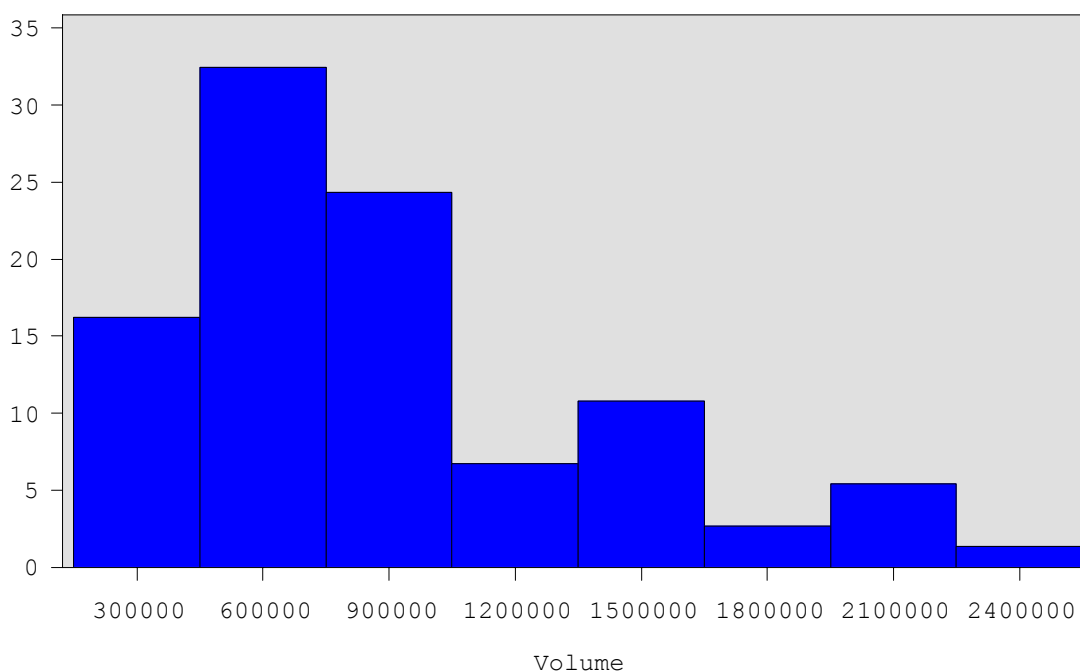
בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין



טבלה מס' 5 מתארת את נפח המסחר היומי של מניות המעו"ף (תל אביב 25) מינואר 2000 לאפריל 2006 – 1473 ימי מסחר. נפח המסחר היומי הממוצע במהלך תקופה זו היה **292,264,000** שקל, נפח המסחר המינימלי היה 51,030,000 שקל ונפח המסחר היומי המקסימלי היה 2,932,967,000 שקל. סטיית התקן של נפח המסחר היומי היתה 201,850,000 שקל. **טבלה מס' 6** מכמתת את נפח המסחר היומי במניות המעו"ף ב 74 ימי הפקיעה במהלך אותה התקופה. הגידול בנפח המסחר היומי משמעותי ביותר. כמפורט בטבלה מס' 6, נפח המסחר היומי הממוצע במהלך תקופה זו היה **892,839,000** שקל (פי 3.055 מנפח המסחר ביום רגיל), נפח המסחר המינימלי היה 253,194,000 שקל ונפח המסחר היומי המקסימלי היה 2,458,410,000 שקל. סטיית התקן של נפח המסחר היומי היתה 509,096,000 שקל.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

9. מכיוון שפעילי המעו"ף, עליהם נמנים הנאשמים, פועלים בהיקפים כספיים גדולים מאוד, ישנה חשיבות רבה לאופן ניהול הפוזיציה על ידם. פוזיציה בעלת חשיפה גדולה עלולה להסב להם נזקים עצומים ולמחוק את הונם העצמי.

כך למשל, בתקופה המדוברת בכתב האישום, סדר הגודל של הפוזיציה של חברת אופמת היה כרבע מיליארד ₪, בנכס בסיס. סכום כסף לא מבוטל, במונחים של חברה שההון העצמי האפקטיבי שלה הינו בסדר גודל של מיליוני ₪ בודדים (נ/ 47 / 18 / 63).

10. פוזיציה עם דלתא אפס הינה פוזיציה ששינויים במחיר נכס הבסיס, בטווח מחירים סביר, לא אמורים להסב לה נזק משמעותי. כך למשל, מגרף הפוזיציה של חברת אופמת ביום 31.7.01 בבוקר (נספח ה' לת/16), ניתן להיווכח כי שינוי של המדד בעלייה או בירידה של כ- 5% אינו משפיעה כמעט על שווי הפוזיציה, ואף בעלייה או ירידה של כ- 10% ניתן לראות שההפסד הוא עד כמיליון ₪.

11. ניהול הפוזיציה מתבסס על מידת החשיפה שלה לשינויים במדד, במיוחד למי שאיננו מעוניין בשינויים במדד כי אם ברווחי ארביטראז' שעניינם לא המחיר האבסולוטי של נכס הבסיס כי אם פער המחיר בין נכס הבסיס והנגזרים עליו. על מנת "ללבנות" פוזיציה המוגנת או המוגבלת מחשיפה לשינויים בנכס הבסיס, יש לרכוש נכסים (נגזרים ונכס בסיס) אשר סך כל הדלתאות שלהם שואף לאפס. במסגרת זו נרכשים כאמור גם נכסים אשר להם מועד פקיעה (אופציות למשל).

לקראת הפקיעה, פעיל בשוק המעו"ף שואף לפוזיציה מאוזנת. ברגע הפקיעה האיזון של הפוזיציה צפוי להיות מופר הפרה משמעותית משום שחלק מהנכסים שמרכיבים את הפוזיציה עומדים לפקוע ולא יהיו קיימים יותר. הדלתאות ש"ייעלמו" ביחד עם האופציות הפוקעות ייצרו מצב שהפוזיציה לא תהיה מאוזנת. עלול להיווצר מצב שבו הפוזיציה תהיה חשופה ביותר לשינויים (לונג- חשיפה לירידות. שורט – חשיפה לעליות).

12. ישנן מספר דרכים להתמודד עם הבעיה של פקיעת האופציות ואיתן הפרת האיזון שהן יוצרות בפוזיציה, ואף ניתן לשלב בין הדרכים. במקרים מסוימים, ניתן ל"היפטר" מהאופציות הפוקעות על ידי מסחר בהן ועל ידי רכישה או מכירה של אופציות רחוקות או נכס בסיס במקומן, תוך שמירה על איזון הפוזיציה, וזאת עוד לפני הפקיעה, כך שברגע



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

הפקיעה לא ייוותרו אופציות קצרות בידי השחקן והבעיה לא תהיה רלוונטית עבורו. דרך נוספת הינה להשלים את מכסת האופציות הקרובות כך שברגע הפקיעה יהיה סך האופציות הפוקעות דלתא אפס או קרוב לכך, ופקיעתן לא תשפיע על חשיפת הפוזיציה. דרך שלישית היא דרך ההתכנסות שמשמעותה שברגע פקיעת האופציות רוכש המשקיע את כמות הדלתאות שתהיה חסרה לו מיד לאחר הפקיעה, וכך הוא נותר מאוזן. את הדלתאות החסרות ניתן לרכוש או על ידי רכישת נכס בסיס או על ידי רכישת אופציות רחוקות או על ידי שילוב של השניים.

13. על מנת לדעת כמה דלתאות יש לרכוש צריך לבדוק כמה דלתאות פוקעות. בהנחה שהפוזיציה הייתה מאוזנת לפני הפקיעה. רכישה של כמות הדלתאות הפוקעת תביא לאיזון גם לאחר הפקיעה (בהנחה שיתר הפרמטרים נותרים קבועים).

מכיוון ששלב הפתיחה מתקיים באמצעות מכרז רב צדדי ושער הפקיעה נקבע לפי השער שבו נחתכות עקומת הביקוש וההיצע, הרי שבשלב זה ניתן לבצע רכישות או מכירות בכמות גדולה כאשר ההשפעה הנלווית לכך היא נמוכה ביחס לביצוע עסקאות בשלב הרציף והזו צדדי.

14. במהלך בוקר הפתיחה מבצעים פעילי המעו"ף את פעולת ההתכנסות שלהם. פעולה זו מתבצעת בדרך כלל באמצעות מניות, דהיינו נכס בסיס. הסיבה שההתכנסות לא מבוצעת באמצעות האופציות היא כי קשה להשיג עד לרגע הפתיחה את כמות האופציות הדרושה כשמדובר בהתכנסויות בכמויות משמעותיות.

15. לקראת פקיעת מרץ, פתחו הנאשמים חשיפה של כ- 150 מיליון ₪, שהם כמעט כ- 4,000 דלתאות. משמעות הפעולה היא כי ירידת המדד מיד לאחר הפקיעה, יכלה להביא, לטענת התביעה, לקריסתה של אופמת.

16. במהלך הפקיעה בה נכחו הצדדים ובית המשפט בתאריך 26.4.07, הוזרמו כבר בשעה 9:42 הוראות שיצרו מחזור של למעלה מ- 1.4 מיליארד ₪. בתדפיס מחשב מתוך הפקיעה שלהלן ניתן לראות נתונים אלה:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

3. שנית, מכיוון שיצירת חשיפה של אלפי דלתאות לאחר הפקיעה איננה פעילות כלכלית הגיונית ואיננה מאפיינת את הנאשמים.

4. שלישית, אופמת הגיעה לימי הפקיעה המדוברים עם "כיוון על השוק", עם פוזיציה בעלת רגישות גבוהה לשינויים במדד, ושיקולי ארביטראז', שיכלו להסתכם אולי בכמה עשרות או מאות אלפי ₪, לא היו העניין שהעסיק את הנאשמים בימים אלה, כשעל כף המאזניים מונחים מיליוני ₪ שעלולים לרדת לטמיון.

3. משמעות תזמון ההוראות בשלב הטרום פתיחה – צמצום זמן התגובה של הפעילים האחרים

1. בסיטואציה שבה ניתן להתכסות לרגע הפקיעה בשניות האחרונות של המסחר על ידי רכישה של מניות או חוזים, יש היגיון כלכלי ברור בניצול הזמן עד לרגע הפקיעה על מנת להחליט באיזה נכס להתכסות (ראה נוסחת מרגרייב בחוות דעת מומחה ההגנה) אולם התביעה טענה כי תזה זו איננה רלוונטית לעניינינו כיוון שלא ניתן לרכוש חוזים בכמות מספקת בשניות האחרונות.

$$d_1 = \{\ln(X_{1t}) - \ln(X_{2t}) + 0.5\sigma^2(T-t) - W_t(T, X_{1t}, X_{2t})\} / \sigma\sqrt{(T-t)}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{(T-t) t} / \sigma\sqrt{(T-t)}$$

2. המסקנה של התביעה הינה כי פעיל המעו"ף הרוצה לפעול בצורה אופטימאלית ויש לו כמות גדולה של דלתאות שפוקעת, יבטיח רכישת חלק ניכר מההתכסות על ידי פעולה במועד מוקדם יותר וחלק קטן יותר, לגביו ניתן לקחת סיכון סביר, ברמה של מאות דלתאות להותיר לשלבים האחרונים, ולגביהם לנסות ולהפיק רווחי ארביטראז'.

3. פעילות מאסיבית ברגע האחרון איננה הגיונית מכיוון שישנו סיכון של אי קבלת הכמות בשל סיום הזמן הרנדומאלי באופן בלתי צפוי בשלב מוקדם ובשל העדפת הזמן שגלומה במנגנון שיטת המסחר בפתיחה.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

4. מסחר הפתיחה והמשמעות של שער הנעילה של יום ד'

1. נקודה נוספת חשובה ברמה העקרונית, ואשר יש לה השלכה ישירה על טענות הנאשמים בכל הנוגע לפעילותם ביום ד' – מה שקרוי בפי הנאשמים "הקדמת הקניות", היא המשמעות שיש לשער הנעילה של יום ד' על מסחר הפתיחה בכלל ועל קביעת שער הפתיחה.
 2. המסחר ביום ה' בשלב הטרומם פתיחה הוא מסחר רב צדדי. המשקיעים מזרימים הוראות היצע וביקוש, וברגע הפתיחה נאספות כל ההוראות לכדי עקומות ביקוש והיצע אשר נקודת החיתוך שלהן היא שער הפתיחה והשער הקובע לצורך הפקיעה.
 3. נקודת המוצא של התהליך הוא שער הבסיס של אותו בוקר. שער הבסיס הוא שער הנעילה של יום האתמול. לפיכך השפעה על שער הנעילה ביום ד' משמעותו השפעה על שער הבסיס של יום ה' שהוא מהווה את נקודת המאזניים ממנה יוצא מסחר הטרומם פתיחה.
 4. לפעילות בשלב הפתיחה ביום פקיעה ישנה חשיבות למיקום של שער הבסיס. הסיבה לכך היא שיש לבצע רכישות טכניות בכל מקרה, ללא קשר למיקום המדד, ולכן ככל שנקודת ההתחלה תהיה גבוהה יותר, לטענת התביעה, יש סיכוי שהמסחר יסתיים בשער גבוה יותר.
 5. יחד עם זאת, פעילי מעו"ף רבים מתחשבים במיקום המדד ואם הוא גבוה מדי הם לא יעבירו אותן הוראות רכישה שהתכוונו להעביר. אולם קיומו של יסוד משמעותי של פעילות טכנית בהחלט מחייב את המסקנה שהזזת שער הבסיס כלפי מעלה תתרום לסגירת מסחר הפתיחה גבוה יותר מאשר היה נסגר ללא הזזתו כלפי מעלה.
 6. לטענת התביעה, בימים הרלוונטיים לאישום השני (ה- 28.3.01 וה- 29.3.01) פעלו הנאשמים בחשיפה גבוהה לתנודות השוק, וזאת מתוך מטרה להרוויח רווח שנובע מערך מדד ת"א 25 ברגע הפקיעה. פעילות זו יצרה עבור הנאשמים אינטרס ברור בשער המדד כשהוא עומד בפני עצמו ללא כל קשר לפערי המחירים בינו ובין מחירי הנגזרים.
- לטענת התביעה, פעילות הנאשמים, ביום ד', ה- 28.3.01, לקראת סיום המסחר, עד למועד קביעת שער הפתיחה ביום ה', ה- 29.3.01, התאפיינה באלמנטים המצביעים על כוונתם להשפיע על שערי המניות המרכיבות את מדד ת"א-25.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

יום ד' ה- 28.3.01

1. מעשי אופמת בבורסה סמוך לסיום שלב המסחר הרציף ביום ד' ה- 28.3.01, התאפיינו בפעילות מאסיבית בשערים גבוהים סמוך לסיום המסחר הרציף. משמעות פעילות כזו, לטענת התביעה, הינה ניצול לרעה של שיטת קביעת שער הנעילה ורתימתה לצורכי השחקן הבודד על חשבון ההגנה על מנגנון המחירים בשוק לטובת ציבור המשקיעים כולם.
2. שיטת קביעת שער הנעילה במניות בבורסה בתל אביב בתקופה האמורה הייתה שיטה שמבוססת על העסקאות האחרונות שסכומן הכולל לפחות 500,000 ₪ בכל מניה. הרעיון בשיטה הוא לקבוע את שער הנעילה במניה לפי העסקאות האחרונות המשמעותיות בה, וזאת מתוך רצון ששער הנעילה ישקף את תפיסת המשקיעים לגבי המניה בזמן אמת מצד אחד, וקביעת רף מסוים של סכום על מנת שהשער לא ייקבע על פי גחמה של עסקה קטנה שאולי איננה משקפת ערכים כלכליים אמיתיים מן הצד השני.
3. לטענת התביעה, פעילות בשניות האחרונות למסחר בהיקפים הקרובים להיקפים הקובעים לצורך קביעת שער הנעילה, במגבלת שער גבוהה ביותר, משמעותה השפעה על השער בדרכי תרמית ואסור ששערי המניות יהפכו להיות כלי משחק עבור שחקנים בעלי מקורות כספיים גדולים אשר יש ברשותם את היכולת להעביר הוראות בכמויות גדולות למסחר בשערים גבוהים בסמוך למועדים בהם נקבעים שערים בעלי משמעות.
4. בחודש מרץ 2001 צפויה היתה להתבצע הפקיעה לפי שער הפתיחה של מדד ת"א 25 ביום ה', ה- 29.3.01. הפוזיציה של חברת אופמת ביום ד', ה- 28.3.01, לקראת סיום המסחר



בתי המשפט

פ 004131/05

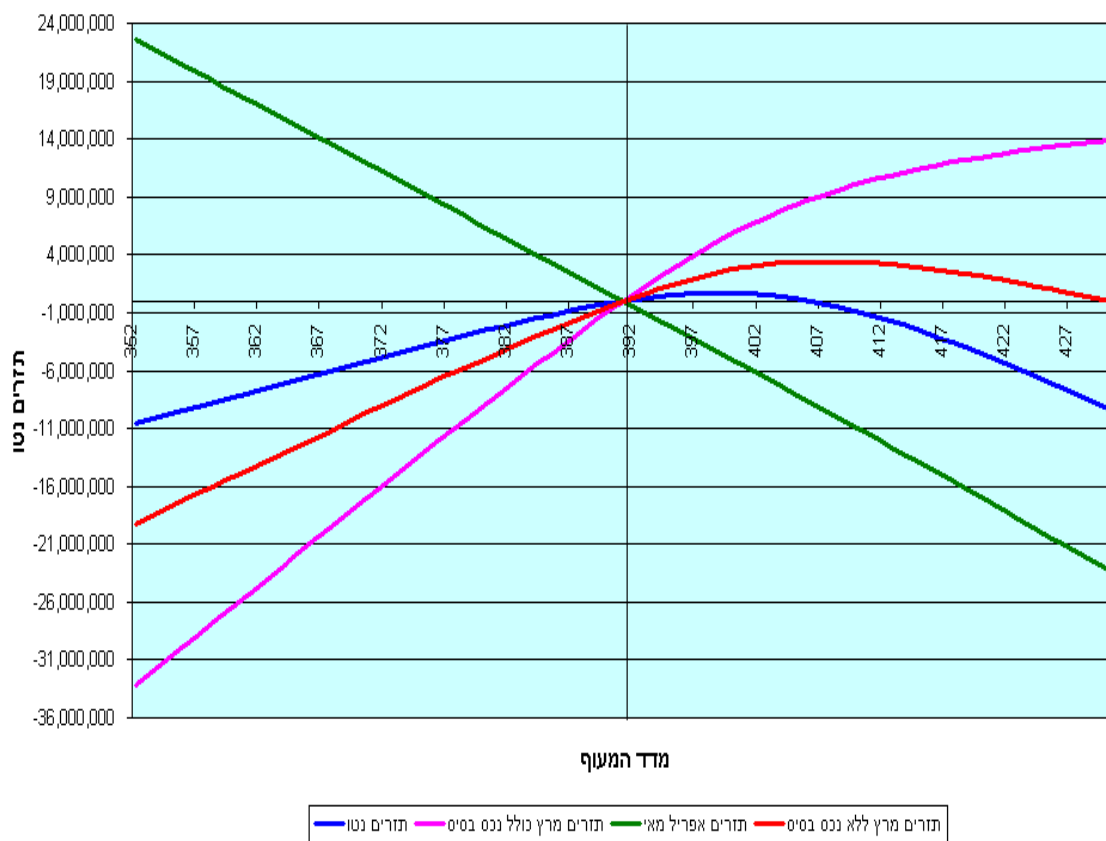
בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ולפני שהחלה בביצוע הפעולות נשוא האישום השני היתה כדלהלן (ת/16/נספח א):

הפוזיציה של חברת אופמת ביום 28/03/01 בשעה 16:44:29



5. מניתוח גרף הפוזיציה דלעיל למד המומחה מטעם התביעה כי:

א. לקראת פקיעת מרץ הנאשמת 1 לא היתה במבנה פוזיציה של דלתא אפס או קרוב לכך. למעשה היא פעלה על בסיס הערכות שהיו לה בדבר שער המדד ברגע הפקיעה (ללא קשר למחירי הנגזרים).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- ב. מבנה הפוזיציה הכללית הוא כזה שבטווח שערים מסוים התזרים מן הפוזיציה גבוה, וככל שמתרחקים מטווח השערים האמור, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה, הולך התזרים ויורד.
- ג. כששער המדד הוא בין 397-402 תזרים הנטו של כלל הפוזיציה הינו מקסימלי.
- ד. כששער המדד הוא בין 403-412 התזרים שיתקבל מן האופציות הפוקעות (אופציות מרץ) הוא מקסימאלי.
- ה. בשער המדד ששרר בטרם העבירו את הוראותיהם (391.38, כפי שעולה מ- ת/100), הן התזרים נטו של כלל הפוזיציה והן תזרים מרץ היו מתחת לשיאם ועלייה מסוימת של המדד היתה מיטיבה עימם.
6. שער הבסיס של מדד ת"א 25 ביום ד', ה- 28.3.01, היה 398.08. עד למועד הפעילות של הנאשמים נשוא כתב האישום ירד שער המדד בשיעור של 1.68% (ת/100).
- ירידה זו, הביאה את חברת אופמת, עובר לשיגור ההוראות על ידה, למצב שבו מדד ת"א 25 היה נמוך מטווח המדדים אשר מיטיבים עימה באופן מקסימאלי.
- מאחר וברגע קביעת שער הפתיחה, למחרת ביום ה', ה- 29.3.01, צפויות היו האופציות לחודש מרץ לפקוע, הרי שהעדר כל פעולה מצד אופמת עד לרגע קביעת שער הפתיחה האמור, היה מביא למצב שבו כ- 100,000,000 ₪ מתוך הפוזיציה של אופמת היו חשופים לעליות שערים, דהיינו היתה נותרת לחברת אופמת פוזיצית שורט, שכל עלייה של 1% במדד (לאחר הפקיעה), היתה מביאה לירידה של 1,000,000 ₪ בשווי הפוזיציה (שורט של 2,500 דלתאות).
7. על מנת להימנע ממצב של חשיפה כאמור, היה על חברת אופמת לרכוש עד למועד הפקיעה כ- 2,500 דלתאות, בין על ידי מניות ובין על ידי נגזרים אחרים. במילים אחרות היה עליהם לרכוש נכס בסיס בשווי של 100,000,000 ₪ או לחילופין לרכוש הרכב כלשהו של נכס בסיס ונגזרים אשר יעניק להם את כמות הדלתאות המבוקשת (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמודים 3-11). בשעה 16:44:29 העבירו הנאשמים סל הוראות קניה, באמצעות בנק איגוד, ל- 24 ממניות מדד ת"א 25 בסך של 16,187,836 ₪ בשער משוקלל הגבוה ב- 4.81% משער



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- הבסיס של מדד ת"א 25 וב - 6.6% משער המדד שקדם להעברת הוראות אלה (ת/16 עמודים 9-10).
8. ההוראות הנ"ל בוצעו במלואן, למעט בשלוש מניות, בעלות של 15,069,823 ₪ ובמחיר משוקלל הגבוה ב - 1.76% מהמחירים שקדמו להעברת הוראות אלה.
- בשעה 16:44:41, 12 שניות לאחר הזרמת סל ההוראות הראשון ועדיין בשלב המסחר הרציף, העבירו הנאשמים סל הוראות קניה נוסף, באמצעות בנק מזרחי, ל- 24 ממניות מדד ת"א 25 בסך של 16,213,246 ₪ בשער משוקלל הגבוה ב - 6.6% משער המדד שקדם להעברת הוראות חברת אופמת החל משעה 16:44:29:30.
9. ההוראות הנ"ל בוצעו במלואן, למעט בארבע מניות, בעלות של 14,514,443 ₪ ובמחיר משוקלל הגבוה ב - 3.76% מהמחירים שקדמו להעברת הוראות חברת אופמת, החל משעה 16:44:29. בסך הכול קנתה נאשמת 1 מניות שכלולות במדד ת"א 25, בהיקף כספי של 29,584,266 ₪.
- בסיום שלב המסחר הרציף נקבע מדד ת"א 25 על שער של 406.18 נקודות, בהתבסס על שערי הנעילה של כל אחת מהמניות המרכיבות את המדד. שער מדד זה גבוה ב - 3.78% משער המדד שקדם להעברת הוראות חברת אופמת החל משעה 16:44:29.
10. לטענת התביעה, השילוב של תזמון הקניות סמוך לסיום המסחר, הוראות בהיקף כספי גדול, והגבלת שער גבוהה, מלמד על כך שהנאשמים ידעו כי פעולותיהם צפויות היו להעלות את שערי הסגירה של המניה, ומלמד גם על עצם הכוונה להשפיע על השער, כשברם העבירו הנאשמים את הוראותיהם עמד שער המדד על 391.8 נק' (ת/100). ביחס למדד זה, היה לנאשמים תמריץ להעלות את שער המדד בהתאם לפוזיציה שלהם ביום זה.
11. עיון בגרף הפוזיציה שהובא לעיל, מעלה כי מבחינת הפוזיציה הכללית עליית שער עד לרמה של 406 נק' לערך הייתה מיטיבה עם הנאשמים, עליה לרמה של 406 נק' היתה מותרת אותם אדישים, ועליה מעבר לכך היתה צפויה לפגוע בהם. השיא מבחינת הפוזיציה הכללית הינה בערכים שבין 397 נק' ל- 402 נק'. מכאן עולה כי לפי הפוזיציה הכללית היה לנאשמים תמריץ להעלות את שער המדד, אולם עליה גדולה מדי היתה יכולה לפגוע בהם.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

התוצאה של העלאת שער המדד על ידי הנאשמים היתה, כאמור, קביעת מדד הסגירה של יום ד', על רמה של 406.18, שהוא פחות או יותר דומה, מבחינת תזרים הפוזיציה הכללית למצב בו הם היו לפני הפעולה. הנאשמים טענו כי כתוצאה מעליית השער האמורה נפגעה הפוזיציה בכך שהיא עברה למצב של שורט, והדבר פגע בהם לאור הצפי שלהם לעליות שערים למחרת. (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמודים 20-21).

12. כשמדובר בפעילות ממשית בבורסה, ההבחנה המרכזית בין פעילות לגיטימית ופעילות תרמית, היא מטרת הפעילות. אם המטרה היא השפעה על השער הרי שמדובר בפעילות תרמית. אם מדובר במטרה לגיטימית שנגזרת משיקולים כלכליים לגיטימיים הרי שמדובר בפעילות לגיטימית. לטענת התביעה, כשמדובר במשקיעים מקצועיים כל כך השולטים ברזי המסחר ובכללי המשחק שלו, העדר הסבר כלכלי לפעילות במסחר, בהיקפים גדולים, הוא יותר מתמוה ומוביל למסקנה כי הפעילות נועדה להשפיע על השער.

יום ה' ה- 29.3.01 - רקע כללי

1. בבוקר יום המסחר הבא, ה- 29.3.01, צפוי היה להיקבע שער הפקיעה. במהלך הלילה שבין רביעי וחמישי התרחשו ירידות חדות במדד הנאסד"ק בארה"ב ובמדד הניקיי ביפן ב-כ- 5% (נ/32). הצפי הטבעי בעקבות התרחשויות אלה בשוקי העולם, הינו כי גם מדד המעו"ף בבורסה בתל אביב יספוג ירידות במהלך הבוקר.

2. להלן גרף הפוזיציה של הנאשמים בבוקר הפקיעה (ת/16 נספח ב'):



בתי המשפט

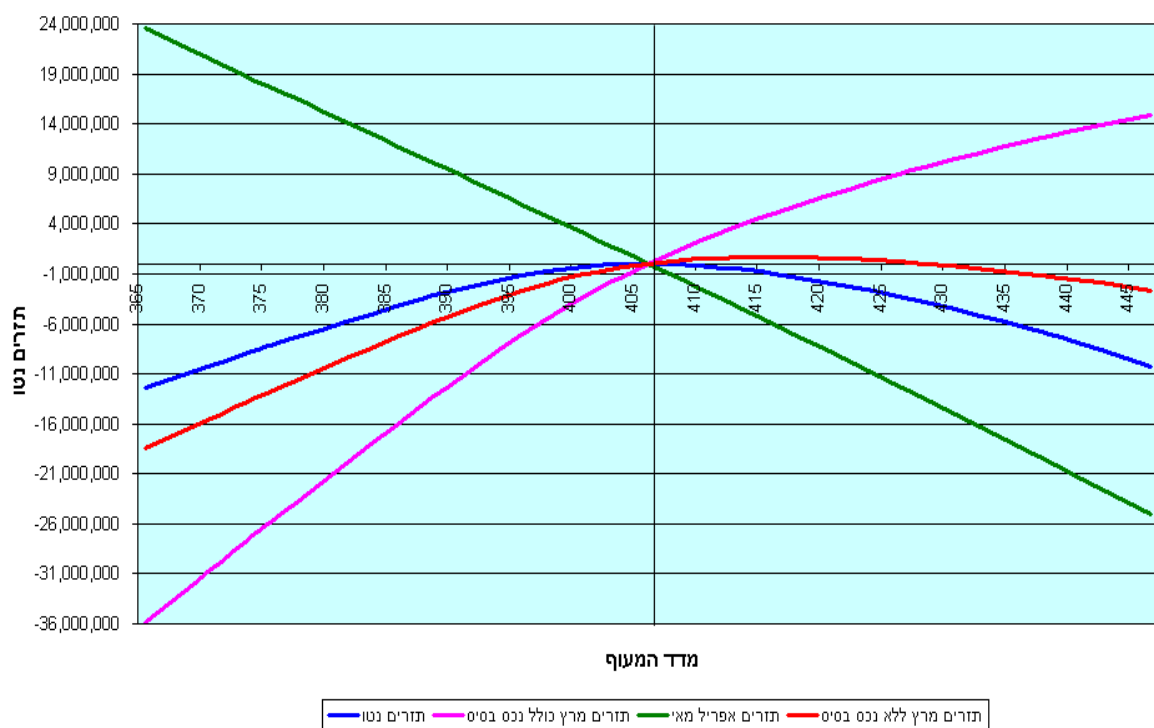
פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

הפוזיציה של חברת אופמת בפתיחת יום המסחר ביום 29/03/01



מניתוח הפוזיציה של חברת אופמת שלעיל ומתוך ת/164, למד המומחה מטעם התביעה מספר תובנות:

- א. בבוקר פקיעת מרץ הנאשמת 1 לא היתה במבנה פוזיציה של דלתא אפס.
- ב. ירידה של מדד המעו"ף תביא לירידה משמעותית ברווח של הנאשמים.
- ג. ג.שיא הרווח הוא במדד של 406 (מדד הבסיס), כל עליה מעבר למדד זה וירידה מתחת אליו תקטין את הרווח של הנאשמים. בשער של כ- 382 (ירידה של כ- 6%) ההפסד לפוזיציה הכללית הוא 6 מיליון ₪. וכך ירידה לרמה של כ- 390 (ירידה של 4.5%) היתה צפויה להביא את הפוזיציה להפסד של כ 3 מיליון ₪.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- ג. שיא הרווח לפי האופציות הקרובות הינו בשערים שבין 412 ו- 420, וכל ירידה ממדד של 406 מביאה לירידה חדה ברווחים. כך למשל במדד של 388 לערך האופציות הפוקעות מפסידות 6 מיליון ₪ ביחס למדד הבסיס.
- ד. מבנה הפוזיציה בתוספת העובדה שהיו צפויות ירידות בבוקר המסחר, לאור הירידות בנאסד"ק ובניקיס יצרה אצל הנאשמים חשש ממשי מפני הפסד כספי.
3. שער הבסיס של יום המסחר ה- 29.3.01 היה 406.18 שער המדד התיאורטי לפני העברת ההוראות על ידי הנאשמים היה 376.33 (ת/100). שער זה המבטא ירידה חדה של כ- 7.5%, הינו שער תיאורטי שאיננו משקף בהכרח את שעתיד להתרחש.
4. האופציות הקרובות אשר עמדו לפקוע גילמו בשלב זה סך של 70 מיליון ₪ במונחי נכס בסיס בלונג (כ- 1,750 דלתאות חיוביות). לפיכך, על מנת להיות מכוסים לרגע הפקיעה, היה על הנאשמים לרכוש נכס בסיס בסכום של כ- 70 מיליון ₪, או שילוב כלשהו של נכס בסיס ואופציות שיסתכם ל- 1,750 דלתאות).

פעילות אופמת בבורסה ביום ה' ה- 29.3.01 (ת/16 /10-11)

1. החל משעה 9: 37: 15 ועד לשעה 9: 47: 47 העבירו הנאשמים 9 פקודות סל. בכל פקודת סל הוראות לקניית כל אחת מהמניות המרכיבות את המדד, בהתאם למשקולות כל מניה במדד בהיקף כספי של 254,336,821 ש"ח ובלמיט ממוצע של +13.94% משער הבסיס.
2. להלן פירוט ההוראות:
- א. בשעה 9: 37: 15 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 46,600,500 ש"ח בלימיט ממוצע של +13.96% (בנק מזרחי). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 39,100,045 ש"ח.
- ב. ה 9: 38: 04 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 46,214,374 ש"ח בלימיט ממוצע של +13.96% (בנק איגוד). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 38,776,036 ש"ח.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- ג. ה 9: 39: 15 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 23,108,981 ש"ח בלימיט ממוצע של + 13.96% (בנק מזרחי). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,388,467 ש"ח.
- ד. ה 9: 39: 38 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 23,106,502 ש"ח בלימיט ממוצע של + 13.96% (בנק איגוד). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,386,375 ש"ח.
- ה. בשעה 9: 44: 51 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 23,121,347 ש"ח בלימיט ממוצע של + 13.96% (בנק איגוד). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,399,232 ש"ח.
- ו. בשעה 9: 44: 52 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 22,997,826 ש"ח בלימיט ממוצע של + 13.96% (בנק מזרחי). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,252,571 ש"ח.
- ז. בשעה 9: 45: 26 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 23,022,091 ש"ח בלימיט ממוצע של + 13.96% (בנק איגוד). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,316,147 ש"ח.
- ח. בשעה 9: 45: 36 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 23,022,091 ש"ח בלימיט ממוצע של + 13.96% (בנק מזרחי). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,316,147 ש"ח.
- ט. שעה 9: 47: 47 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 23,143,108 ש"ח בלימיט ממוצע של + 13.96% (בנק איגוד). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,417,737 ש"ח.
3. עלות כל הקניות שביצעו הנאשמים בשלב הפתיחה כתוצאה מהוראות אלה הייתה 213,395,758 ש"ח.
- חמש ההוראות האחרונות של הנאשמים (לגביהן הואשמו בכתב האישום) ניתנו החל מהשעה 9: 44: 51, שניות ספורות לפני תחילת הזמן הרנדומאלי. שלוש מתוכן ניתנו בתוך הזמן הרנדומאלי.
- מדד ת"א-25 בשלב הפתיחה, שהוא המחיר הקובע לפקיעת אופציות מדד ת"א-25 ביום שלמחרת נקבע בשער של 388.41, ירידה של 4.37% ביחס למדד הבסיס.
- מחזור העסקות שביצעו הנאשמים (בכל המניות בהן פעלו) הגיע לשיעור של 58.13% מסך מחזור הפתיחה במניות המדד.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

פרק ג': האישום השלישי

כללי

לטענת התביעה, גם בפקיעת יולי, בימים ה- 25.7.01 וה- 26.7.01, התאפיינה פעילות הנאשמים בחשיפה גבוהה לתנודות השוק, מתוך מטרה להרוויח רווח שנובע מערך מדד ת"א 25 ברגע הפקיעה, כמאפיין פעילות עיקרי.

פעילות הנאשמים, החל ביום ד', ה- 25.7.01, לקראת סיום המסחר, ועד למועד קביעת שער הפתיחה ביום ה', ה- 26.7.01, התאפיינה, לטענת התביעה, באלמנטים ברורים המצביעים על כוונתם להשפיע על שערי המניות המרכיבות את מדד ת"א-25.

בחודש יולי, בניגוד לחודש מרץ, לא התקיימו נסיבות אשר בגינן היה חשש ממשי להפסדים של מיליוני ₪. בחודש זה הפוזיציה הכללית של הנאשמים היתה פחות רגישה לשינויים במדד ביחס לפוזיציה הכללית בחודש מרץ (נספחים א-ד לת/16). הבדל נוסף הוא שבחודש יולי נדרשו הנאשמים לביצוע רכישות בכמויות גדולות משמעותית מהכמויות להן נדרשו בחודש מרץ על מנת להתכסות.

לטענת התביעה, הנאשמים פעלו שלא כדין בפקיעת יולי כשניצלו את כוח הקניה שעמד לרשותם על מנת להביא את שער המדד קרוב ביותר לנקודה האופטימלית מבחינתם.

יום ד' ה- 25.7.01 – רקע כללי

בחודש יולי 2001 צפויה היתה להתבצע הפקיעה לפי שער הפתיחה של מדד ת"א 25 ביום ה', ה- 26.7.01.

הפוזיציה של חברת אופמת ביום ד', ה- 25.7.01, לקראת סיום המסחר היתה כדלהלן (ת/16/נספח ג):

מניתוח הפוזיציה של חברת אופמת שלעיל למד המומחה מטעם התביעה מספר תובנות:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- א. לקראת פקיעת יולי חברת אופמת לא היתה במבנה פוזיציה של דלתא אפס.
- ב. מבנה הפוזיציה הכללית של חברת אופמת היה כזה שבטווח שערים מסוים התזרים מן הפוזיציה גבוה, וככל שמתרחקים מטווח השערים האמור, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה, הולך התזרים ויורד.
- ג. כששער המדד הוא בין 449-453 תזרים הנטו של כלל הפוזיציה הינו מקסימלי.
- ד. ככל ששער המדד גבוה יותר כך התזרים שיתקבל מן האופציות הפוקעות (אופציות יולי) הוא גבוה יותר (לונג).
- ה. בשער המדד ששרר בטרם העבירו את הוראותיהם נשוא האישום השלישי (16.141 – ת/105), הן התזרים נטו של כלל הפוזיציה והן תזרים מרץ היו מתחת לשיאם ועלייה מסוימת של המדד היתה מיטיבה עימם.
3. שער הבסיס של מדד ת"א 25 ביום ד', ה- 25.7.01, היה 444.45. עד למועד הפעילות של הנאשמים נשוא כתב האישום ירד שער המדד בשיעור של 0.74% (ת/105).
- ירידה זו הביאה את חברת אופמת, עובר לשיגור ההוראות על ידה, למצב שבו מדד ת"א 25 היה נמוך מטווח המדדים אשר מיטיבים עימה באופן מקסימאלי.
- מאחר וברגע קביעת שער הפתיחה, למחרת ביום ה', ה- 26.7.01, צפויות היו האופציות לחודש יולי לפקוע, הרי שהעדר כל פעולה מצד אופמת עד לרגע קביעת שער הפתיחה האמור, היה מביא למצב שבו כ- 280,000,000 ₪ מתוך הפוזיציה של אופמת היו חשופים לעליות שערים, דהיינו היתה נותרת לחברת אופמת פוזיציה שורט, שכל עלייה של 1% במדד (לאחר הפקיעה), היתה מביאה לירידה של 2,800,000 ₪ בשווי הפוזיציה (שורט של 6,200 דלתאות).
- על מנת להימנע ממצב של חשיפה כאמור, היה על חברת אופמת לרכוש עד למועד הפקיעה כ- 6,200 דלתאות, בין על ידי מניות ובין על ידי נגזרים אחרים. במילים אחרות היה עליהם לרכוש



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

נכס בסיס בשווי של 280,000,000 ₪ או לחילופין לרכוש הרכב של נכס בסיס ונגזרים אשר יעניק להם את כמות הדלתאות המבוקשת.

פעילות אופמת ביום ד' ה- 25.7.01 (ת/16 /13-14)

1. בשעה 16:44:40 העבירה חברת אופמת הוראות, באמצעות בנק איגוד, לרכישת 24 ממניות מדד ת"א-25 בסך של 17,650,380 ש"ח בלימיט משוקלל של +4.23% משער הבסיס של מדד ת"א-25 ושל +5% משער המדד שקדם להעברת הוראות אלה. ההוראות הועברו באמצעות פקודת סל.
2. ההוראות בוצעו במלואן בכל אחת מ- 24 המניות בעלות של 17,013,782 ₪ ובמחיר משוקלל של +1.21% מהמחירים שקדמו להעברת הוראות אלה.

בסיום שלב המסחר הרציף נקבע מדד ת"א 25 על שער של 446.74 הגבוה ב- 1.26% משער המדד שקדם להעברת הוראות חברת אופמת החל משעה 16:44:40.

מומחה התביעה, פרופ' האוזר, הביא ממצאים מהם עולה כי הנאשמים השפיעו על שער הנעילה של כל אחת ואחת ממניות המעו"ף באמצעות הוראות הקניה שנתנו בשניות האחרונות למסחר בשלב הרציף בכל אחת ממניות המעו"ף (ת/16).

ב- 10 מניות קבעה אופמת את שער הנעילה באופן מלא. ב- 14 מניות שיעור ההשתתפות של חברת אופמת בקביעת שער הנעילה היה במוצע 69% (בטווח של 36%-97%).

שיעור ההשתתפות של חברת אופמת בקביעת שער הנעילה של כל המניות היה במוצע (משוקלל) 89%.
3. שיעור ההשפעה של הוראות הקניה של אופמת על שער הנעילה של כל אחת ממניות מדד ת"א-25 בתאריך 25/07/01 מפורט בנספח ג' לכתב האישום ומבוסס על מסקנות חוות דעתו של פרופ' האוזר (ת/16).
4. על פי שיטת הניטרול, ללא הוראות הקניה של הנאשמים, היה נקבע שער הנעילה של מדד המעו"ף ביום 25.7.01 על 441.97 נקודות, שער הנמוך ב- 1.08% משער המדד שנקבע בפועל על 446.74 נקודות (ת/16).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

5. התביעה טענה, כפי שהדבר נטען לגבי פקיעת מרץ, כי הנאשמים היו מודעים להשפעה המשמעותית האפשרית של הוראות מסוג זה, בלימיט ובכמות שהם נעשו.
6. פקיעת יולי מתונה יותר מהמקרה של מרץ בגודל ההוראה ובלימיט, ואולם, לטענת התביעה, עדיין מדובר בהוראה חריגה, המהווה בעצם פעולת תרמית.

יום ה' ה- 26.7.01 - רקע כללי

1. בדומה לאירועים בחודש מרץ, גם בחודש יולי, עיקרון הפעולה של הנאשמים היה הזרמת הוראות בהיקפים גדולים בסמוך לסיום שלב מסחר הפתיחה וקביעת שער הפתיחה – הוא השער הקובע לצורך פקיעת אופציות חודש יולי.
2. בשונה מחודש מרץ לנאשמים היתה כמות גדולה מאוד של דלתאות לרכוש על מנת להתכסות. את כל רכישותיהם ביצעו הנאשמים בסמוך לפני תחילת הזמן הרנדומלי ובמהלך הזמן הרנדומלי עצמו.
3. הפוזיציה של הנאשמת 1 בבוקר יום ה- 26.7.01 היתה כדלהלן (ת/16/ נספח ד):



בתי המשפט

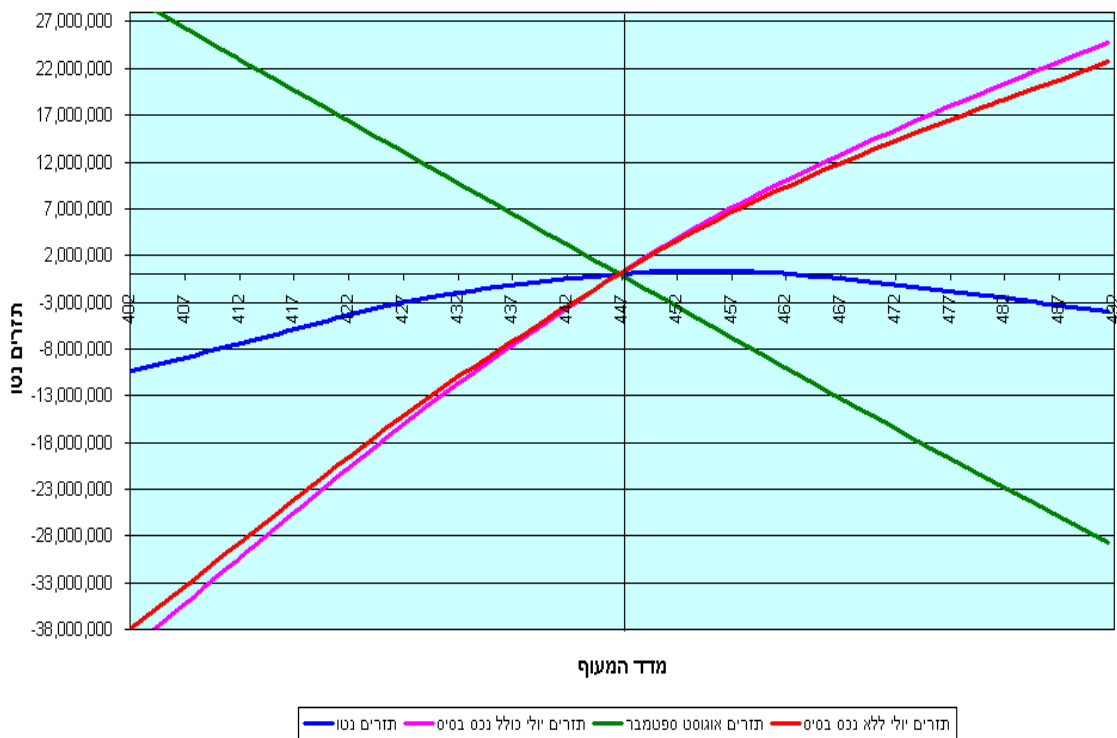
פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

הפוזיציה של חברת אופמת בפתיחת יום המסחר ביום 26/07/01



מהפוזיציה שלעיל המומחה מטעם התביעה, למד את התובנות כדלקמן:

- א. הפוזיציה של הנאשמים בכלל הנכסים היתה מסוג אוכף, פוזיציה רגישה לשינויים במדד.
- ב. הפוזיציה של הנאשמים לטווח הקרוב (תזרים יולי ללא נכס בסיס) היה לונג. משמעות הדבר היה כי כל שינוי של המדד כלפי מעלה משפר את התזרים של האופציות הקרובות באופן משמעותי וכל ירידה במדד מזיקה לו.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- ג. על פי הפוזיציה בכלל הנכסים, בשערים שבין 450 ל- 457 היתה הפוזיציה נזק בשאיא הרווח, כאשר שיא האוכף הוא בשער של 454 (ת/170). בשערים נמוכים יותר (וגם גבוהים יותר) היתה הפוזיציה בנחיתות מבחינת הרווחים ביחס לרמת השערים האופטימלית.
- ד. בפתיחת המסחר היה שער מדד המעו"ף 446.74, שער הסגירה שנקבע יום קודם לכן. שער זה נמוך מטווח השערים האופטימלי עבור הנאשמים. ירידת שערים ביחס למדד זה תסב לנאשמים הפסדים הולכים וגדלים.
- ה. גרף הפוזיציה הכללית של הנאשמים בחודש יולי היה פחות רגיש לשינויים מזה שבמרץ. יחד עם זאת, ירידה של מספר אחוזים בודדים עלולה היתה להסב לנאשמים נזק של מאות אלפי ₪ ואף למעלה ממיליון ₪ (ראה סעיף 6.4 לת/16).

חלק ב': הרקע הנורמטיבי

1. סעיף 54(א) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן: "החוק") קובע לאמור:

54(א) מי שעשה אחד מאלה, דינו - מאסר חמש שנים או קנס פי חמישה מן הקנס כאמור בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין:

(1) הניע או ניסה להניע אדם לרכוש או למכור ניירות ערך ועשה זאת באמרה, בהבטחה או בתחזית - בכתב בעל-פה או בדרך אחרת - שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או בהעלמת עובדות מהותיות

(2) השפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות-ערך."
2. בית המשפט העליון הבהיר בשורה של פסקי דין את תכליתה החקיקתית של הוראת סעיף 54(א) לחוק. בע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 642, בעמוד 653 (להלן: "עניין ואקנין") ציין כבוד השופט ברק:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

"הוראה זו באה להגן על הציבור הרחב בכלל, ועל ציבור המשקיעים בפרט, מפני תרמית בניירות ערך. היא נועדה להבטיח הגינות במסחר בניירות ערך. היא באה למנוע יתרון בלתי הוגן. היא באה לאפשר קיומו של שוק ניירות ערך משוכלל ובורסה תקינה. היא מכוונת להבטיח מידע אמין אשר יאפשר הערכת הסיכון והסיכוי בכל השקעה. היא מבוססת על הצורך לקיים את אמון הציבור בשוק ניירות הערך".

ברע"פ 2184/96 חיים חרובי נ. מדינת ישראל, פ"ד נד(2), 114 (להלן: "עניין חרובי") קבע כבוד השופט ברק:

"מטרתה של הוראה זו להגן על הציבור. ההוראה נועדה להבטיח הגינות במסחר בשוק ניירות הערך. היא מבקשת להבטיח את אמון הציבור בשוק ניירות הערך (ראה ע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 6, 653). מטרתה של ההוראה אינה למנוע כל סיכון מהשקעות בשוק ניירות הערך. מטרתה היא להסיר סיכונים לא טבעיים שמקורם בעיוותים ובפער מידע הקיימים בשוק (השווה ע"א 5320/90 ברנוביץ' נ' רשות לניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 830; ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ. דיסקונט השקעות בע"מ, טרם פורסם). מכאן האיסור שההוראה מטילה על מניפולציה. מטרתה של הוראה זו היא הגנה על המשקיע הסביר ועל רציונאליות ושקיפות המידע שהוא מקבל לשם גיבוש החלטותיו ופעולותיו בשוק ניירות הערך (ראה רע"פ 4827/95 פולק נ. מדינת ישראל, טרם פורסם). היא באה לקדם את יעילותו של שוק ניירות הערך. אכן, סעיף 54(א) לחוק בא להרתיע גורמים מיצירת עיוות בהליך קבלת החלטה של המשקיע הסביר (ראה ע"א 1828/93 רשות לניירות ערך נ. גיבור סברנינה, פ"ד מט(3) 177, 186).

על הלכות אלו חזר בית משפט העליון בע"פ 5383/97 טמפו תעשיות בירה בע"מ ואח' נ. מדינת ישראל פ"ד נד(1) 557, (להלן: "עניין טמפו" שם אף קבע (פיסקה 18) כי:

"תכליתה של הוראה זו נבחנה בבית משפט זה לא פעם. נקבע, כי עיקרה הינו הצורך בהגנה על אמון הציבור בכלל, וציבור המשקיעים בפרט, בשוק ניירות הערך, בהגינות המסחר בו, ביעילותו ובתקינותו.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

מטרת ההוראה בחוק היא גם לשפר את יכולתו של המשקיע הסביר לקבל החלטות על בסיס כל המידע הרלבנטי, תוך נטרול אותם גורמים שיש בהם כדי לעוות את המידע שבידי המשקיע או למצער, להסיר את אותם הסיכונים - הבלתי טבעיים - הקיימים בשל פערי המידע בשוק".

... כן, בבואנו לפרש את היקף תחולתו של האיסור הפלילי הקבוע בסעיף 54(א) לחוק, שומה עלינו לשים כנר לרגלינו, את התכליות הללו, העומדות ביסוד החוק."

עקרונות אלו, המדגישים את החשיבות לקיומה של בורסה שהציבור נותן בה אמון, ואשר מתנהלת על פי כללים של יושר, הגינות וגילוי נאות, הודגשו גם בפסיקת בית המשפט המחוזי (ראה: ת.פ. (ת"א) 352/79 מדינת ישראל נ. לוינקוף, פס"מ תש"מ(ב) 221, בעמוד 234, 253; ת.פ. (ת"א) 97/91 מדינת ישראל נ. אהרון זילברמן (לא פורסם); ת.פ. (ת"א) 73/91 מדינת ישראל נ' מקבץ תשואות, פס"מ תשנ"ו ב' 157). בע"פ (ת"א) 1085/95, 1806 מדינת ישראל נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ (פורסם בדינים ועוד, להלן: עניין "טמפו-מחוזי"), ציין כבוד השופט ד"ר ע. מודריק:

"הפעילות בשוק ההון בישראל מוסדרת באמצעות חוק ניירות ערך. אחת מתכליותיו היא לעודד השקעה בניירות ערך. לית מאן דפליג כי תנאי מוקדם לעידוד הציבור להשקעה הוא נטיעת אמון בציבור ביכולתו של השוק להשיג את יעדיו.

תהא התכלית של גיוס הון לקידום יוזמות כלכליות נעלה ככל שתהא, הדבר לא יצלח אם לא מונח דעת המשקיע שהשוק יהווה עבורו אפיק חסכון או אפיק להשקעה נושאת פירות. אמון המשקיע בכך, מותנה בבטחונו שהשוק מתנהל ביושר ובהגינות; שאין הוא משמש כלי משחק בידי בעלי הון או "מקורבים" או גורמים מתוחכמים המאחזים את דעתו במראית עין שאין תוכנה כברה"

3. השיקולים שצוינו מחייבים שמירה הדוקה על עיקרון המסחר ההוגן בשוק תקין. מסחר תקין והוגן הוא, אפוא, מסחר בין גורמים חופשיים ובלתי תלויים זה בזה, מטרתם קנייה ומכירה בתום לב, בשל עניין (או העדר עניין) בסחורה, מתוך מודעות למחיר השוק (השער) אך מבלי להפוך אותו ליעד הפעילות.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

4. על חיוניות אמינות המידע בשוק ההון עמד פרופ' גושן (בטרם מונה כיו"ר הרשות לניירות ערך) במאמרו "תרמית ומניפולציה בניירות ערך: תאומים לא זהים" (משפטים ל' עמוד 591):

"כאשר מחירי ניירות הערך משקפים נכונה את שוויין של החברות אזי תתקיים הקצאת משאבים יעילה במשק, יגבר אמון המשקיעים בשוק ההון, ואיתו תגבר גם נכונותם להשקיע, דבר שיגדיל את הצמיחה במשק. תרמויות ומניפולציות גורמות לעיוותי מחיר ומקשות על המשקיעים המתוחכמים לייעל את השוק." (שם, 598)

5. השאיפה היא להבטיח כי כמה שיותר אנשים מן הציבור הרחב ייטלו חלק במסחר בשוק ניירות הערך וששוק זה לא יהיה שוק צר המוגבל לבעלי עניין ומקורבים בלבד. הדרך להבטחת אמון זה היא, בין היתר, באמצעות הטלת נורמות התנהגות ראויות, ואכיפתן הקפדנית. מטרתן של נורמות אלה היא להבטיח כי המשתתפים במסחר לא יהפכו אותנו למכשיר להשגת יעדים פסולים, לוודא כי מובטח גילוי מלא של כל האינפורמציה המצויה בידי התאגידים הציבוריים ומנהליהם ולהבטיח תום לב והגינות במסחר.

כדי הבטיח שאמון הציבור ואת תקינותו והגינותו של השוק, הטיל המחוקק על המשתתפים מסחר סייגים ואיסורים שמטרתם להבטיח מסחר תקין והוגן בבורסה. איסורים אלה קבועים, בין היתר, גם בסעיף 54 לחוק ניירות ערך, והם נובעים מן הרצון להבטיח כי המחיר בשוק ישקף פעילות בתום לב ויהיה נקי ממניפולציות שמטרתן לכוון אותו לרצונו של גורם מעוניין זה או אחר, ומכאן האינטרס הציבורי שבאכיפתם.

6. סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך נחקק בעקבות המלצת דו"ח הועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם משנת 1963 ("ועדת ידן") לקבוע איסור פלילי אשר:

"חייב לכלול גם מעשים המשפיעים בדרך בלתי הוגנת על תנודות השערים או העשויים להביא לידי רווחים בלתי הוגנים". (שם, 49).

7. ועדה להצעת הסדרים תחיקתיים בשוק ההון משנת 1996 ("ועדת גבאי") אשר אחד הנושאים אותם בדקה היה סכנת ההשפעה על שערי מניות בדרכי תרמית, הדגישה ש:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

"... אחד מסימני ההיכר לקיומו של שוק תקין והוגן הוא ששערי ניירות הערך נקבעים על-ידי כוחות הביקוש וההיצע ללא השפעה מלאכותית עליהם. עיקרה של שיטת המסחר הנהוגה היא במציאת נקודת האיזון בין ההיצע לביקוש לנייר הערך, והיא מהווה בסיס לקביעת מחירו בכל יום מסחר. בשוק ניירות ערך הפועל בצורה תקינה מושפעים שערי ניירות הערך מתמורות כלכליות המתרחשות במשק בכללותו, בענף או בתאגיד כולו, ומגורמים של סחירות, תשואה וסיכון. מההנחות האמורות, נגזר האיסור המקובל בשיטות משפט שונות, על ביצוע פעולות מניפולטיביות בשוק ניירות הערך שמטרתן להתערב בתנועתם החופשית של כוחות ההיצע והביקוש, לעודד או לדכא באמצעים מלאכותיים קנייה או מכירה של ניירות ערך ולהשפיע בכך על תנודות השערים" (שם, 15 (

8. גם הנחת היסוד של ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים משנת 1984 ("ועדת בייסקי") מוסחת ברוח דומה:

"רמת המחירים של נייר ערך בבורסה... משפיעה על הקצאת מקורות ההון במשק. כדי ששוק ניירות הערך (הן הראשוני והן המשני) יוכל למלא ביעילות את תפקידיו הכלכליים עליו להיות מושפע אך ורק מהערכות המשקיעים בדבר רווחיות צפויה וסיכונים הכרוכים בהשקעה בפירמה. כל השפעה מלאכותית על גורמי התשואה והסיכון במשק מעוותת את הקצאת המקורות במשק" (שם, 55)

9. הוראת העונשין הקבועה בסעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך, נובעת מאופיה המיוחד של ה"סחורה" שבבורסה: הואיל וקשה לציבור המשקיעים להעריך את שווי ה"סחורה", שהרי לרוב הציבור אין הכישורים של אנליסטים בעלי ידע כלכלי, הופך הנתון של "מחיר השוק" לנתון דומיננטי בשיקולי המשקיעים, בבואם לקנות או למכור מניה. לכן, חשוב שהמסחר בבורסה יתנהל בצורה שתבטיח ש"מחיר השוק" של המניות אכן יקבע באופן חופשי, ללא התערבות חיצונית מניפולטיבית או מלאכותית, ושהוא ישקף את נקודת המפגש האמיתית בין ההיצע והביקוש. שערו של נייר ערך צריך להקבע בשוק תקין והוגן על פי כוחות ההיצע והביקוש, ועל פי התמורות הכלכליות המתרחשות במשק כולו, בענף אליו משתייך התאגיד שנייר הערך שלו נסחר בבורסה, ועל פי מצבו של התאגיד עצמו, וזאת בנוסף לגורמים של סחירות, תשואה וסיכון. פעילות בבורסה שתכליתה



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

היא העלאת שער נייר הערך או הורדתו, משבשת את יכולתם של המשקיעים להעריך את "מחיר השוק" של המניה בצורה נכונה.

10. תכליתה החקיקתית של הוראת סעיף 54(א)(2) לחוק, הוזכרה בענין ואקנין דלעיל בעמוד 656 ע"י השופט א. ברק, בהתייחסו להוראה זו:

"... ביסוד הוראת סעיף 54 לחוק ניירות ערך מונח הרצון להבטיח הגינות במסחר בניירות ערך. לשם כך בא הרצון להבטיח גילוי, אשר יאפשר קבלת החלטות מודעות, תוך כדי שקילת הסיכון והסיכוי. מחיר נייר הערך משקף שיווי משקל בין היצע ממשי לבין ביקוש ממשי, אשר מקורו בתחזיות המשקיע בדבר תוחלת הרווח העתידית מאותה השקעה. בכך מובטח אמון הציבור בשוק ניירות הערך ובמידע הכלכלי שהוא מייצג. ודוק: אין הבטחה להצלחה. התחזיות עשויות להיכשל. אך נקבע מנגנון שוק - המבוסס על הערכות כלכליות - אשר על פיו ייקבע מחירו של נייר הערך. על רקע גישה תכליתית זו יש לבחון את המצבים השונים אשר, על פי הטענה, מהווים השפעה בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך..."

11. בע"פ 8573/96, 8620, 8710, 8901, מרקדו ואח' נ' מדינת ישראל, פ"ד נא(5), 481 (להלן: "פרשת הדיסקונטאים"), אמר כבוד השופט א. גולדברג בעמוד 519:

"הסלידה ממניפולציה בניירות ערך יסודה בשאיפה לשמור על עקרון השוק החופשי, שהוא הבריח התיכון של שוק ניירות הערך (השווה L. Loss, Fundamentals of Securities Regulation at p. 845 ff.). השפעות מניפולטיביות על שעריהם של ניירות ערך נתפסות כמסכנות את פעולתו התקינה של שוק ההון. הן מאיימות על אמון הציבור, שכספיו מושקעים בבורסה, אם במישרין ואם באמצעות מתווכים פיננסיים בשוק ההון. אמון זה הוא חיוני לפעילותו של השוק."

12. דעת הרוב בפסיקה היא שהיסוד העובדתי של העבירה כולל שני מרכיבים: א) השפעה על שער נייר הערך (הרכיב התוצאתי); ב) שימוש בדרכי תרמית להשגת תוצאה זו (הרכיב ההתנהגותי).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

שאלת קיומן או העדרן של דרכי התרמית, מוכרעת לאור בחינת מעשיהם ופעולותיהם של הנאשמים. המבחן שיש להפעיל, לצורך ההחלטה האם מדובר בדרכי תרמית אם לאו, היא המטרה המיידית שהנחתה את הנאשמים בזמן ביצוע פעולותיהם.

המלומד Louis Loss, בספרו *Fundamentals of Securities Regulation*, Little, Brown and company, 2nd Ed. 1988, (הוגש כאסמכתא ד' ע"י התביעה), כתב כי קיומו של מניע לבצע מניפולציה, אליו מצטרפת שורה של פעולות במהלך המסחר, מעביר את נטל הראייה על כתפי הנאשם:

"In short, a motive to manipulate, when joined with a requisite series of transactions, prima facie establishes the manipulative purpose and shifts to the accused the burden of going forward with the evidence" (Id, pp. 3968-3970)

בעניין מהותה של השפעה בדרכי תרמית, פסק כבוד השופט ד"ר ע. מודריק בענין **טמפו מחוזי** כי עבירה זו כרוכה "במהלכים מאחזי עיניים", דהיינו:

"פעולות שיש בהן מראית עין של פעילות שיגרתית וכשרה הבאה לכסות על ערוות כוונתו האמיתית של מחולל הפעילות ... המבקש להטעות את ציבור המשקיעים לסבור שכוחות השוק הרגילים מנידים את שער נייר הערך שבו הוא פועל, בעוד שכוונתו הנסתרת מגולמת בתכנית להפיל את ציבור המשקיעים בפח ולכוון אותם לרצונו".

13. כבוד הנשיא א. ברק בע"פ 5052/95 בעניין **ואקנין הנ"ל**, בעמוד 657 קבע, כי אין זה מן הראוי לקבוע "רשימה סגורה", של מצבים האסורים על פי הוראת סעיף 54(א)(2). הוא הציע להעדיף גישה אינדוקטיבית, הנעה ממקרה למקרה, ואשר מבוססת על ניסיון החיים המצטבר, על פני הגדרות כוללניות של התנהגות אסורה (עמוד 657).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

בע"פ 8710/96 בענין **מקדו** הנ"ל, פסק כבוד השופט א. גולדברג כי גם עסקאות "אמיתיות", כביכול, המתבצעות במהלך המסחר בבורסה, יכול שיחשבו כמניפולציה אסורה, כאשר מטרתן היא להשפיע על השער. ואלו דבריו בעמוד 519 :

"האם קיימת הבחנה בין "מניפולציה" ובין "תרמית"? האם עסקאות אמיתיות יכולות אף הן להחשב כיוצרות מצג-שווא, שהוא מיסודותיה של התרמית? מניפולציה מבוססת על יצירת מצג-שווא. מצג-השווא יכול, כמובן, ללבוש צורה של מידע כוזב אשר מופץ בקרב המשקיעים. אך גם כאשר המניפולציה נעשית באמצעות השתתפות במסחר ("עסקאות אמיתיות" כביכול), נוצר מצג-שווא.

שכן, בעוד שכלפי חוץ נחזות העסקאות כתמימות, ובאות רק לשם קניה או מכירה של נייר הערך, הרי שלמעשה מטרתן האמיתית היא לגרום לשינוי בשערו של נייר הערך. שעה שציפייתם של המשתתפים במסחר היא כי הוא יהיה הוגן, ויאפשר להם לקבל החלטות מודעות, תוך שקילת הסיכון והסיכוי, מנצל המניפולטור לרעה את כללי ה"משחק", לשם השגת מטרתו (העלאת או הורדת השער). הוא מצטייר כמי ששומר על הכללים, לפיהם ישקף מחירו של נייר הערך את שווי המשקל בין הצע ממשי לבין ביקוש ממשי, בעוד שהוא נוקט בדרכי תחבולה נסתרים מן העין".

כבוד השופט גולדברג הדגיש כי כל פעילות של משקיע במסחר משפיעה על שערו של נייר הערך, אך רק פעילות שמטרתה המכוונת היא להעלות או להוריד את השער, נחשבת כהשפעה בדרכי תרמית, להבדיל מקניה או מכירה תמימה בשוק חופשי, שהשפעתה על השער הינה תוצאה טבעית ולא מתוכננת מראש של המסחר (עמוד 519-520). לפיכך פסק כבוד השופט גולדברג (בעמוד 520) :

"לאמור, עצם זיהוי השפעה על השער איננו זיהוי של השפעה מניפולטיבית. זיהויה של השפעה מניפולטיבית הוא בזיהוי כוונה פסולה אצל המניפולטור.

סיכומם של דברים, כאשר פעולה במסחר נחזית להיות כשירה, דברים שבלבו של העושה הם שהופכים אותה לאסורה. השתתפות במסחר שנעשית במטרה להשפיע על שער נייר ערך כתכלית העומדת בפני עצמה, ובלי שתשקף ביקוש או הצע כנים, היא פסולה, בעוד שאותה פעולה ממש, אילו



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

נעשתה שלא מתוך אותה מטרה, לא היתה נחשבת לפסולה. במקרים בהם ההשפעה על השער נעשית באמצעות השתתפות במסחר, אשמתו המוסרית של העושה היא שמשמשת לאיתור ההתנהגות האסורה...".

14. בענין **ואקנין** הנ"ל (בעמוד 659), החשיב כבוד הנשיא א. ברק כמניפולציה אסורה פעילות המתבטאת במתן פקודות קניה ומכירה באותו יום מסחר, באותה מניה ועל ידי אותו גורם, וזאת כאשר אין מאחורי פקודות אלו כוונה אמיתית לרכוש את המניה, אלא כוונה להציג מצג מעוות של מסחר ער במניה.

סוג מסוים של פעולות, שהכל מסכימים שהן עולות לכדי "דרכי תרמית", הן פעולות סרק. הדוגמאות הבולטות לפעולות סרק, הן "פעולות מתואמות" (**Matched orders**) או "עסקות מדומות" (**Wash sales**).

בפסה"ד הראשון שנתן בית המשפט בעניין סעיף 54(א)(2), ע"פ 172/80 **לוינקופ נ' מדינת ישראל** פ"מ תש"מ (2), 220 נקבע כי אחת מדרכי התרמית שעליהן חל הסעיף היא הצגת מצגי שווא של ביקושים גדולים, מבלי שיש כוונה לרכוש בפועל את כל הביקושים שהוזרמו. וכך קבע בית המשפט באותו מקרה:

"כאן הכזב שיוחס למערער היה לגבי כוונתו לקנות את חבילות המניות, בהתאם להוראות הקניה. אם לא התכוון המערער לקנות את המניות מסקנה בלתי נמנעת במקרה זה היא, שמתן הוראות הקניה נועד להעלות את שער המניות ואם הצהרתו על רצונו לקנות את המניות היתה כוזבת, הרי הוא פועל בדרכי תרמית." (שם, 234)

15. בספרם של ח. לוי, מ. סמיט, מ. סרנת, **הבורסה וההשקעה בניירות-ערך**, מהד' תשנ"ט-1999, בעמוד 232, נאמר כי "פעולות מדומות" הן "אחד התכסיסים הנפוצים למניפולציות". בע"פ (ת"א) 1327/86 **מדינת ישראל נ. יעקב רוזנבוך**, פ"מ תשמ"ט ב' 309, פסקה כבוד השופטת ה. בן-עתו, בעמוד 319-320, כדלקמן:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

“פעולה תואמת של מכירה וקניה בבורסה - Matched Order היא אחת הדרכים הקלאסיות המובאות בדרך כלל כדוגמא למניפולציה בלתי חוקית בניירות ערך”.
בספרו של Arnold S. Jacobs : Litigation and Practice under Rule 10B-5 הוסבר:

“Wash sales and matched orders are not per se violations of law. Section 9(A)(1) requires the transaction to be ‘for a purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in (a listed) security... or a false or misleading appearance with respect to the market for such security. Economic justification can rarely be found for fictitious transactions. Therefore, although intent must be shown, the requisite purpose can be inferred from an absence of an adequate explanation for the trades coupled with an economic incentive to move the market price.”

16. היסוד הנפשי של עבירת ההשפעה בדרכי תרמית היא מודעות לרכיב ההתנהגותי של העבירה, קרי: פעולה בדרכי תרמית, עם זאת, קשה לראות מקרה שבו תוכח השפעה בדרכי תרמית, שהנאשם היה מודע לה, מבלי שהתכוון להשיג תוצאה זו בעצם מעשיו, ואף חפץ בה. כפי שהדגיש כבוד השופט גולדברג בעניין מרקדו (עמוד 520):

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

17. כאשר הפעולה נעשית במטרה להשפיע על שער נייר-ערך, וזאת כתכלית העומדת בפני עצמה, ומבלי שתשקף ביקוש או היצע כנים, מדובר בפעולה פסולה, העולה לכדי “דרכי תרמית”. מכאן שלעיתים, המבדיל בין פעולה העולה לכדי “דרכי תרמית” ובין פעולה לגיטימית, הם “הדברים שבלבו” של מבצעה, כך גם במקרה שבפנינו.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

לעניין זה, ראה את דבריהם של המלומדים ניצני ו-קרת "הבורסה לניירות-ערך והמערכת

השיפוטית" עיוני משפט טו תש"ן, 609:

"כיוון שקשה לעמוד על הכוונה המניפולטיבית היוצרת את המטרה, יש להסיק את המטרה

המניפולטיבית מתוך הראיות הנסיבתיות" (שם, 622).

וכפי שציין המלומד Loss, בספרו הנ"ל:

"Since it is impossible to probe into the depths of a man's mind, the commission has said, "it is necessary in the usual case...that the finding of manipulative purpose be based on inferences drawn from circumstantial evidence" (שם, 3968)

18. אין די בכך שמשקיע הפועל במסחר מודע לכך שפעולתו תשפיע, קרוב לוודאי, על השער, כל עוד מטרתו האמיתית היא לרכוש או למכור את המניה. היסוד הנפשי הנדרש לעבירה כולל מודעות כפולה: הן לכך שמטרתה האמיתית של הפעולה היא ההשפעה על השער, והן לדרכי התרמית הננקטות על ידו לצורך השגת מטרה זו. בהעדר כוונת תרמית, לא מתבצעת עבירה. ובקיצור, העבירה של השפעה בדרכי תרמית על שער נייר ערך נבחנת על פי מעשיו וכוונותיו של הנאשם ביום המסחר בבורסה, דהיינו: האם פעל בבורסה מתוך רצון אמיתי לקנות או למכור מניות, או מתוך כוונה להשפיע על השער, כתכלית בפני עצמה.

לאור זאת, נדרש, במסגרת היסוד הנפשי, יחס חפצי כלפי התוצאה. היחס החפצי שנדרש בפועל בפסיקה הוא יחס של כוונה, כלומר, רצון להשפיע על השער. בענייננו, כי כיוון שמדובר בפעולות אמיתיות במסחר, היסוד הנפשי הנדרש הוא יסוד נפשי של כוונה להשפיע על השער. רכיב דרכי התרמית הוא כאמור חלק מן היסוד העובדתי. הוא רכיב עצמאי ונפרד מרכיב ההשפעה על השער. היסוד הנפשי של העבירה, דורש כאמור כוונה להשפיע על השער ומודעות לרכיב דרכי התרמית.

השוואת המקרים בפסיקה לעניין שבפנינו:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

1. בענייננו, אין מחלוקת כי מדובר בהוראות אמיתיות, שאופמת שידרה מתוך כוונה שיבוצעו, והן אכן בוצעו בפועל. הוראות אלה שודרו בגלוי לבורסה, ממחשבי החברה, וכאשר ברור וידוע שהחברה היא ששידרה אותן. לא התקיים כל אלמנט של הסתרה או הסוואה. כמו כן לא היה כל מצג שווא. אופמת עמדה מאחורי פעולותיה. יתרה מכך, אופמת פעלה במניות המעו"ף ובמניית פרטנר שנכנסה למדד המעו"ף. מדובר במניות הסחירות ביותר בשוק ההון, שיש בהן היקפי מסחר גדולים מאד, ובכלל זה של גופים מומחים ומוסדיים. הפעילות נעשתה בימי פקיעה וביום החלפת מניות, ימים בהם המסחר במניות המעו"ף עירני במיוחד, ונמצא במרכז תשומת הלב של שוק ההון.
 2. העובדות העולות מהפסיקה דלעיל מלמדות על קיומם של מצגי שווא של ממש ועל מעשי מרמה ברורים במטרה להונות את ציבור המשקיעים. בנוסף, היה מדובר במניות שהסחירות בהן מועטה ודלה, בהיקפים שכלל לא ניתן להשוות להיקפי המסחר במניות המעו"ף.
 - דווקא במקרים בהם היה מדובר בעסקאות אמיתיות, כיוון שידוע שלכל פעולה יש פוטנציאל השפעה על השער הפסיקה דרשה תמיד רכיב עצמאי של דרכי תרמית, במקביל ובנוסף לכוונה להשפיע על השער. חשוב, אם כן, לחזור על העובדות שהיווה בסיס לפסיקה שצויינה לעיל:
 3. בעניין **לוינקופ** היה מדובר במנהל תיקי השקעות, אשר נתן הוראות גדולות לרכישת מניות "בית הרכב" בשני ימים שונים. ביום הראשון לא היה היצע מתאים והבורסה הכריזה על שער "קונים בלבד", דבר שהביא, בהתאם לשיטת המסחר שנהגה אז, לעליית שער של 5%. גם ביום השני לא היה היצע מתאים, אך בשלב זה המפקח על הבורסה הורה על "ביצוע חלקי", וחיב את הנאשם לבצע חלק מפקודות הקנייה שלו. הנאשם התנגד לביצוע החלקי וניסה לערער על כך בפני מוסדות הבורסה, ללא הצלחה.
- בית משפט השלום זיכה את הנאשם, בעוד בית המשפט המחוזי הרשיע אותו ברוב דעות. דעת הרוב קבעה, כי **התרמית נוצרה על ידי מצג השווא** - פעולותיו של הנאשם שידרו רצון לקנות את המניות, בעוד שבפועל לא הייתה לו כוונה לעשות כן. לדעת שופטי הרוב הוראתו היתה אפוא כוזבת ובגדר מצג שווא.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

בית המשפט העליון החליט לזכות את הנאשם, ודחה את מסקנת שלושת שופטי המחוזי כי הנאשם לא התכוון לרכוש את המניות. נקבע, כי גרסת הנאשם אינה בלתי סבירה וגרסת התביעה לא הוכחה בוודאות הנחוצה להרשעה. גרסת התביעה התבססה על כך שלנאשם לא היה כל סיכון במתן פקודות קנייה גדולות, מכיוון שהיה ברור שלא יהיה היצע בהיקף כזה. אך ניתוח העובדות של בית המשפט הראה אחרת, ויש בכך לפחות כדי לעורר ספק סביר בגרסת התביעה. בית המשפט העליון קבע, כי הראיות הנסיבתיות אינן מביאות למסקנה אחת וחד משמעית כי הנאשם פעל בדרכי תרמית, ועל כן הערעור התקבל והוא זוכה.

4. בעניין רוזנבוך, הנאשם היה מנהל כספים בחברת לוי, אשר החזיק בעקיפין בחלק ממניות החברה. בשל זהות האינטרסים בינו לבין החברה, כינה אותם בית המשפט קבוצת לוי. בשנת 1983 הקבוצה החלה לרכוש מניות של חברת "מיפ גליקו", והיה לה רצון להגיע לכמות אחזקות שתאפשר לה למנות מנהל בחברה. הנאשם החליט לעורר את המסחר במניה שהיה רדום, ופעל במשך 9 ימים, כמעט רצופים, משני כיווני המסחר. מצד אחד הוא הזרים פקודות קנייה בשם חברת לוי ומהצד האחר הזרים פקודות מכירה בשמו שלו ובדרך כלל באותה כמות. כתוצאה מפעולות מתואמות אלה עלה שער המניה. בית משפט השלום זיכה אותו, אך ערעור המדינה התקבל ובית המשפט המחוזי הרשיע אותו.

השופטים בבית המשפט המחוזי שמו את הדגש על דרכי התרמית המובהקות - העסקאות המתואמות, שהן בלב ההגדרה של עסקאות מלאכותיות.

5. בעניין ואקנין, הנאשמים היו בעלי ומנהלי חברת מקבץ תשואה ליעוץ והשקעות בניירות ערך. בשנת 1988 מקבץ תשואה התרכזה בהשקעה במניות של בנק החקלאות. הנאשמים הורשעו בהנעה בתרמית (סעיף 54(א)(1) לחוק ניירות ערך), בגין כך שהניעו לקוחות שלהם לרכוש מניות של בנק החקלאות על ידי הצגת מצג שווא בפניהם. לאחר שהלקוחות גילו שהרכישות הביאו ליתרת חובה בחשבונם, הם דרשו מהנאשמים למכור את האחזקות במניה. הנאשמים, אשר חששו מירידת שער בעקבות מכירה מסיבית של מניה דלת שחירות, קשרו קשר להשפיע בדרכי תרמית על השער, במטרה לפתות קונה מחוץ לבורסה. בגין כך הם הואשמו בעבירה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

הנאשמים, אשר החזיקו במרבית המניות הסחירות של בנק החקלאות, שלטו למעשה במסחר. הם פעלו במהלך שני ימי מסחר ממספר גדול של חשבונות ובאמצעות חברי בורסה שונים. הם נתנו הוראות קנייה רבות ללא כל כוונת רכישה, כיוון שלא היה סיכוי של ממש כי יוזרמו פעולות מכירה נוגדות. ביום הראשון פעילותם התרמיתית הביאה לעליית שער של 5%, לאחר שהוכרז שער "קונים בלבד". ההוראות אכן שודרו למסחר אך הנאשמים ידעו כי הן לא ייענו, כיוון שהם שלטו בהיצעים. ביום השני, פעילותם (שכללה גם מספר הוראות מכירה אל מול הוראות הקנייה שלהם) הביאה לעליית שער של 29%.

הנאשמים הורשעו בבית המשפט המחוזי וערעורם לבית המשפט העליון נדחה. כב' הנשיא ברק קבע, כי מתן הוראות בלא רצון אמיתי לקנות או למכור, ואך מתוך רצון לגרום לשינוי במחיר המניה, הינו פסול. נקבע כי הפעילות לא שיקפה תחזית כלכלית ביחס למניה, אלא פעולה מלאכותית. כאשר מתלווה לכך מודעות לדרכי התרמית וכוונה להשפיע על השער - מדובר בעבירה.

6. בעניין הדיסקונטאים רכש מממן חיצוני אג"ח לחשבוננו, לפי הוראות הנאשמים האחרים, עובדי הבנק. לאחר מכן, הזרימו הנאשמים האחרים לבורסה ביקושים לאותה אג"ח, מחשבונות לקוחות הבנק וקרנות הנאמנות שבשליטתם. הביקושים הביאו לעליית שער האג"ח, ולאחר מכן בוצעה עם המממן החיצוני עסקה מחוץ לבורסה, בה נמכרו האג"ח מחשבון המממן לחשבון לקוחות הבנק, בשער "המנופח" שנקבע בבורסה כתוצאה מהזרמת הביקושים. בשיטה דומה פעלו גם בנוגע ל-5 מניות, כאשר העלאת שערן התבצעה על ידי רכישה אינטנסיבית של אותן מניות עבור קופות הגמל של הבנק, ואחר כך מכירתן ללקוחות הבנק. הנאשמים - המממן החיצוני ועובדי הבנק חילקו ביניהם את הרווחים.

7. בעניין חרובי, הנאשמים היו חרובי, מנהל חברה להשקעות אקויטי ודהן, מנהל תיקים בחברה. השניים פעלו ביום מסחר מסויים במניית אנדין שהיתה מניה זניחה. הם רכשו כמות גדולה של המניה מחוץ לבורסה, שהיתה כמחצית מהכמות הסחירה של המניה. במהלך המסחר הם פעלו על מנת להעלות את השער ולמכור ברווח את המניות שרכשו קודם לכן בשער נמוך. הם פעלו באמצעות מספר חברי בורסה שונים, הזרימו ביקושים ומנגד היצעים, וכן הניעו אנשים לרכוש את המניות באמצעות מצג שווא. פעולותיהם יצרו עודף ביקוש, דבר שהביא לעליית שער מקסימאלית של 10%.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

בית משפט השלום זיכה את הנאשמים ובית המשפט המחוזי הרשיע אותם. ההרשעה אושרה בבית המשפט העליון.

בית המשפט המחוזי קבע, כי הציפייה ששער מנייה יעלה או ירד אינה פסולה כשלעצמה, והיא חלק מהשיקולים הלגיטימיים בהחלטה אם לקנות או למכור מניה. אולם, הנאשמים תכננו ל"הריץ" את המניה, ופעולותיהם יצרו מצג שווא שכביכול ישנה פעילות אמיתית בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון, וכאן התרמית. בית המשפט העליון אישר את ההרשעה.

8. בעניין זילברמן, הנאשם, מנהל תיקי השקעות וקרנות נאמנות ובעל טור כלכלי בעיתון 'גלובס', פרסם שתי כתבות בהן המליץ על רכישת מניות שהוא החזיק בהן והכילו מידע כוזב. הנאשם הסתיר את העובדה שהוא החזיק במניות. בעקבות הכתבות עלה שער המניות והנאשם מכר חלק מאחזקותיו בהן.

בית המשפט המחוזי הרשיע את הנאשם בהנעה בדרכי תרמית (סעיף 54(א)(1)) בשני האישומים, ובהשפעה בדרכי תרמית על השער (סעיף 54(א)(2)) באישום הראשון. הוא זוכה מעבירה של השפעה בדרכי תרמית באישום השני, משום שלא הוכח קשר בין פרסום הכתבה לבין תנודות השער ולא הוכחה השפעה חריגה על תנודות השער.

בית המשפט העליון הרשיע את הנאשם גם באישום השני, וקבע כי במקרה זה הוכח שהכתבה השפיעה בפועל על השער.

9. בעניין "טמפו" החזיקה משפחת בורשטיין במרץ 1991 ב- 96% ממניות החברה הציבורית "טמפו בירה" במישרין ובעקיפין (באמצעות "טמפו פלסטיק", חברה פרטית בבעלותה המלאה).

באותה תקופה משפחת בורשטיין החליטה לממש חלק מאחזקותיה במניות "טמפו בירה" בדרך של פרסום תשקיף (הנפקה). במהלך כחודשיים לפני ההנפקה רכשו חברות הבת "טמפו פלסטיק" והנאשם לוינהר שהיה איש הכספים בטמפו, חלק ניכר מהמניות שהיו בידי הציבור. כתוצאה מרכישות אלה עלה שער המנייה בצורה משמעותית לקראת



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ההנפקה. הנאשמים לא דיווחו על כך בתשקיף, וגם על הרכישות עצמן לא דיווחו מיד או בסמוך ככל האפשר לרכישה.

בית משפט השלום בעניין "טמפו" הרשיע את הנאשמים, ודחה, מטעמים עובדתיים, את טענת ההגנה שלהם כי מדובר היה בפעולת ייצוב לגיטימית. הוא קבע, כי מה שעמד לנגד עיניהם של הנאשמים היה הרצון להבטיח את הצלחת ההנפקה, כלומר להגיע למחיר גבוה ככל האפשר עבור המניות המוצעות בה, ולהשיג שער ריבית נמוך במכרז.

10. במקרה זה, כיוון שהיה מדובר ברכישות אמיתיות, הדגיש בית המשפט את רכיב דרכי התרמית. בפסק הדין של בית המשפט השלום נקבע כי בעסקאות אמיתיות יבחנו הכוונה והדרך בכדי לקבוע האם מדובר בפעולה תרמיתית.

בית המשפט קבע, כי התרמית התבססה על אי גילוי מדיניות רכישת המניות בה נקטו הנאשמים. נקבע כי עצם פעילות התמיכה בשער, שהתבטאה ברכישות מאסיביות נגד המגמה ובלידר, יחד עם עקביות ורצף הקליטה על פני תקופה מהותית, לצד מניעת המידע מהציבור לגבי המתרחש, כל אלה יחדיו יצרו תמונת תרמית שהיא הבסיס לעבירה.

ההרשעה אושרה בבית המשפט המחוזי ובבית המשפט העליון. בית המשפט העליון קבע כי פעילות בבורסה שאין תוכה כברה - נחשבת כמניפולציה המהווה השפעה בדרכי תרמית על שער נייר הערך.

11. בעניין אורן, היה הנאשם, פעיל בשוק ההון שניהל תיקים עבור עצמו, משפחתו ואחרים. הוא פעל באמצעות 13 חשבונות ניירות ערך דרך 6 חברי בורסה שונים, וכן פעל על פי שיקול דעתו בשני חשבונות של האחים מזרחי. עד סוף שנת 1992 הנאשם הפך לבעל עניין בחברת אופנת ברוך מכוח החזקותיו במניותיה (30%). הוא לא דיווח על כך.

בית משפט השלום קבע, כי מאפייני פעילותו של הנאשם מתיישבים עם פעילות "הרצת מניות" ולא עם פעילות המכוונת להשתלטות על החברה גרידא כפי שטען. הנאשם הגיש ביקושים מכמה חשבונות שונים במטרה להתגבר על מגבלות הבורסה וליצור מצג כאילו פועלים מספר גורמים. הפקודות היו אגרסיביות, בכמויות גדולות או בלימיטים גבוהים,



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

אשר ברור היה מראש כי לא ייענו על ידי השוק. במקביל ובניגוד להוראות הקנייה שלו הנאשם מכר כמות גדולה של מניות מחוץ לבורסה. מכך הוא הפיק רווח. הפעולה העידה על מניע של מימוש רווחים מידי, וסתרה מניע של השתלטות על החברה. כמו כן, הנאשם הפחית למינימום את כמות ה"סחורה הצפה" ודאג שלמניה תהיה "רצפה" - רף תחתון שממנו השער לא ירד. יתרה מכך, הנאשם נמנע מלדווח על אחזקותיו. כל אלה דרכי תרמית ברורות ומובהקות.

12. בעניין שפיר, הנאשם ואחיו, פעילים בהשקעות ובניהול תיקים, פעלו בבורסה בצורה מאסיבית באמצעות 35 חשבונות ני"ע דרך 12 חברי בורסה שונים, כאשר עיקר הפעילות היתה בארבע מניות בעלות סחירות נמוכה: "כהן פיתוח", "לכיש", "אורדע", "פמה".

עד יוני 1993 (תקופת האיסוף) רכש הנאשם כמות גדולה של המניות, באופן שהיווה גורם מכריע בעליית שעריהן, והפך אותו למזוהה עם המניות. הוא הפך לבעל עניין בארבע החברות. מיוני 1993 ועד פברואר 1994 (תקופת הקליטה), החלו היצעם גדולים בארבעת המניות והנאשם קלט אותם. במקביל, בתקופה זו נקלע הנאשם למצוקת אשראי והופעלו עליו לחצים למכור חלק מהמניות. על מהלכי מכירה אלה לא דיווח. הנאשם טען כי הרכישה בתקופת הקליטה נעשתה בשל שיקולים כלכליים (הגדלת האחזקות). התביעה טענה כי הפעולות נעשו כדי למנוע ירידת שערים.

בית משפט השלום הרשיע את הנאשם. נקבע, כי העובדה שנאשם השפיע בפועל על שער המניה אינה אומרת שהוא עשה זאת בדרכי תרמית, ועדיין צריך לקבוע האם התכוון להשיג תוצאה זו. באותו עניין נקבע כי היו ראיות שתמכו בכוונת התרמית למנוע ירידת שערים: הנאשם רכש בשלב המאזנות (עודף ההיצע שנותר, אם נותר) ולא בשלב הלידר, בשער הגבוה ביותר, דבר שסתר את טענתו בדבר רצונו להגדיל החזקות. הסיטואציה היתה נטולת הגיון כלכלי - בעוד הבנקים מכרו מניותיו הוא רכש אותן בבורסה מהצד האחר. בנוסף, הנאשם לא דיווח על המכירות הרבות בתקופה זו. בית המשפט המחוזי אישר את ההרשעה, ובקשת רשות הערעור לבית המשפט העליון נדחתה.

13. בכל פסקי הדין הנ"ל, התקיימו בפועל דרכי תרמית ברורות ומובהקות. דרכי התרמית יצרו מצג שווא של פעילות תקינה של כוחות השוק. בכל אותם פסקי הדין נתקיימה כוונה ברורה ומטרה להשפיע על השער ודרכי התרמית נועדו להסתיר ולהסוות מטרה זו.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

14. על התביעה להוכיח את רכיב **דרכי התרמית** - הן בהיבט היסוד העובדתי והן בהיבט היסוד הנפשי. ניתוח עובדות פסקי הדין מלמד, כי בכל המקרים דרכי התרמית נועדו לבטל או להעלים את הסיכון הקיים במסחר. כאשר אדם פועל בהוראות מתואמות, משני צידי העסקה, או שולט במסחר במניות זניחות ויודע שביקושו לא ייענו - הוא יודע מה תהיה תוצאת הפעילות, ולמעשה שולט בכך. בנסיבות אלה, מנוטרל אלמנט הסיכון וחוסר הוודאות, שהם חלק בלתי נפרד מהמסחר.
15. יפים לעניין זה מה שנפסק בת"פ (תל-אביב) 2587/06 מ"י נ' כבירי (פורסם במאגרים המשפטיים האלקטרוניים) מפי עמיתי, כב' השופט דני מור, בעמ' 37 ש. 23 - עמ' 38 ש. 10):

"הפרשנות למונח השפעה בתרמית לה טוענת התובעת הינה שיש להתעלם מכל יסוד עובדתי ולהסתפק במחשבה הפלילית הנלמדת מהמניע. כלומר, אם שואף הנאשם כי שער המניה יעלה, די בכך כדי לצבוע את מעשיו באי חוקיות, אפילו אם הוא נמנע מכל יצירת מצג שווא, ישיר או עקיף. לטענתה, גם אם פעולותיו במסחר נחזות להיות אמיתיות, והוא רוכש במלוא כספו היצע המוזרמים על ידי אחר, אבל כוונתו אינה לקשור עסקה כלכלית, היצע והביקוש, אלא לאסוף מניות, בהתעלמות מכך שאף לפעולה זו משמעות כלכלית אמיתית, יש לראותו כמשפיע בדרכי תרמית על שער נייר הערך. לדבריה, מטרת העסקה שמבצע הנאשם בבורסה אינה אך ורק רכישת המניות, אלא גם לשם העלאת שער המניה, ומכאן אחריותו בפלילים.

טענה זו אינה נראית לי ודינה להדחות.

ראשית, אין להאשים ולהרשיע אדם אך בגין מחשבות שבלב, ובמיוחד שלא הוכח כי הבין כי מעשיו, לכאורה, אסורים. היכן התרמית ומצג השווא בפעילותו בבורסה? העסקאות אותן מבצע הנאשם הינן עסקאות כלכליות, יום יומיות, של ביקוש מול היצע. הנאשם נענה להיצע המניות בכסף טוב ומסכן את כספו שלו. ירד שער המניה הוא "יפסיד" את כספו. פעולתו אינה יכולה להיחשב כאסורה רק בגין הבנתו כי תוצאת העסקאות הינה אף ששער



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

המניה יעלה, והוא אף מעוניין בכך, כתכנון מס לגיטימי, כפי שאמר
בהמשך, (בהנחה, שלא הוכחה, שזה אכן המניע למעשיו)"

ובהמשך, (בעמ' 42, שורות 11-20):

"פעולות סחר בשוק ההון להן תכלית כלכלית, אף אם תביא גם לעלית שער
המניה, מעצם טיבה של קשירת עסקה בשער ההיצע העשוי להיות גבוה
משער הבסיס, הינה פעולה "אמיתית" ואינה יכולה להיחשב כהשפעה
בדרכי תרמית. כל זאת אף אם נהנה המשקיע מתוצאה עקיפה הרצויה לו,
כמו רווח 'חוץ שוקי' לתכנון מס לגיטימי. עסקה אמיתית עלולה להיות
"תרמית", אך הדברים אמורים רק בעסקאות שמצג השווא כלול בהם -
פעולות מסחר הנחזות להיות תמימות אך אינן כאלו, בניסיון ובכוונה
להטעות את ציבור המשקיעים, תוך הסתרת מלוא המידע הכרוך בעסקה. אין
להתעלם ולוותר על הרכיב התנהגותי, אף סמוי, המסתיר את המטרה
האמיתית באמצעות מצג כוזב (ראה עודד מודריק, הרצת מניירות ערך
כעבירה, מגמות בפלילים, עיונים בתורת האחריות בפלילים, התשס"א-
2001 עמ' 509)".

(כבירי, עמ' 42 ש. 11-20).

חלק ג': מסקנות מהעדויות שהושמעו המוצגים שהוגשו והוראות

הדין החלות:

1. כללי

1. במהלך שנת 2001 שיטת המסחר בבורסה בתל אביב הייתה שיטת הרצף. המסחר בשיטה
זו מתנהל ללא זירת מסחר פיזית אלא בצורה ממוחשבת (ת/5/16). ההוראות של
המשקיעים מועברות באמצעות מחשבים של חברי הבורסה אל מחשב הבורסה.
הנאשמים החזיקו במשרדיהם מערכת הקשורה לחברי הבורסה בנק איגוד ובנק מזרחי,
ומאוחר יותר מערכת של בנק לאומי (פרוטוקול דיון מיום 20.3.07, עמוד 116/26 – 117/
21). המדובר במערכות ייעודיות למסחר בבורסה שכללו תוכנות שנוצרו ותוכננו לשם כך



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

(פ.מ.ר. וסיברון). ההוראות שנתנו הנאשמים הועברו באופן ישיר למחשב הבורסה, ללא צורך במתווך מטעם חבר הבורסה (פ/ 20.3.07 /24-119/2).

שלבי מסחר בשיטת הרצף:

2. **שלב הטרור פתיחה והפתיחה** – שלב טרום הפתיחה תחילתו, נכון לשנת 2001, בשעה 8:30 בבוקר. שלב טרום הפתיחה הסתיים, במניות מדד ת"א 100 (הכוללות בתוכן את מניות מדד ת"א-25), בזמן אקראי בין השעה 9:45 לשעה 9:50. במהלך שלב טרום הפתיחה ניתן להגיש פקודות קניה ומכירה. פקודות אלה אינן מבוצעות, אלא נאספות בספר הפקודות. עם סיום שלב הטרור פתיחה מתבצע המסחר בשלב הפתיחה בו נקבע שער הפתיחה לפי הביקושים וההיצעים לכל מניה כפי שקיבלו ביטוי בפקודות הקניה והמכירה שנאספו בספר המסחר במהלך שלב הטרור פתיחה. עדיפות הביצוע נקבעת על פי מחיר (עדיפות ראשונה) וזמן (עדיפות שניה). שער הפתיחה שנקבע הוא השער שבו מושג המחזור הגדול ביותר כשהתנודה המירבית משער הבסיס עומדת על 15%. פקודות שלא בוצעו מועברות לשלב המסחר הרציף פרט לפקודות מסוג "בצע בשער הפתיחה" (ATO). קביעת רגע הפתיחה בזמן אקראי בין השעות 9:45-9:50, היא הוראה שנכנסה לתוקף בשלהי שנת 2000 (ת/17-ב-1), ונועדה לצמצם מניפולציה בדרך של מתן הוראות סמוך לסיום מסחר הפתיחה באופן שהשוק לא יספיק להגיב להוראות והן ייקבעו את שער הפתיחה.

החל מהשעה 9:00 הבורסה מחשבת שער תיאורטי שמיועד לספק מידע למשקיעים על תמונת המצב בכל רגע, עד לשלב מסחר הפתיחה. השער המחושב הוא השער שהיה נקבע לו המסחר בשלב הפתיחה היה מתקיים באותו רגע, ומחושב על בסיס הוראות הקניה והמכירה שנמצאות בספר באותה העת.

שלב הטרור פתיחה ומסחר הפתיחה שבא בעקבותיו הוא השלב שבו נקבע המדד הקובע לפקיעת האופציות על מדד ת"א-25 בכל יום חמישי שלפני יום השישי האחרון בכל חודש. עד לשעה 9:30 ניתן לבטל פקודות, אולם לאחר מכן לא ניתן לעשות כן. שער הפתיחה נקבע על פי עקומות ההיצע והביקוש שנמצאות בספר ברגע הפקיעה. שיטה זו של קביעת שער הפתיחה מבוססת על כלל הפקודות שבספר ולכן רק פעילות בהיקפים גדולים המהווים נתח משמעותי מהמחזור במסחר הפתיחה, יכולה להשפיע על שער הפתיחה השפעה בעלת משמעות.

3. **שלב המסחר הרציף** - זהו השלב העיקרי במסחר. המסחר בשיטה זו מתנהל ברוב שעות היום מיד לאחר ששער הפתיחה נקבע, ועד לשעה 16:45 בערך. המסחר הוא רציף



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

וסימולטאני. עדיפות ביצוע הפקודות היא לפי שער וזמן קבלתן בבורסה. לכל עסקה יכול להיקבע שער וכמות בהתאם לפקודות של המשקיעים. שער העסקה נקבע על פי מפגש בין פקודות הקניה והמכירה שמופיעות בספר הפקודות. תנודת השערים בלתי מוגבלת. סוגי הפקודות הם: פקודת שער (LMT) ופקודת שוק (MKT). פקודת LMT היא פקודה עם מגבלת שער המגבילה רכישת מניה במחיר שאינו עולה על זה שנקבע על ידי המשקיע או פקודה עם מגבלת שער שמגבילה מכירת מניה במחיר שאינו יורד מזה שנקבע על ידי המשקיע. פקודת MKT היא פקודת קניה או מכירה על ידי משקיעים ללא מגבלת שער. פקודת MKT איננה יכולה להיקשר בעסקה בשער שגבוה ביותר מ- 12% משער העסקה האחרונה. פקודות שלא מבוצעות עם הגשתן נרשמות בספר הפקודות. פקודות שלא מבוצעות עד לסיום שלב המסחר הרציף מועברות לשלב המסחר הבא, שלב המסחר בשער הנעילה.

שער הנעילה מחושב לפי הממוצע המשוקלל של מחירי העסקאות האחרונות ב- 30 הדקות האחרונות למסחר בניירות הערך בשלב המסחר הרציף, ואשר סכומן המצטבר הוא הסכום המינימלי שבתקנות קובעים את הנעילה. בתקופה הרלוונטית היה סכום זה 500,000 ₪. אם לא הגיע סכום העסקאות ב- 30 הדקות האחרונות לסכום הזה יצורפו סכומי עסקאות נוספים. על פי כללים אלה, בתנאים מסוימים יכול ששער הנעילה יקבע על פי שער שנקבע בעסקה בודדת, אם סכום עסקה זו עלה על 500,000 ₪. כל הפקודות שנפגשות בשלב זה מבוצעות מיידית. עדיפות הביצוע נקבעת על פי מחיר (עדיפות ראשונה) וזמן (עדיפות שניה).

4. **שלב המסחר בשער נעילה-** זהו שלב של מסחר רציף וסימולטני ללא שינוי בשערים. המסחר בשער הנעילה מתחיל עם קביעת שער הנעילה בשעה 16:45 ומסתיים בשעה 17:00. עדיפות ביצוע הפקודות היא לפי זמן קבלתן בבורסה. פקודות שעברו משלב המסחר הרציף עדיפות על פקודות שהוגשו בשלב המסחר בשער הנעילה. בשלב זה קיימת גם פקודה מהסוג של 'בצע בשער נעילה' (ATC). פקודות שלא מבוצעות עד תום המסחר בשער הנעילה מבוטלות. כל העסקאות בשלב זה מבוצעות בשער הנעילה שנקבע בסיום שלב המסחר הרציף.

5. **חברת אקסלנס השקעות בע"מ** היתה חברה ציבורית אשר הוקמה על ידי גיל דויטש ורוני בירס. השניים מילאו תפקידי מפתח באקסלנס, כאשר דויטש שימש כמנכ"ל ובירס כיהן כיו"ר הדירקטוריון. (פרוטוקול הדיון מיום 26/10/06, עמוד 2, שורות 12 - 30). דויטש



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ובירם החזיקו בלמעלה מ-50% ממניות החברה; בנק המזרחי אחז בקרוב ל-25% ובידי הציבור היו כ-25% (ת/ט1).

במהלך שנת 2000 הקימה אקסלנס את קבוצת אופמת, הכוללת חברת אם, היא **אופמת אחזקות (2000) בע"מ**, ושתי חברות בנות – **אופמת השקעות בע"מ** (נאשמת 1) ו**אופמת גלובל בע"מ**. על מבנה הקבוצה, הקשר שלה לאקלנס, מבנה הבעלות בה ותחומי העיסוק הכלליים של כל אחת מהחברות בקבוצה העידה אורלי כירם, מי שהיתה בתקופה הרלוונטית מנהלת הכספים של חברת אקסלנס (פרוטוקול הדיון מיום 28/9/06). הבעלות בחברת אופמת אחזקות (2000) בע"מ, נחלקה באופן הבא: כ-50% ממניותיה נותרו בידי החברה האם, אקסלנס, ויתר ה-50% נחלקו כדלקמן: **חב' אס גיי סי החזקות בע"מ**, בבעלותו של נאשם 2- כ-22%; **בועז דורי השקעות בע"מ**, בבעלותו של בועז דורי – 14%; **סלומה (2000) בע"מ**, בבעלות נאשם 3 – 14% (ת/ט7).

6. נאשמת 1 הייתה החברה הראשונה לקום מבין שלוש החברות הבנות שהרכיבו את קבוצת אופמת. ייעודה המקצועי של חברת אופמת היה ניהול נוסטרו בניירות-ערך, ועיקר פעילותה התרכז במסחר באופציות על מדד המעו"ף, הוא מדד ת"א-25 (עדותו של בירם בדיון מיום 26.10.06).

נכון לחודש יולי 2001 עבדו בנאשמת 1 חמישה עובדים: נאשם 2, נאשם 3, בועז דורי, איתמר עדן ואורן פרלי.

נאשם 2 שימש כמנכ"ל וכדירקטור נאשמת 1 (ת/ט7 ו ת/ט13).

נאשם 3 שימש כמנכ"ל המסחר בנאשמת 1 (ת/ט13א).

בועז דורי מילא בראשית דרכו תפקיד של עושה שוק בזירת המסחר, כשבאותה תקופה נהוגה היתה "שיטת הצעקות" בבורסה (פרוטוקול דיון מיום 11/3/06, עמוד 15-32). בהמשך עסק פחות במסחר במעו"ף, ועיקר עיסוקו היה בהשקעות בנגזרים בשווקים בחו"ל.

איתמר עדן ניהל פוזיציה בתחום המעו"ף. פוזיציה זו היתה עצמאית ומנותקת מהפוזיציה עליה עבדו הנאשמים. ניהול הפוזיציה הנפרדת היה חלק מהכשרתו של עדן כסוחר, וחלק מהשאיפה לבזר סיכונים. הפוזיציה של עדן היתה קטנה משמעותית מהפוזיציה שניהלו הנאשמים (פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, עמוד 13, שורות 1-21).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- אורן פרלי השתלב כסוחר באופמת בראשית יולי 2001. תפקידו במסחר היה לפעול בנכס הבסיס, תפקיד שעד אותה עת בוצע על ידי נאשם 3. פרלי פעל בשיתוף פעולה הדוק עם נאשם 3 ועם נאשם 2 (פרוטוקול דיון מיום 11/3/07, עמוד 16, שורות 17 – 25).
7. בנוסף להיותו מנכ"ל אופמת ובעל מניות בה, היה נאשם 2 אחראי על ניהול אסטרטגיות המסחר. הנאשמים ניהלו את חברת אופמת באופן עצמאי כמעט ללא התערבות מצד שותפיהם באקסלנס, גיל דויטש ורוני בירם.
- מעבר להיותו בעל מניות באופמת בשווי של 14%, שימש נאשם 3 כמנכ"ל המסחר (ת/14א - חוזה העסקה בין אופמת החזקות בע"מ לבין רונן רשף), כשעיקר עיסוקו כלל את תחום המומחיות הראשי של נאשמת 1- מסחר באופציות נגד אופציות ואופציות נגד חוזים.
8. הנאשמים הינם משקיעים המתמחים בתחום שהינו מורכב ומסובך. כפי שהוכח במהלך המשפט נאשם 2 ונאשם 3 הינם פעילי מעו"ף מקצועיים ביותר, אשר בקיאים ברזי המסחר בבורסה בכלל וברזי המסחר במעו"ף בפרט. בנוסף, נאשם 2 ונאשם 3 מיומנים מאוד, זריזים, מהירים ובעלי יכולת תגובה מהירה ביותר של שניות ספורות, למתרחש במסחר על מסכי המחשב.
- מקצועיות הנאשמים באה לידי ביטוי בכל הפרמטרים: הנאשמים הכירו את שיטת הרצף על בוריה ידעו כיצד נקבע שער הנעילה, הכירו לפרטי פרטים את המסחר במעו"ף, היו בעלי עדיפות ברורה על פני מתחריהם בכל הנוגע לניהול פוזיציות של גמא שלילית, והיו מיומנים ובעלי יכולת תגובה מהירה ביותר לנעשה בשוק.

2. חוות דעתם ועדותם של המומחים

חוות דעת ועדות פרופ' האוזר:

1. פרופ' האוזר, מי ששימש ככלכלן הראשי של רשות ניירות ערך, נתן חוות דעת מומחה מטעם התביעה (ת/16) והעיד מטעמה במשפט. אין המדובר בעד מומחה "קלאסי" - המנותק מהאירועים ומהחקירה. כפי שהובהר, פרופ' האוזר היה בקשר עם החוקרים, ייעץ להם בתקופת החקירה והיה מעורב בצורה כזו או אחרת בגיבוש כתב האישום. (21/1/07) עמוד 62 שורה 12 - עמוד 64 שורה 23 וכן דברי ב"כ התביעה 27.12.06 עמוד 115 שורות 15-



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- 16; עמוד 116 שורות 17-23; 21.1.07 עמוד 133 שורות 10-20). בזמן כתיבת חוות הדעת היה פרופ' האוזר עובד הרשות וגם בעת עדותו - למרות שפרש מעבודתו ברשות - המשיך להיות בקשר הדוק עם רשות ניירות ערך (21/1/07 עמוד 53 שורות 18 - 7). לאחרונה אף הוצג כמועמד לתפקיד החשוב של יושב ראש הרשות לניירות ערך (אך לא נבחר).
2. בחוות דעתו הכתובה חרג פרופ' האוזר מהמסגרת של חו"ד מומחה והתיימר להכריע ולפסוק בסוגיות המשפטיות העומדות בבסיס המשפט.
- לבקשת הסנגוריה (פרוטוקול מיום 27.12.06 עמוד 4 שורות 11 - 5) הוריתי למחוק חוות הדעת את המסקנות המשפטיות.
3. אין ספק כי פרופ' האוזר, לאור השכלתו וניסיונו המקצועי, בקיא ומעורה בשוק ההון וניתן להחשיבו כמומחה מהמדרגה הראשונה בתחום. יחד עם זאת, הוא לא עסק באופן פרקטי תחום המעו"ף ואף לא ייעץ או ליווה פעילי המעו"ף (פרוטוקול דיון מיום 21/1/07 עמוד 31 שורות 28 - 12). אין לו גם הכרות מעמיקה עם הספרות המקצועית בתחום הצר הזה (פרוטוקול דיון מיום 21/1/07 עמוד 52 שורות 29 - 5 ועמוד 96 שורות 14 - 9).
4. כאשר בית המשפט בוחן את מומחיותו של עד, עליו לבדוק כמובן את מומחיותו בתחום הספציפי נשוא המשפט, ולא מומחיות כללית בתחום הרחב שנשוא המשפט הינו מקטע ייחודי במסגרת אותו תחום, המצריך מומחיות ספציפית. כך למשל כשל המומחה התביעה באמירתו לפיה מחירי החוזים בסמוך לפקיעה אינם מעניינים אותו, וכי בשלב זה פעילי המעו"ף אינם מבצעים ארביטראז' (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07 עמוד 18 שורה 23 - עמוד 19 שורה 25).
5. חקירתו הנגדית של פרופ' האוזר העלתה כי המומחה לא בדק נתונים ועובדות מרכזיות ומהותיות לעניין המשפט, כגון:

- **דפוס פעולה** כלליים של אופמת ושל פעילי מעו"ף אחרים בימי פקיעה והחלפה (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07, עמוד 58 שורה 29 - עמוד 59 שורה 19; עמוד 62 שורה 18 - 12).
- **היקפי פעילות** בימי פקיעה והחלפה (מעבר לימים הרלבנטיים) - לא של אופמת ולא של פעילי מעו"ף אחרים (פרוטוקול דיון מיום 27.12.06, עמוד 52 שורות 9 - 4; עמוד 53 שורות 23 - 4; עמוד 54 שורות 29 - 10).
- נושא **קדימות השער וקדימות הזמן** וישומן בפועל בימי פקיעה (פרוטוקול דיון מיום 27.12.06 עמוד 69 שורות 30 - 24 10.1.07 עמוד 33 שורות 15 - 6).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- הקשר בין יום ד' שלפני פקיעה ליום ה' (יום הפקיעה) וההשפעה ביניהם (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07, עמוד 71 שורה 29 - עמוד 72 שורה 15).
- בהתייחס לפקיעת מרץ (29/3/01) - את מחירי החוזים (פרוטוקול דיון מיום 27/12.06 עמוד 142 שורות 25 - 22); את מצב הפוזיציה של אופמת בסוף היום (פרוטוקול דיון מיום 27.12.06, עמוד 153 שורות 11 - 4) ומה קרה למדד המעו"ף בסוף היום (פרוטוקול דיון מיום 27.12.06, עמוד 154 שורות 7 - 1).
- בהתייחס לפקיעת יולי (26/7/01) - את מחירי החוזים (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07 עמוד 46, שורות 11 - 9), מה קרה למדד במשך היום (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07 עמוד 45 שורות 28 - 11) וכיצד פעלה אופמת לאחר הפקיעה (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07 עמוד 46 שורות 8 - 1).
- בהתייחס להחלפת המניות בענין "פרטנר" - את דפוס הפעולה של אופמת ושל פעילי מעו"ף אחרים בהחלפות אחרות (פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 25 שורה 26 - עמוד 26 שורה 6; עמוד 39 שורות 14 - 12) וכן לא בדק את דוח השורטיסטים לאותה תקופה (פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 24 שורות 27 - 25).

חוות דעת ועדות פרופ' קלעי:

1. פרופ' קלעי הוא מומחה מהמעלה הראשונה, בעל ידע וניסיון בתחום המכשירים הפיננסיים בכלל ובתחום האופציות בפרט שהינו נושא המשפט הנדון. חוות דעתו של פרופ' קלעי משתרעת על פני כ-60 עמוד וכן 19 טבלאות ו-7 נספחים המתייחסים לבדיקות וניתוחים שערך לצורך הסקת מסקנותיו.
2. מקריאת חוות הדעת ועדותו בבית המשפט הבחנתי כי העד בקיא היטב במטריה, הן בתחום התיאורטי והן בתחום הפרקטי, הוא ביצע בדיקות מדוקדקות ויסודיות של הנתונים הקשורים לפעילות הנאשמים ומסקנותיו מבוססות הן על מחקר אמפירי והן על הידע המקצועי והניסיון שצבר בתחום.

3. פקיעות

1. הנאשמים טענו – לאורך כל הדרך – כי פעילותם בימי הפקיעה נשוא כתב האישום, בדומה לפעילותם בימי מסחר אחרים ובימי פקיעה אחרים, הונחתה ובוצעה משיקולים מקצועיים הקשורים ברצונם לפעול בשוק הזול מבין שני השווקים בהם הם פועלים (חוזים מול



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

מניות). ליבת עסקיהם בפעילות הארביטראז' - השאיפה לנצל הזדמנויות ליצירת רווח, אשר נוצרות מפערי המחירים שבין החוזים לבין המניות. שיקולים אלו הכריעו את החלטתם בדבר אופן ההתכסות על ידם, קרי באמצעות רכישה/מכירה של מניות או של חוזים או שילוב של השניים, באופן שתמיד ישאפו לפעול היכן שזול יותר. לפיכך, יתכנו מקרים בהם לאור פערי המחירים ולשם ביצוע הארביטראז', יישארו חשופים גם לאחר הפקיעה ויתכסו לשם סגירתה לאחר הפקיעה – כפי שפעלו בימי הפקיעה נשוא כתב האישום – ואף יפעלו באופן שונה ולכאורה אפילו הפוך ממתווה הפעולה "הרגיל" שהיו צריכים לפעול על פיו לשם ביצוע ההתכסות. ולבסוף, לשם קבלת החלטה מושכלת ונכונה ביחס לשאלה כיצד לפעול, ישתדלו לחכות עם ביצוע פעולת ההתכסות סמוך למועד הפקיעה, זאת לאור העובדה שכלל שמתקרבים לרגע הפקיעה כך יש בידם אינפורמציה רבה ומדויקת יותר בנוגע למחירי המניות והחוזים. הדבר הובהר על ידי פרופ' קלעי בחוות דעתו נ/47 (סעיף 11 ו-68).

מומחה התביעה, פרופ' האוזר, התעלם מנושא החוזים ומחיריהם בחוות דעתו. במסגרת חקירתו הנגדית, כשנתבקש ליתן הסבר כיצד יתכן שסוגיית פערי המחירים שבין החוזים למניות אינה מוזכרת בחוות דעתו ולו ברמז, הסביר זאת בטענה כי מחירי החוזים אינם רלבנטיים לבחינת התנהגות הנאשמים במקרה דנן, וטען כי הפער שבין מחיר החוזים למחיר המניות אינו מעניין את פעילי שוק המעו"ף בשניות האחרונות של המסחר:

"ש. אתה לא אמרת. אתה בדקת את מחירי החוזים? בדקת את

מחירי החוזים בימי הפקיעה בסמוך למועד הפקיעה?

ת. השבתי בפרוטוקול, אמרתי שלא בדקתי.

ש. אמרת שברגעים האלה לא מעניין אותך והסברת למה. נכון?

ת. נכון."

(21.1.07, עמוד 56 שורות 1-5)

2. נאשם 3 עמד על כך כבר בהודעתו ת/9, עת נתבקש לפרט אודות מדיניותה של אופמת בכל הנוגע לפעילותה במניות:

"ש. פרט על מדיניות חברת אופמת בכל הנוגע לפעילות במניות

באמצעות הבורסה.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ת. כאשר החוזים יותר יקרים מהספוט, אנחנו קונים סלי מניות ומוכרים חוזים, כשהחוזים יותר זולים מהספוט אנחנו מוכרים מניות וקונים חוזים, אנחנו משתדלים לעשות זאת תמיד, לא תמיד זה מצליח..."
(ת/9, עמוד 5 שורות 22-25).

- נאשם 2 ציין בחקירתו כי כשחקני ארביטראז' הם בבחינת "מריונטות של חוזים", והסביר כי מה שמנחה אותם בפעילותם הנו **מחיר החוזים** (ביחס למחיר המניות כמובן), אשר מכתיבים עבורו את אופן פעילותו, קרי קניה או מכירה (ת/1, עמוד 11 שורות 10-12).
3. בועז דורי ואורן פרלי, אישרו אף הם בעדויותיהם את פעילותם הנ"ל של רכישת הנכס הזול ומכירת הנכס היקר (בועז דורי - 16.10.06, עמוד 25 שורות 8-15; אורן פרלי - 26.9.06 עמוד 9 שורות 1-12), ואף הוסיפו ואישרו, כי כאשר החוזים אופטימיים (קרי מחירם יקר יותר משל המניות) בדרך כלל מדובר על פערים מצומצמים בלבד, ומצב של אופטימיות משמעותית הנו דבר די נדיר, עובדה לה יש ליתן משקל, כשבוחנים את פעילות הנאשמים בימי הפקיעות נשוא כתב האישום. (16.10.06, עמוד 25 שורות 21-30 ודיון מיום 26.9.06, ח.נ. עמוד 102 שורות 6-10).
4. הנאשם 2 הסביר כי קיימת קורלציה בין האגרסיביות שבה ינקטו ברכישת הנכס הזול מבין השניים, ובין **הפער שבין המחירים**, דהיינו – ככל שפער המחירים יהיה גדול יותר, כך סביר שפעילותם ברכישת הנכס הזול ומכירת היקר תהא אגרסיבית יותר:

"ש. עזוב כרגע את הדמויות וכו', לצורך העניין אתה יושב מול המסכים, מה אתה עושה? מה אתה רואה?
ת. אני יושב מול המסך, אני מסתכל על מחיר המניות, אני מסתכל על מחיר החוזים, ברגע שאני רואה שנפתח איזשהו פער כזה אני מיד מתחיל לפעול כאילו בכיוון של לקנות את הנכס הזול ולמכור את הנכס היקר. ז"א באופן עקרוני ברגע שאני מחליט על מחיר מסוים בהפרש בין המניות לבין החוזים, שאחד מהם הוא זול, ז"א שהמניה כרגע המניות תל אביב 25 זולות כרגע מהחווה, אני מיד רוכש את מניות תל אביב 25 ומוכר את החווה, כשגובה הפעילות,



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

כמות הנכס בסיס שאני אעשה, כמות האגרסיביות שבה אני אנסה לקנות כמעט בכל מחיר היא תלויה בהפרש שבין המניות לבין החוזים.

ש. למה נוצר ההפרש הזה?

ת. אנחנו לא יודעים. אני לא חושב שמישהו יודע למה נוצר ההפרש, אבל אנחנו גם לא כל כך חוקרים למה הוא נוצר אלא אנחנו משתמשים בו.

(פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, עמוד 28 שורות 3-15).

5. כפי שהובהר על ידי פרופ' קלעי בחוות דעתו (נ/47, עמוד 6 סעיף 11), הרווח הנובע מפערים בין מדד ת"א-25 (נכס הבסיס) לבין מחיר החוזה העתידי (הפורורד) איננו סוד עסקי. עובדה זו בצירוף העובדה כי מדובר בפעילות המאפיינת את כלל פעילי שוק המעו"ף, מובילה למסקנה הברורה כי הזדמנויות הרווח הנובעות מפערי המחיר בין חוזים למניות לא תשארנה זמן רב (פרופ' קלעי דימה זאת לשטר של 1000 דולר על מדרכתו של רחוב סואן) ותסגרנה במהירות באמצעות פעילותם של המשקיעים במעו"ף.
6. מאחר ופעילי שוק המעו"ף, כפי שהבהיר גולן כהן בעדותו, אינם מודעים לסיבות הגורמות לפערים, ובוודאי שאינן יודעים מתי הללו יוצרו, נוצרת דינאמיות בשוק, המחייבת את פעילי שוק המעו"ף להיות ערניים למתרחש בשוק ולהזדמנויות הנקרות בדרכם ולהתאים את פעילותם בהתאם.
- יפים לעניין זה דבריו של אורן פרלי בחקירתו הנגדית שלהלן:

"ש: וזה מביא אותי לשאלה הבאה. האם אתה יכול להסכים ולאשר שבפעילות הזו בשוק המעו"ף, המאפיין אותה זה דינאמיות,

כן?

ת. כן.

ש. זה גמישות.

ת. כן.

ש. אתה לא הולך לפי איזה מתווה שקבעת אותו מראש ולא זו ממנו. אתה חייב להיות ער לתהפוכות, לשינויים בכל רגע, בכל דקה, בכל שנייה, זה נכון?



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ת. בדיוק.

ש. אתה צריך גם, לא מדד מעוף, אלא מעוף, לראות, לצפות, לחשוב מה אחרים יעשו, וכל הזמן להפעיל את המוח, זה נכון?
 ת. בדיוק. כי אנחנו משנים את ההערכות שלנו, את הדעות שלו 20 , 30 פעמים ביום."
 (פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 67 שורות 4-24).

דברים ברוח זו אף נאמרו ואושרו על ידי בועז דורי (פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 22 שורות 12-18 וכן בעמוד 53 שורות 3-5) ועל ידי רוני בירם (26.10.06, ח.נ עמוד 69 שורות 1-9) המדובר בשינויים שעלולים להתרחש בן רגע, ולפיכך דורשים קבלת החלטות וביצוען תוך פרק זמן קצר ביותר, כפי שהדברים באו לידי ביטוי, בין היתר, בעדותו של רוני בירם:

"ש. ... הפעילות של שחקני מעו"ף תסכים איתי שהיא פעילות דינמית מאוד, של קבלת החלטות מאוד מהירה?
 ת: נכון.
 ש: והם מחפשים תמיד את הפער בין מחירי החוזים למכירי המניות, ומתלבשים עליו?
 ת: תגובה מהירה זה 50 אחוז מהצלחה לפחות.
 ש: וההחלטות מתקבלות בעצם על בסיס רגעי, כפי שאתה אומר, בתגובה למצב השוק, נכון?
 ת: נכון.
 ש: וכיוונים יכולים להשתנות מהר מאוד, אפילו במהלך אותו היום. אתה יכול באותו היום לקנות חוזים ולמכור מניות, ולמצוא את עצמך בהמשך אותו יום פועל בפעולה הפוכה?
 ת: נכון.
 ש: והכל בעצם נובע ממצב אחוזים ביחס למצב המניות?
 ת: אם .. בין אחוזים למניות אז כן."
 (פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 7 שורה 17 – עמוד 8 שורה 1).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

7. כפי שהוכח במהלך המשפט באמצעות שורה ארוכה של עדים, רכישת נכס הבסיס המורכב מ- 25 מניות מדד המעו"ף באמצעות פקודה לרכישת סל המניות על ידי פעילי שוק המעו"ף, נובעת תמיד מהיות המדד, המבטא את מחיר סל המניות, זול יותר ממחירי החוזים ברגע נתון. במצב דברים זה, הוכח כי מה שמעניין את פעילי שוק המעו"ף הנו מחירו הכולל של סל המניות, בעוד שמחירה הספציפי של כל אחת ואחת מהמניות הנמנות על המדד לא מעניין את פעילי שוק המעו"ף, לא נכלל בשיקולו ואינו משפיע על החלטותיו.

וכך באו לידי ביטוי הדברים בחקירתו של בועז דורי:

ש. **אגב, בהקשר הזה, כשאנחנו מדברים על סלים, אז כשאתה מקבל החלטה לקנות סל ולמכור חוזים נניח, נניח שהמדד נמצא ב, אנחנו במונחים של שנת 2001 כאן, המדד נמצא ב – 438 והחוזים נמצאים ב – 440 או 441, אז יותר כדאי לך לקנות את המניות, את הסלים. המדד הזה, 438, מה שאני מבקשת שתאשר הוא שאתה לא מתעניין מה הוא מגלם לגבי כל מניה בודדת. כלומר יכול להיות שהמשמעות של מדד 438 זה שמניית בזק עלתה 2 אחוז, מניית טבע ירדה 10 אחוז ומניית בנק לאומי עלתה 5 אחוז. נכון?**

ת. **נכון.**

ש. **ויכול גם להיות שמדד כזה מגלם לגבי אחת המניות איזו שהיא עלייה או ירידה שהיא חריגה וקיצונית יותר, יכול להיות שהוא מגלם עלייה של 25 אחוז, נכון?**

ת. **נכון.**

ש. **אבל זה לא דבר שהוא רלבנטי לגביך בשום דרך שהיא, כי מה שאתה מתעניין בו הוא המחיר הכולל של המדד, של הסל, נכון?**

ת. **נכון.**

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 48 שורה 19- עמוד 49 שורה 3).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

8. רוני בירם, אישר בעדותו כי התייחסותו של פעיל בשוק המעו"ף למניות הנמנות על מדד ת"א 25, הנה התייחסות טכנית, במובן זה שרכישתן נעשית אך בהיותן חלק מסל המניות המרכיבות את סל המעו"ף, ולא משיקולים של שווי כלכלי:

"ש: אתם למעשה כסוחרי מעוף בניגוד לסוחרים רגילים בבורסה,

נושא מחיר המניה הספציפי לא מעניין אותכם.

ת: לא מעניין, סוחרים לא מסתכלים על שווי כלכלי זאת

אומרת של מניה...

ש: ולכן אתם גם לא מנתחים שווי כלכלי ולא מנתחים

דו"חות של אנליסטים ולא בודקים כי זה לא מעניין אותכם.

ת: נכון."

(פרוטוקול דיון מיום 26.10.06, עמוד 63 שורות 19-24).

9. דברים דומים נאמרו ואושרו על ידי עדים רבים נוספים (עדי תביעה והגנה כאחד), וביניהם רועז דורי (16.10.06, עמוד 16 שורה 21- עמוד 17 שורה 3), אורן פרלי (26.9.06, עמוד 67 שורות 25-30; 26.9.06, עמוד 118 שורות 24-29), המומחה מטעם ההגנה – פרופ' קלעי (נ/47, עמוד 6-7 סעיף 13, וכך עמוד 23 סעיף 81) והמומחה מטעם התביעה פרופ' האוזר:

"ש: יפה. אז בוא רק נבהיר את זה שוב. הם קונים את המניה, קודם כל בגלל

שהיא חלק ממדד המעוף, לא בגלל שהם ראו איזה דו"חות של אנליסטים שכדאי

להשקיע במניה הספציפית הזאת, נכון? רק משום שהיא חלק ממדד המעוף. גם

כאן הנהנת ולא אמרת כן.

ת: ההתעניינות, אני נותן לך לסיים את השאלה. אם את רוצה,

אני יענה לך. ההתעניינות במניות האלה היא לא אפרופו דו"חות של

אנליסטים, עולה או יורד, ההתעניינות בשערים היא רק בהקשר של

התיק שלהם."

(פרוטוקול דיון מיום 27.12.06, עמוד 47 שורות 24-30).

10. פרופ' האוזר אף אישר כי בעוד שעלייה בשווייה של מניה, תמיד תטיב את מצבו של פעיל בשוק מניות המחזיק בה, הרי שעבור פעיל בשוק המעו"ף, ישנם מצבים בהם עליה בשווייה תגרום לו להפסד:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

”ש : יפה. עכשיו, כשאנחנו מדברים על אנליסטיים, אז באמת אנשים שקונים רק מניות, שלא עוסקים בתחום הזה של ה-arbitrage כפי שהגדרנו אותו, אם אני הולכת היום וקונה מנית דלק, אז כמובן שטוב לי, ככל שהמניה עולה כך יותר טוב לי, נכון?”

ת : לך באופן אישי?

ש : לי באופן אישי בתור,

ת : כן.

ש : מי שמחזיקה מנית דלק.

ת : כן.

ש : לעומת זאת, מי שעוסק בתחום הזה של המעוף, שוב, בתחום הזה שהגדרנו, יכול גם להרוויח דווקא מירידה של מניות, נכון? זה תלוי איך בנויה הפוזיציה שלו.

ת : בוודאי, נכון.”

(פרוטוקול דיון מיום 27.12.06, עמוד 50 שורות 16-28).

ההחלטות שנתקבלו בימי הפעילות נשוא כתב האישום – תוצר של ניהול סיכונים

1. בהתייחס לפרטנר – כפי שטענו הנאשמים מרגע ראשון בהודעותיהם, וכפי שהוכח במהלך המשפט באמצעות עדים נוספים, ואף אושר על ידי פרופ' האוזר, בעוד שרכישת מניות שעתידות להיכנס למדד, יוצרת חשיפה הנוגעת לירידת ערך המניה, הרי שרכישתן ברגע האחרון טומנת בחובה סיכון הנוגע לאי קבלת הכמות. במצב דברים זה, היה על הנאשמים לקבל החלטה בדבר האופן בו הן מעוניינים לנהל את סיכוניהם, וכך ובמסגרת זו של "ניהול הסיכונים", נתקבלה ההחלטה בדבר רכישת 60% מהמניות הנכנסות מבעוד מועד, ורכישת 40% הנותרים ב"רגע האחרון".
2. העד המומחה מטעם התביעה פרופ' האוזר, אמנם טען כי לגישתו, הסיכון שבאי קבלת הכמות משמעותי יותר מהסיכון שבירידת שער המניה אולם אישר את גישת ההגנה כי בסופו של דבר המדובר בניהול והערכה של סיכונים ומטבע הדברים כל אחד מנהל את סיכוניו באופן שונה:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

”ש. ... אני שואל אותך עוד דבר נוסף שכבר אמרת היום אבל אני רוצה להכניס אותו לרשימה. נקרא לו הכימות שבין הסיכון בימי החלפה שלא לקבל את מקסימום הכמות הנצרכת לבין הסיכון שבשינוי נפילת שער, כשאתה אמרת שהסיכון של הכמות הוא גדול יותר, האם זה לקוח מאיזושהי ספרות מקצועית?”

ת. אין. אין ספרות ספציפית שעונה בעניין הזה ולא יכולה להיות ספרות שתענה בצורה הזאת.

ש. איפה לקחת את זה? עשית מחקר פרטי?

ת. אז אני מוכן, על זה אני מוכן להשיב לך. תראה, כל החלק ידוע בעצם מידע מלא, תמונה מלאה של כל תורת המימון והכלכלה כמו שאני מבין אותה, והערכה של סיכונים. כל דבר, אם אתה היית אומר לי היום, שמע, אני רוצה שתעריך לי את הסיכונים, אז הייתי יושב והייתי מנסה בדרך מדעית לכמת את הסיכון כך או כך.

ש. אז זה נושא של הערכת סיכונים?

ת. אבל לא,

ש. רגע, אני לא רוצה הרצאות, אנחנו לא באוניברסיטה.

ת. אבל אני עונה לשאלתך, אני לא באוניברסיטה.

ש. אז אני מקצר את שאלתי. ענית בסדר. האם זו שאלה של הערכת סיכונים? ואתה לפי מיטב שיפוט דעתך הגעת למסקנה שהגעת. מה הסיכון הגדול יותר ומה הקטן יותר.

ת. כן. כן. ככה אמרתי ולזה התכוונתי.

ש. ואדם שמעריך סיכונים, לא כל אחד שלא שעושה הערכת סיכונים חייב לחשוב באותן אמות מידה שלך. יהיו מי שיבחנו את הסיכונים בצורה שונה.

ת. אדוני, אני מייצג רק את דעתי. סליחה.”

(פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 47 שורות 5-24).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

מנגנון הרווח של הנאשמים והתייחסות התביעה אליו כתמריץ לביצוע עבירות פליליות

1. אינני יכול לקבל את טענת התביעה, לפיה תמריצי הרווח הביאו את הנאשמים לעבור את העבירות המיוחסות להם בכתב האישום. זוהי מסקנה מרחיקת לכת ומסוכנת שמשמעותה כי בכל מבנה שכר בו גלום בונוס ישנו תמריץ לעובד לעבור עבירות פליליות כדי למקסם את רווחיו. מנגנון הרווח לפיו תוגמלו הנאשמים, הנו מנגנון מוכר ומקובל הקיים בתחומים רבים בכלכלה החופשית ובתחום הספציפי של המסחר במעו"ף. **רוני בירם**, אישר בעדותו כי מתן אחוזים מרווחיה של החברה לאורגניה, הנה דרך תגמול מוכרת ומקובלת, כשמדובר בסוחרים ו/או בעלי תפקידים בכירים בתחום:

”ש. עכשיו, שיטת התגמול של מנהלי אופמת במובן זה, אני לא נכנסת כרגע לאחוזים הספציפיים, אבל לאורך הדרך, העובדה שהם עובדים בשלב מסוים, שהם מתקדמים זוכים לרווחים שהם אחוזים מהרווחים של החברה, זה דבר שהוא מקובל בענף הזה, נכון?
ת. פחות או יותר זה תנאי השוק של סוחרים בכירים או אנשים בכירים בתחום הזה.”
(פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 6 שורות 25-29).

דברים דומים אושרו גם על ידי בועז דורי:

ש. ואני מבקשת שתאשר גם ששיטת התגמול על פי החוזים מהרווחים, היא שיטה מקובלת מאוד בתחום של המעו"ף, לאנשים שסוחרים במעו"ף.
ת. בהחלט כן.
ש. ובעצם גם לא באופמת, אלא סוחרים שעוסקים במעו"ף מתוגמלים בשיטה של אחוזים מהרווחים.
ת. נכון.
(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 44 שורות 1-6).

2. אין מחלוקת על כי הן בפקיעת מרץ והן בפקיעת יולי נותרו הנאשמים חשופים ברגע הפקיעה, ופעלו לסגירת חשיפתם לאחריה.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

בפקיעת מרץ – רכשו הנאשמים כמות מניית גדולה מזו שנזקקו לה רק לשם התכסות, עליה היו צריכים להתכסות בחוזים לאחר הפקיעה ואילו בפקיעת יולי – רכשו כמות מניית קטנה מזו שנזקקו לשם התכסות, וסיימו את פעולת ההתכסות באמצעות פעילות בחוזים לאחר הפקיעה.

פעילות זו, טענו הנאשמים בעדותם, הונחתה מפערי המחירים שבין החוזים למניות ומשאיפתם לנצל פערי מחירים אלו לשם יצירת רווחים - אותם שיקולים ומטרות המנחים אותם תמיד במהלך פעילותם בכלל ובימי פקיעה בפרט ובמסגרת מהלך העסקים הרגיל שלהם כפעילי שוק מעו"ף שליבת עסקיהם הנה פעילות הארביטראז'.

3. מנגד, טוענת התביעה בסיכומיה, כי ככלל אופמת פועלת כך שתהיה מכוסה ברגע הפקיעה ואיננה נוטה להשאיר כמות דלתאות משמעותית לסגירה לאחר הפקיעה, כפי שפעלה בימי הפקיעה נשוא כתב האישום. לפיכך, יש לראות בפעילות אופמת בימים אלו חריגה, הסוטה ממדיניות הפעולה השגרתית שלה (סיכומי התביעה, עמוד 275 סעיף 20 – עמוד 277 סעיף 25). את טענתה הנ"ל סומכת התביעה על עדותו של אורן פרלי ועל דברי הנאשמים בהודעותיהם.

עיון בעדותו של אורן פרלי מלמד כי הלה אכן אמר כי התכסות ברגע הפקיעה היא בעיקרון כלל ברזל, אך הוסיף וציין כי בהחלט יסטו ממנו במידה ויסברו כי קיימת הזדמנות להניב רווח גדול יותר:

”ש. עכשיו, אתה אמרת כאן בחקירה הראשית, שהמטרה הכללית שלכם ביום פקיעה, היא להתכסות, לצמצם חשיפה תוך מיקסום רווח. אתה מאשר.

ת. כן.

ש. את הדברים האלה? ואז אתה נשאלת בהקשר הזה גם בחקירה ה-2, בעמוד 8, משורה 8: אז נושא ההתכסות לרגע הפקיעה הוא לא כלל ברזל שאתם נצמדים אליו באופן קבוע. ואתה משיב: בעקרון זה כלל ברזל, אלא אם נוצרת הזדמנות בשוק שיכולה להניב יותר רווח. אתה מאשר את הדברים?

ת. כן.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- ש. ואולי נסביר את זה קצת. שוב, כמו שאתה אומר, בעקרון זה כלל ברזל, אלא אם. אז קודם כל,
- ת. בעקרון זה צריך ...
- ש. זה ברזל רך, נכון? אז אני מבקשת רק להסביר את הכלל הזה. אם אתה רוצה להיות מכוסה בוודאות ובמאה אחוז, אתה צריך לקנות, לא משנה מה אתה קונה, חוזים או מניות, באותו שער שבו פקעו לך האופציות באותו יום. נכון?
- ת. כן.
- ש. השער שבו פקעו האופציות באותו יום נקבע בסיום שלב הטרם פתיחה, נכון?
- ת. כן.
- ש. זה מה שנקרא, שער הפתיחה.
- ת. כן. הוא השער שבו פוקעות האופציות. ואם אתה קונה מניות או חוזים באותו שער, החלפת בעצם נכס אחד בנכס אחר באותו מחיר, לא הרווחת, לא הפסדת.
- ת. כן.
- ש. נכון?
- ת. כן.
- ש. וזה המצב שאתה שואף להיות בו. אבל אם יש לך אפשרות לקנות את הנכס החלופי במחיר עוד יותר זול וגם להרוויח, אז אתה תנצל את ההזדמנות הזו, נכון?
- ת. בהחלט, כן."

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06 עמוד 112 שורה 21 - עמוד 113 שורה 23).

4. בהמשך דבריו מר פרלי אף מאשר את משמעות הדברים הנגזרת מהאמור לעיל, קרי, כי לשם ניצול הזדמנויות יתכנו מקרים, ואף קרו לא מעט מקרים, בהם לא יהיו מכוסים לרגע הפקיעה, ויסגרו את חשיפתם בחוזים לאחריה – בדיוק כפי שטוענים הנאשמים וכפי שפעלו בימי הפקיעה נשוא כתב האישום:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

”ש. איך אתה תבחר באיזה נכס להתכסות? איזה נכס יותר זול? אתה תראה, כמו שדיברנו קודם, את מחירי החוזים לעומת מחירי המניות.

ת. כן.

ש. מה שזה אומר, שאתה לא מחויב להתכסות עד סיום שלב טרום הפתיחה. ובהחלט אתה עשוי, והיו גם לא מעט מקרים כאלה, שאתם תתכסו בשלב הטרם פתיחה. אחרי שכבר נקבע שער הפתיחה, תתכסו בחוזים.

ת. כן.”

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 113 שורות 24-30).

5. המונח "כלל ברזל", בו בחר מר פרלי להשתמש אינו תואם את שקורה בפועל, שכן דבריו הנ"ל של פרלי - העולים בקנה אחד עם טענות הנאשמים - ברורים וחד משמעיים וניסיון התביעה להיתפס במונח "כלל ברזל" במנותק מדבריו והסבריו הנ"ל, אינו במקומו. יפים לעניין זה דבריו של הנאשם 3 במסגרת חקירתו הנגדית:

”ש : אני שואל אותך שאלה אם אתה מסכים אתי שזה הכלל. אורן פרלי אומר זה הכלל, אתה אומר תמיד אנחנו רוצים להיות מאופסים בפקיעה ואני שואל אותך, האם זה הכלל שהוא כמעט כלל ברזל, אלא אם יש הזדמנויות, תיכף נראה גם מה אורן פרלי אומר על ההזדמנויות האלה.

ת : אני אומר שהשיקולים שלנו הם תמיד זהים, לקנות את הזול ולמכור את היקר ואם יש הזדמנות אנחנו ננצל אותה ואני לא יודעת מה זה כלל ברזל ומה זה לא כלל ברזל.”

(פרוטוקול דיון מיום 2.5.07, עמוד 68 שורות 1-7).

6. גם הנאשם 2 התייחס בעדותו לאמירה הנ"ל של מר פרלי, והבהיר כי מבחינתו שלו, כמי ששקל את השיקולים וקיבל את ההחלטות כיצד לפעול בימי פקיעה בכלל, כמו גם בימי



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

הפקיעה נשוא כתב האישום - וזאת להבדיל ממר פרלי אשר מעולם לא ניהל פקיעות ולא קיבל החלטות הנוגעות לפקיעות בזמן אמת – לא היו לו שום כללי ברזל בקבלת ההחלטות (פרוטוקול דיון מיום 20.3.07, עמוד 148 שורות 18-29).
עד התביעה רוני בירם הסביר בעדותו כי יום פקיעה אינו שונה מכל יום מסחר רגיל מבחינת מטרתו של פעיל בשוק המעו"ף ביצירת רווחים, כאשר היקפי המסחר המשמעותיים והדינאמיות המאפיינים את ימי הפקיעה, מסביר בירם, "מייצרים" יותר הזדמנויות לאיתור וניצול על ידי פעילי שוק המעו"ף:

- ש" :** כפי שאמרת קודם בעצם המטרה שלהם ביום פקיעה להיות מכוסים יש להם צורך טכני לקנות או למכור, והם צריכים לעשות את זה בדרך הכי נכונה, הכי מצמצמת, חוסר וודאות, בהתאם לשיטת המסחר?
- ת :** כן, אבל אפשר להרוויח ביום פקיעה. זה גם אחד המטרות שקיימות.
- ש :** טוב באמת נבהיר גם את זה, כי הוצגה לפחות על ידי החוקרים בחקירה איזה שהיא תפיסה, כאילו ביום פקיעה כל מה ששחקני מעו"ף צריכים לעשות זה להתכסות וללכת הביתה. ותסכים איתי שלפחות כפי שאתה מכיר את דרך הפעולה של אופמת מזה הרבה שנים, זה שהם גם מנצלים הזדמנויות ביום פקיעה. הם לא באים לעבור את יום הפקיעה וזהו, אלא בהחלט גם מנסים לנצל הזדמנויות ולהרוויח בכל יום פקיעה עצמו.
- ת :** קודם כל סוחר מנסה להרוויח בכל יום, וביום פקיעה בזמן שהמחזורים גדולים ויש הרבה הזדמנויות על אחת כמה וכמה בימי פקיעה.
- ש :** כי אלה ימים שיש להם במיוחד הרבה הזדמנויות.
- ת :** כי בגלל שהשוק משתנה מהר, אפשר ללקט יותר הזדמנויות."

(פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 19 שורה 27 – עמוד 20 שורה 10).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

7. את הדוגמא הטובה ביותר להמחשת טענותינו הנ"ל ניתן למצוא בעדותו של עד התביעה **בועז דורי**, שסיפר כי הערכתו בדבר קיומה של הזדמנות ליצירת רווח, במהלך פקיעת 9/06 אותה ניהל, הביאה אותו להגדלת החשיפה בה אופמת הייתה מצויה באופן משמעותי (3,800 דלתאות!) - חשיפה אותה סגר בפעילות לאחר הפקיעה, שנמשכה עד לשעות הצהריים:

- ”ש. זאת אומרת אפשר לומר שהדוגמא הזאת של יום הפקיעה האחרון היא דוגמא למצב שבו כשאתה מאתר אפשרת לרווח נוסף, אתה פועל לא באותה מסגרת או באותו מתווה שלכאורה פעיל אחר בשוק היה הולך בדרך הקלה : הוא צריך לרכוש 1,800 דלתות, הוא היה רוכש אותם.
ת. נכון.
ש. אתה בחרת להגדיל את החשיפה, למכור 2,000 דלתות, להגדיל את החשיפה ל – 3,800 דלתות,
ת. נכון.
ש. כי איתרת בפעילות הזאת יצירת רווח.
ת. פוטנציאל לרווח, נכון.
ש. זאת אומרת זו דוגמא שאתה לא פעלת להקטין סיכון והיחשפות ולהגיע בצורה הבטוחה ביותר לדלתא אפס.
נכון?
ת. נכון.
ש. כמה זמן לקחה לך ההתכסות? זאת כמות לא פשוטה של 3,800 דלתות.
ת. במקרה הזה זה לקח לי עד הצהריים.
ש. שזה?
ת. עד 12. בסביבות 12 – 13:00 אני חושב שסיימתי את העבודה פחות או יותר.
ש. שזה אחרי הפקיעה.
ת. אחרי הפקיעה, בטח.
ש. זאת אומרת שאתה בפקיעה הזאת נשארתי בחשיפה.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ת. בפקיעה הספציפית הזאת, כן. שהיא הלכה וקטנה, כאילו כל פעם זה ירד בהתאם לשוק." (פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 29 שורה 29- עמוד 30 שורה 20).
8. כבר בהודעתו הראשונה ברשות (ת/1) אמר הנאשם 2 את הדברים שלהלן:

"ת. ... אם יש לי מחשבה שכמות החוזים תאפשר לי לסגור את הכל דרך החוזים וזה יקח לי שעתיים וזה יאפשר לי לעשות את זה אני אהיה חשוף שעתיים."
(ת/1, עמוד 12 שורות 10-12).

משמעות דבריו של הנאשם 2 ברורה – במידה והנאשמים סבורים כי פער המחירים שבין החוזים למניות הוא כזה ששווה להם לקחת סיכון, להישאר חשופים ולפעול בחוזים לאחר הפקיעה, הם יעשו זאת.
9. בהמשך הודעתו הראשונה (ת/1) מציין הנאשם 2 בנוגע לשאלת ההתכסות:

"ש. כלומר להגיע לרגע האחרון לפני הפקיעה עם חשיפה מאוד גדולה, כלומר הפרש מאוד גדול בין האופציות שנשארות לבין נכס הבסיס הוא סיכון.
ת. תמיד אני יכול לקנות את המניות.
ש. נכון אבל אתה בהפרש מאוד גדול של דלתאות אז לא משהו שאתה צריך לחכות עד השניה האחרונה בשביל לדעת שאתה צריך את הנכס הזה. אתה כבר בבוקר שיש לך הפרש מאוד גדול בין נכס הבסיס שלך לאופציות שישארו בפקיעה. אתה יכול כבר בבוקר, גם לפני 9:30 להעביר הוראה, לפחות חלקית.
ת. אבל אני יכול לסגור את זה בחוזים.
ש. לא בדקות האחרונות. אתה אמרת את זה בעצמך.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- ת. אמרתי שיש מצבים שאני מוכן לקחת את ההימור שאני הולך על סגירה בחוזים, אפילו אם זה יקח לי שעתיים אז אני לוקח את הסיכון על עצמי וסוגר בשעתיים.
- ש. כלומר לא תמיד מענין אותך להיות מאוזן לרגע הפקיעה.
- ת. בנקודות מסוימות אני מעדיף להיות חשוף, אני אקח את הסיכון ואני אסגור בחוזים וזה יכול לקחת לי שעתיים." (ת/1, עמוד 12 שורה 23 – עמוד 13 שורה 3).

10. לשאלה האובייקטיבית של מהו הפער בין המחירים יש להוסיף כמובן גם את המימד הסובייקטיבי של פעיל בשוק המעו"ף המקבל את ההחלטות בעניין זה, כפי שהבהיר זאת הצורה ברורה ומשכנעת פרופ' קלעי בעדותו:

"עו"ד רוטשילד: ולכן אני רוצה לומר לך את מה שמטריד אותי כבר הרבה זמן בנושא הזה וזה אולי לסיום הנקודה הזאת, כששחקן מעו"ף מגיע עם חשיפה מאוד, את אומרת עם רגל פוקעת מאוד מאוד גדולה, אני באמת, בכנות אני אומר, אני יכול להבין שלגבי חלק מהכמות מסוים, שהוא בגדר סיכון הגיוני וסביר אפשר לעשות את המהלך של לחכות לסוף, לראות איפה, להחליט גם כן, צריך להיזהר עם הזמן הרנדומאלי ולא לפספס את היכולת שלך להעביר את ההוראות. אבל כשאתה בא עם מסה מאוד מאוד גדולה של מניות, ברור שצריך, שאפשר וניתן וגם הגיוני להעביר חלק מהכמות. את החלק שאתה לא מוכן לסכן, בשום סיטואציה ועל זה דיברנו קודם, לא תגיע לכזאת רמה של סיכון ולכן חלק מהכמות אפשר לדעת מראש שאני צריך לקנות, בצורה מוקדמת. ולהשאיר חשיפות מהסוג הזה לשניות האחרונות כמו שאני מבין את זה, זה לא פעולה הגיונית.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

פרופ' קלעי: לא, תראה זה, אתה נכנס פה לליבת העסקים של קבוצות מאוד מיומנות. לא רק קבוצות אופמת,

עו"ד רוטשילד: אני מתנצל.

פרופ' קלעי: לא, אתה נכנס למצבים שבהם השיקולים שאנשים עושים והסיכונים שהם לוקחים בנויים על אמונתם ביכולתם לסגור את הפוזיציה בפרק זמן סביר.

עו"ד רוטשילד: כן, אבל אתה יודע שלחברת אופמת יש הון עצמי של 3 מליון שקל, אפקטיבי, כמו שאתה קורא לזה בחוות הדעת שלך.

פרופ' קלעי: אני בהחלט יודע את זה ואני בהחלט חושב שככל שמישהו, שחקן, מוכן להיחשף יותר, הוא, יש לו יכולת טובה יותר לקחת סיכונים, אתה יכול לקרוא לו אמיץ יותר, אתה יכול לקרוא לו פחות שונא סיכון, הוא רואה את הסיכוי, זאת יכולה להיות סיבה אחת שדווקא השחקן הזה, סיבה אחרת יכולה להיות שהשחקן הזה הוא יותר מיומן בתחושת השוק ובהרגשה של לאן השוק הזה הולך בשניות הבאות או בדקה הבאה ולא יכול להיות שהשוק ייפול ולא בכדי, מעטים הסוחרים שהופכים להיות סוחרים מעו"ף מצליחים כי זה דורש מיומנות ותחושות רציניות. לכן אי אפשר לבוא ולהסתכל כהדיוט, כמישהו שלא מתעסק בזה, זאת אומרת כמוני וכמוך ולהגיד, אם אני הייתי יושב בכיסא שלו, לא הייתי עושה את זה. יכול מאוד להיות שאם אני הייתי יושב בכיסא שלו, לא הייתי עושה את זה, אבל יש לי יכולות אחרות, נטייה אחרת.

(פרוטוקול דיון מיום 24.6.07, עמוד 103 שורה 20 עמוד 104 שורה 18).

11. בעדותו בבית המשפט, הסביר נאשם 2 כי בהיותו מונחה מפערי המחירים שבין החוזים למניות, לא קיים מתווה פעולה ברור ואחיד על פיו יפעל, וכמעט כל פעולה, שמטרתה ניצול פערי המחירים יכולה לבוא בחשבון מבחינתם בכלל ובימי פקיעה - בהם מדובר בפעילות



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

בהיקפים משמעותיים המתבצעת על ידי פעילי שוק רבים בעלי מטרות שונות – בפרט וזאת גם במחיר של חשיפה של אלפי דלתאות:

- ש" : מה האפשרויות שלפיהן תפעל?
- ת : האפשרויות הן או שנקנה 100 מיליון שקל במונחי נכס בסיס בחוזים לחודש שהפך להיות עכשיו החודש הקרוב, או שנקנה 100 מיליון שקל במניות כשהשידור שלנו יהיה כמובן במחיר המקסימלי עם הרצון המקסימלי לקבל את, יש אפשרות שתקנה פחות מ-100 מיליון שקל?
- ת : יש אפשרות שנקנה פחות, יש אפשרות גם שנמכור באותו יום.
- ש : בוא תסביר את זה קצת.
- ת : יש אפשרות, מבחינת הפעילות שלנו במניות יש אפשרות שנעשה כל דבר מקניית אותם 100 מיליון עד קניית 300 מיליון ועד מכירת 150 מיליון.
- ש : למה? איך זה יכול לקרות? אתה באת, צריך להתכסות, צריך לקנות 100 מיליון, איך זה קורה?
- ת : זה קורה במידה ויש הפרש שהוא בין המניות לבין החוזים שמצדיק כל פעולה אחרת. אני חושב שגם אמרתי את זה בהודעות שלי בתגובה לדוגמא שנתנה לי החוקרת, שהיא אמרה האם יכול להיות מצב שאתה מגיע עד הפקיעה ואתה אמור לקנות 50 מיליון שקל, האם יש מצב שבאותו יום אתה תמכור מניות?
- ש : כלומר למרות שהיית צריך לקנות אתה תמצא את עצמך מוכר.
- ת : נכון. והתשובה הייתה מיידית בוודאי, בוודאי שיכול להיות מצב. אני חייב להסתכל על מה שקורה בין המניות לבין החוזים. לי יש בוא נאמר איזשהו מידע מזה שאני כל החודש יושב מול המסך, אני צובר מידע על כל מה שמתרחש בשוק, ואם אני יודע שאני צריך לבוא ולרכוש 50



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

מיליון שקל מניות או 100 מיליון שקל מניות, אני יודע שיש עוד אחרים שאמורים לעשות את זה, וכל הרעיון שלי הוא לנצל את העניין הזה שאותם אחרים יביאו את השוק לאיזושהי רמה שהיא טכנית באותו רגע, שהיא מעל לחוזים ואז הם בעצם ירכשו את המניות ואני בעצם ארכוש חוזים שיהיו במחיר זול יותר מהמניות שהם רכשו ובעצם הם רק התכסו, אני גם התכסיתי, וגם הרווחתי את הפער בין החוזים לבין המניות. שבעצם כאילו מבחינתי זה שתי ציפורים במכה אחת."

(פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, עמוד 60 שורה 11 – עמוד 61 שורה 6).

12. הנאשם 3, אישר כי בהחלט יהיו מקרים בהם יהיו מוכנים להכניס עצמם לחשיפה משמעותית, והסביר כי מדובר במקרים בהם הם סבורים שיש להם יתרון ושבתוחלת תצמח להם תועלת, קרי רווח, מכך:

"ש : תראה, זה לא דבר מובן מאליו שאם יש הזדמנות מנצלים אותה תוך חשיפה כזאת גדולה לפקיעה, אל תציג את זה כאילו זה א'-ב' של סוחר מעו"ף, כי כשיש חשיפה כמו שאתה אמרת עכשיו שבשנייה אחת אתה יכול להפסיד 3 מיליון שקל, זה לא דבר מובן מאליו גם אם יש פער בין החוזים למניות, אתה מסכים אתי שזה לא דבר מובן מאליו?

ת : א. אני לא נכנס לחשיפה הזאת, אני משתדל להיכנס לחשיפה הזאת באיזושהו יתרון לצדי, שהתוחלת לצדי, שאני עושה את זה הרבה פעמים, אין לי שום בעיה להיכנס לחשיפות גדולות, כמו שקרה פה הרבה בביהמ"ש וכמו שראינו בפקיעה הזאת שעכשיו הייתה."

(פרוטוקול דיון מיום 2.5.07, עמוד 68 שורות 8-16).

12. מר בועז דורי, מנכ"ל חברת אופמת, סיפר בעדותו כי במסגרת פקיעת 9/06 אותה ניהל, אופמת הייתה אמורה לרכוש סדר גודל של כ- 1,800 דלתאות, המבטאות שווי כספי של 150 מיליון ש"ח, אולם נוכח היווצרותה של הזדמנות ליצירת רווח מאופטימיות שנוצרה



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

במחירי החוזים ולשם ניצולה, לא רק שלא רכש את אותן 1,800 דלתאות שנדרשו לחברה לשם התכסות, כי אם מכר 2,000 דלתאות של נכס בסיס, ובכך הגדיל את החשיפה בה הייתה מצויה החברה ל- 3,800 דלתאות (!) חשיפה אותה סגר לאחר הפקיעה (פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 29 שורה 22, עמוד 30, שורה 8).

עיתוי ביצוע הפעולות:

1. ביום פקיעה, על פעיל בשוק המעו"ף לבחור בין פעילות במניות לבין פעילות בחוזים, ותמיד יבחר לרכוש את הנכס הזול ולמכור את היקר מבין שתי האפשרויות. במהלך 15 הדקות שבין 9:30 (מועד בו מתחיל המסחר בחוזים) ועד לרגע הפקיעה, הסבירו הנאשמים, משוויים הם את מחירי מדד ת"א 25 הגלומים במחירי החוזים לתחזיות למדד ת"א 25 בו יוכלו לסחור בזמן הפקיעה, במגמה לרכוש את הזול מבין השניים.
2. ככל שחולף הזמן ומועד הפקיעה מתקרב, כך אמינותו של המדד הצפוי המפורסם כמנבא המדד בפועל בזמן פקיעה גדלה, ומתווספת לפעילי השוק אינפורמציה רלבנטית המשליכה על החלטתם בדבר אופן פעולתם. לפיכך, הסבירו הנאשמים, ישתדלו לחכות עם החלטתם בדבר אופן פעולתם עד סמוך לפקיעה, ויתכננו מקרים בהם יחליטו לפעול בחוזים גם מעבר לפקיעה.
3. עד התביעה **אורן פרלי** אישר בעדותו את הרציונל בקבלת החלטה "ברגע האחרון" עליו עמדו הנאשמים. לדבריו, ישתדל שלא לפעול עד לרגע האחרון, וזאת בכדי שכל אפשרויות הפעולה - המונחות כידוע מפערי המחירים שבין החוזים למניות - תשארנה פתוחות בפניו:

"ש. כלומר, קודם כל אתה בכלל לא קונה עד שלא יודע מה

מצב החוזים, נכון?

ת. נכון.

ש. גם כשאתה כבר יודע מה מצב החוזים, אתה תשתדל

להשאיר לעצמך את כל האפשרויות פתוחות עד הרגע

האחרון ולפעמים מעבר לרגע האחרון.

ת. כן.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ש. שאנחנו מדברים על להתכסות בחוזים, זה מעבר לרגע האחרון, נכון?

ת. כן.

ש. פירוש הדבר יהיה שאתה לא התכסית בשלב הפתיחה אלא תתכסה אחרי כן בחוזים במהלך היום.

ת. כן.

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06 עמוד 123 שורות 17-28).

4. עד התביעה בועז דורי, אף הוא אישר את גרסת הנאשמים הנ"ל, והסביר כי העובדה שמחירי החוזים והמניות בסמוך לפקיעה רלבנטיים ונכונים יותר לנקודת ההתכסות, מאפשרת להם לקבל החלטה מושכלת בדבר אופן ההתכסות, ולחילופין בדבר הישארות בחשיפה :

ש. אפשר לומר שרק החל משעה 9 וחצי, אתם כשחקני מעו"ף, שהמגמה שלכם היא להתכסות, אתם יכולים רק מאותו שלב להתכסות בחוזים, כי קודם אין מסחר בחוזים, נכון?

ת. כן.

ש. גם בשלב הזה אתם לא יודעים עדיין מה יהיה מדד הפתיחה, נכון?

ת. נכון.

ש. ולכן אתם לא יודעים באיזה שוק להתכסות, איפה עדיף יותר.

ת. נכון.

ש. זאת אומרת זה עוד שלב של גישושים, הכנות, ספקולציות.

ת. נכון.

ש. ככל שמתקרבים לזמן הפקיעה, אז סביר שהמחירים שישררו בשוק יתקרבו למחירים שיהיו בפקיעה.

ת. הם יותר רלבנטיים לנקודת ההתכסות.

ש. ואז תוכלו לדעת יותר באיזה שוק להתכסות, איפה עדיף יותר, נכון?



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ת. כן, או להתכסות או איזו חשיפה אני מעוניין להישאר."

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 31 שורה 28- עמוד 32 שורה 12).

כפי שניתן לראות, מנקודת מבטו של מר דורי, האופציה של הישארות בחשיפה לאחר הפקיעה, הנה אופציה הבאה בחשבון בדיוק כמו אופציית ההתכסות.

על רקע מאפייניו של שוק המעו"ף כשוק דינאמי ושל ימי פקיעה כימים בהם מתרחשת פעילות מאסיבית בהיקפים משמעותיים פעולה מוקדמת חושפת את פעיל בשוק המעו"ף לסיכון כי יחס המחירים בין החוזים למניות ישתנה, כפי שאישר זאת פרופ' קלעי בחוות דעתו נ/47 (שם, בעמוד 32 סעיף 114).

פרופ' קלעי נתן בחוות דעתו דוגמא לפיה בשעה 9:40 פעיל בשוק מעו"ף רואה ששערי מדד ת"א 25 הגלומים בחוזים עומד על **378**, בעוד מדד ת"א 25 הצפוי עומד על **376**. לכאורה, ואלבא דגישת התביעה, על פעיל בשוק המעו"ף להזרים פקודות רכישה למניות, בהיותן זולות יותר. אולם, היחס שבין מחיר החוזים למחיר המניות עשוי להתהפך בזמן שנותר עד לפקיעה, באופן שמחיר המניות עולה לדוגמא ל- **380** בעוד החוזים נשארו ב- **378**.

כפי שהסביר הנאשם 2 בעדותו, סיטואציה שכזו גורמת להם להפסד כפול: ראשית, לאור העובדה שהזרים פקודה לרכישת המניות, הוא מנוע מלהעביר פקודת מכירה כנגד פקודות אלו, ולפיכך יאלץ לרכוש את המניות במחיר גבוה ממחיר החוזים.

ושנית, לא יוכל לבצע את ליבת עסקיו, קרי ביצוע ארביטראז' שבין חוזים למניות בדרך של רכישת חוזים ומכירת מניות:

"ת: ... עכשיו, ההפסד פה הוא כפול, את אותה דוגמא נתתי גם

בחקירות שלי.

ש: למה הוא כפול ההפסד?

ת: ההפסד פה הוא כפול מכיוון שגם אני אקנה את המניות

משמעותית גבוה ממחיר החוזים, וגם אני לא אוכל לעשות

את המקצוע שלי בעצם, למכור מניות כנגד חוזים, למכור

את אותן מניות גבוהות כנגד החוזים הנמוכים שנמצאים

באותו רגע. אותה דוגמא גם נתתי בהודעה שלי במרווחים

טיפה פחות גבוהים, זה הדוגמא שנתתי שם, זה דוגמא



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

אמיתית שקרתה לנו שבאנו והתפתינו להכניס את הקניות

מוקדם, הכנסנו,

ש : מה זה מוקדם?

ת : בתשע ארבעים, הכנסנו את הקניות בתשע ארבעים..."

(פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, עמוד 72 שורות 7-17).

כעולה מעדות הנאשמים, סיטואציה דומה לדוגמא הנ"ל התרחשה במהלך פקיעת אוקטובר 01, וגרמה להם להפסד משמעותי. מאותה פקיעה ואילך, סיפרו הנאשמים שהם הפסיקו לפעול לפני השעה 44:9.

נאשם 2 – פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, עמוד 72 שורה 20 – עמוד 73 שורה 26 ; עמוד 74 שורות 1-12 ; **נאשם 3** - פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 13 שורות 6-23).

5. על רקע האמור לעיל, הסביר **פרופ' קלעי** כי במידה ופעיל בשוק המעו"ף היה בטוח כי יקבל את הכמות אותה הוא צריך לרכוש בוודאות, ולא הייתה לו כל השפעה על המחיר של הנכס אותו הוא יבחר לקנות, ההחלטה האופטימלית מבחינתו הייתה לדחות את ההחלטה האם לרכוש מניות או חוזים עד לשנייה האחרונה. לפיכך, נטייתו של פעיל בשוק המעו"ף לדחות את המסחר עד לרגע האחרון נובעת מהתנהגות כלכלית סבירה (נ/47, עמוד 32-33, סעיף 112-114).

6. **פרופ' קלעי**, הסביר בחוות דעתו, נ/47 כי גם כאשר כמות החוזים בזמן פקיעה קטנה משמעותית מהכמות המבוקשת, מחירם מספק אינדיקציה אמינה למחיר בו ניתן יהיה לקנות חוזים בכמות מספקת מיד לאחר הפקיעה. לכן, אומר **פרופ' קלעי**, "**בכדי לקבל החלטה מושכלת לגבי דרך ההתכסות (בחוזים או במניות) צריך שחקן המעו"ף לקבל אותה קרוב ככל האפשר למועד הפקיעה**" (נ/47, עמוד 36 סעיף 126).

7. המומחה מטעם התביעה **פרופ' האוזר**, אף אישר בעדותו כי לזכות לבחור בין שני הנכסים – חוזים מול מניות – **עד הרגע האחרון ישנו ערך כלכלי :**

ש : מה שאני מבקשת להציג לך, או שאני אתן לך אולי, שיש

ערך לזכות לבחור, יש גם ערך כלכלי לזכות לבחור עד הרגע

האחרון, יש לו ערך כלכלי, נכון, לזכות הזאת יש ערך כלכלי.

ת : יש ערך אני מסכים."



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

(פרוטוקול דיון מיום 10.1.07, עמוד 102 שורות 14-17)

8. הסנגוריה הציגה את מוצגי ההגנה נ/17 ונ/18 מהם עולה כי רבים מפעילי שוק המעו"ף נהגו להעביר הוראות בלימיט מקסימאלי בשניות האחרונות ואף בתוך הזמן הרנדומאלי.

נ/17 - הנו דו"ח ציטוטים הוראות ועסקאות של מניית בזק ביום 29.3.01 (מסמך זה הנו חלק מ- ת/54). עיון במסמך זה מלמד כי רק בתוך הזמן הרנדומאלי (דהיינו - מבלי להתייחס לפקודות שניתנו בשניות שלפני תחילתו) הועברו לא פחות מ- 45 פקודות (מתוכן 12 פקודות אחרי הפקודה האחרונה של אופמת). 7 מתוך הוראות אלו הן הוראות שהועברו באמצעות פקודות סל (3 מתוכן של אופמת - סומנו בספרות 1, 3 ו-6).

נ/18 - הנו דו"ח ציטוטים הוראות ועסקאות של מניית בזק ביום 26.7.01 (מסמך זה הנו חלק מת/69). גם עיון במסמך זה מלמד כי בתוך הזמן הרנדומאלי הועברו עשרות פקודות, כאשר 8 מתוכן הן הוראות שהועברו באמצעות פקודות סל שהועברו לפני ואחרי ההוראה הבודדת של אופמת (אשר סומנה בספרה 3).

על רקע נתונים אלו ובהתחשב בעובדה כי קבוצת פעילי שוק המעו"ף הנה קבוצה קטנה ומצומצמת, מתבקשת המסקנה כי רובם של פעילי שוק המעו"ף פועלים באופן די דומה לאופן בו פעלו הנאשמים בימי פקיעות, קרי פעולה בשניות האחרונות ובמהלך הזמן הרנדומאלי תוך מתן פקודות בלימיט מקסימאלי.

9. פרופ' האוזר, אישר בעדותו כי מתן פקודות בלימיט מקסימאלי בשניות האחרונות מאפיינת גם פעילי שוק מעו"ף אחרים, וכי פעילות שכזו בהחלט יכולה להיעשות משיקולים לגיטימיים. למרות זאת, הוא נמנע מלציין עובדה זו בחוות דעתו ת/16:

"עו"ד אדרת : או-קי, האם כדי לבדוק, האם פעילות של שחקן

מעוף בשניות האחרונות לפני פקיעה, היא

מחשידה, יוצאת דופן או לא בסדר לכאורה, חשוב

לבדוק איך פועלים כלל שחקני המעוף בדרך כלל

בשוק.

פרופ' האוזר : לי זה לא היה חשוב. הנחתי ששחקני מעוף אחרים

פועלים גם בדרך שהם נותנים במקסימום מחיר

בדרך של כמה שניות אחרונות. הנחתי שיש



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

שחקנים אחרים הגונים שעושים את זה. זאת הייתה הנחת המוצא שלי. לא בדקתי.

עו"ד אדרת : איפה,

העד : אני לא חולק על זה שישנם שחקנים אחרים שעושים את זה.

עו"ד אדרת : איפה אני רואה את ההנחה הזאת בחוות הדעת שלך? נבלעה באיזה מקום. אין לה ביטוי.

העד : לא, אתה שואל אותי. כי אם זה היה כתוב בחוות הדעת, אז לא כתבתי את זה. אבל אתה שואל אותי אם היה תהליך, איך היה,"

(פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 86 שורה 21 – עמוד 87 שורה 2).

טענת התביעה בדבר קיצור זמן תגובה של פעילים אחרים:

1. הכנסת ההוראות על ידי אופמת בשניות האחרונות שלפני הזמן הרנדומלי ובתוכו, מצמצמת - אליבא דטענת התביעה - את זמן התגובה של משקיעים אחרים. התביעה מודה כי לפי שיטת המסחר הנוכחית הכוללת זמן רנדומלי, שמשמעותו הנה שלא ניתן לדעת מהו הרגע האחרון של המסחר, קשה מאוד לגרום למצב של מניעת תגובה מוחלטת ממשקיעים אחרים, אך טוענת כי עדיין ניתן לצמצם את זמן תגובתם.
2. על פי תקנון הבורסה, זמן המסחר מוגדר ככזה הכולל גם את הזמן הרנדומלי ובשום מקום אחר (דוגמת הוראה/הנחיה של הבורסה) לא ניתן למצוא איסור בדבר פעילות בשניות האחרונות שלפני תחילת הזמן הרנדומלי ובתוכו, וכעולה מ/17 ו/18, משקיעים רבים, כולל פעילי שוק המעו"ף, פועלים בתוך הזמן הרנדומלי.
3. סבורני כי לא ניתן ואין זה ראוי לקבוע נקודת זמן שרירותית, כפי שהציע פרופ' האוזר בחוות דעתו, ולומר כי עד לאותה נקודה פעילות יכולה להיחשב לגיטימית ולאחריה פלילית, בין היתר בהיותה מקצרת את זמן התגובה של הפעילים האחרים. יתירה מזו, מבחן המציאות הוכיח כי משקיעים שהיו מעוניינים להגיב לפקודות שהועברו על ידי אופמת אכן הגיבו.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

4. כאשר פעיל בשוק מעו"ף מזהה בשוק פער המצדיק לטעמו פעולה כזו או אחרת, ולא משנה מתי, הוא יפעל לניצול ההזדמנות הטמונה בו. כפי שאישר פרופ' האוזר בעדותו, פעולתו של פעיל בשוק מעו"ף, מתבצעת בתגובה למצב השוק ולפעילות שהתבצעה בו עד לאותו שלב, והדברים יפים נכונים גם לפעילות הנאשמים בימים נשוא כתב האישום:

- ”ש. יפה. אז עכשיו בוא נפצל את זה. זאת אומרת שבפעילות, במסחר, יש גורמים שמגיבים על פקודות של אחרים. נכון?
- ת. אתה מדבר עכשיו בשלב התיאורטי. כן? כל הזמן יש תגובות. כל הזמן אנשים מגיבים לאינפורמציה. באופן כללי, אתה שואל ספציפית לעניין הזה?
- ש. כן. למה שהיה בימי הפקיעה.
- ת. במה שהיה בפקיעה הם הגיבו, אנשים, בשעות האחרונות לפני קביעת ה, ש. כל הזמן, משעה 8:30 שמתחילים לתת פקודות, משעה 9:00 שהשער התיאורטי, אנשים מגיבים למה שהם רואים.
- ש. אז אני שואל אותך, האם הפעילות של אופמת הייתה פעילות יזומה שלהם או תגובה לפעילות אחרת? בדקת את זה?
- ת. מה זאת אומרת יזומה? אני לא מבין מה זה יזומה? אני שוב אומר שזה מכרז. זה לא כמו בשלב הרצף. זה לא שאתה רואה תגובה ואתה מגיב. זה לא הולך ככה. אנשים נותנים פקודות.
- ש. אז היא תגובה לפקודות אחרות.
- ת. כשהם נתנו את הפקודה הם ראו את כל הפקודות האחרות. כן.
- ש. והגיבו להם.
- ת. הם?
- ש. כן.
- ת. בודאי, תמיד האחרונים זה תגובה לקודמים.”
- (פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 100 שורות 11-30).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

5. לפיכך, הגם שלאחר כל פעולה וככל שהזמן חולף נותר פחות זמן עד לסיום המסחר, הרי ששיקול זה אינו השיקול שעומד בבסיס פעילותם של הנאשמים בהיותם פעילי שוק מעו"ף בכלל, כמו גם בימי המסחר נשוא כתב האישום, והוא לכל היותר בבחינת תוצר לוואי הנובע מפעילותם ושיקוליהם הלגיטימיים במסגרת ליבת עסקיהם. יפים לעניין זה דבריו של הנאשם 3 בעדותו שלהלן:

”ש : אני רוצה שנעבור לדבר על העיתוי של ההוראות שלכם, ישנה טענה בכתב האישום לפיה השידור ההוראות שלכם בימי הפקיעה לפי כתב האישום ברגע האחרון מה שנקרא, הביא לקיצור זמן לתגובה של הפעילים האחרים בשוק. אני רוצה שתתייחס לטענה הזאת תוך התייחסות ל- נ/17 ו- נ/18.

ת : מה שאני יכול להגיד על הטענה הזאת אולי זה איזה משהו שנגזר מהשיקולים שהנחו אותנו, אבל מה שאנחנו רצינו זה לקבל שוב את מירב האינפורמציה על היחס בין מחיר החוזים למחיר המניות...”

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 10 שורות 19-25).

6. נכון הדבר, כפי שטוענת התביעה, כי העברת הוראה בתוך הזמן הרנדומלי טומנת בחובה סיכון באי ביצועה במידה והמסחר ייפסק בטרם תתבצע. דא עקא, שמדובר בסיכון ברור וידוע לפעיל בשוק המעו"ף, אשר מחליט במסגרת ניהול סיכוניו, האם לשם ניצול הזדמנות העומדת בפניו, מוכן הוא לקחתו אם לאו.

7. בבואנו לבחון האם עיתוי העברת ההוראות על ידי אופמות, היה כזה שפגע ביכולתם של פעילי שוק אחרים להגיב, קיימת חשיבות לשאלה מהו אותו פרק זמן הדרוש לפעילי שוק אלו על מנת שיוכלו להגיב.

8. כפי שהובהר על ידי הנאשמים ואושר גם על ידי פרופ' האוזר, זמן התגובה של משקיע הפועל בשוק המעו"ף הנו מהיר ביותר ונאמד לכל היותר בשניות!

”ש : טוב, אז נעבור הלאה, חבל. האם אתה יודע או בדקת את מה שמכונה קבועי זמן התגובה של שחקני,

ת : סליחה?



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ש : קבועי זמן התגובה, מיד אני אסביר לך למה אני מתכוונת של פעילות שחקני מעוף ביום פקיעה. כמה זמן לוקח להם להגיב?

ת : אנשים שרשומים בספר לוקח להם מהר מאוד להגיב.

ש : מה זה מהר מאוד? אתה יכול להגדיר בזמן?

ת : כן, הם רשומים בספר, יושבים שניות יכול להיות תוך שניות ויכול להיות יותר, זאת אומרת תלוי כמה הם מיומנים.

ש : כשאתה אומר מהר מאוד זה תוך שניות נכון?

ת : כן.

(פרוטוקול דיון מיום 10.1.07, עמוד 110 שורות 7-17).

9. לעובדה הנ"ל בדבר יכולת תגובתם המהירה של הפעילי שוק יש לצרף שתי עובדות חשובות נוספות:

האחת, הנה כי כשמדובר בתגובתם של פעילי שוק מעו"ף אחרים, אזי מדובר בפעילים מיומנים ומתוחכמים ביותר.

והשנייה, הנה כי הנאשמים דכאן אמנם החלו לפעול לקראת הפקיעה, אולם מדובר בדקה שלפני תחילת הזמן הרנדומאלי. משמעות הדבר הנה שגם לאחר פעולתם ישנן בין 10 ל-50 שניות שידור עד לתחילת הזמן הרנדומאלי, ולאחר מכן עוד כשתיים וחצי דק' בממוצע לשאר הפעילים להגיב, כאשר זמן התגובה של פעילי שוק המעו"ף, כאמור לעיל, נמדד בשניות.

10. זאת ועוד, עלינו לזכור כי הן פעילי שוק המעו"ף והן שאר המשקיעים בשוק - שחלקם בעלי אינטרסים מנוגדים - מודעים לקיומה של הפקיעה ולכך שפעילי שוק מעו"ף עתידים לפעול במסגרתה בהיקפים גדולים ובלימיטים גבוהים, ולפיכך ערוכים ומחכים להזדמנויות אלו.

יפים לעניין זה דבריו של הנאשם 2 בעדותו:

”ש : אז זהו, זאת השאלה הבאה שלי, כי דיברנו על זמן תגובה.

נניח שנשארתי חצי דקה מזמן ההוראה שלכם ועד תחילת זמן הפציעות,



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ת : זמן התגובה לפעילי מעוף כאלה שסוחרים במניות כנגד חוזים, הוא בדיוק שניה. ז"א הם ראו את זה, לקח להם שניה להחליט, עוד שניה לשדר, שתי שניות, שתיים וחצי שאני סופר לארג' עם טיפה יזיע להם האצבע. זה הזמן תגובה שלהם לגבי פעילות בשלב הטרור פתיחה. עכשיו, זה לא איזשהו מצב שהם פתאום נופלים אליו מהירח, זה מצב שאותם פעילים יודעים שזה מגיע ויש להם מסכים. על המסכים מוכנות הוראות קניה ומוכנות הוראות מכירה, וברגע שהם אומרים שניתן לפעול בשוק המניות כנגד שוק החוזים לאחד הצדדים, התגובה שלהם היא מיידי, היא בלחיצת כפתור אחת, לחיצת כפתור על העכבר זה מיד משודר. כך שהשתיים וחצי שניות האלה זה לא איזה המצאה אלא זה בפועל קורה."

(פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, ח.ר עמוד 75 שורה 22 – עמוד 76 שורה 2).

11. דברים אלו אושרו גם על ידי עד התביעה בועז דורי:

"ש. בנוסף עשויים להיות בעלי אינטרסים מנוגדים. שוב, גופות מוסדיים גדולים. הם יודעים שבימי פקיעה יש פעילות גדולה בשוק, ששחקני מעו"ף חייבים לפעול, לקנות או למכור, ואז הם יודעים שאם הם יעמדו שם, הם יכולים לעשות עסקאות במחירים טובים יותר, נכון?

ת. בהחלט כן, נכון."

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 50 שורות 1-5).

12. עובדה נוספת השוללת, הלכה למעשה, את יכולתם של הנאשמים בפעילותם לצמצם את זמן התגובה של הפעילים האחרים, כפי שהובהרה על ידי הנאשמים ופרופ' קלעי בחוות דעתו, נוגעת ליכולתם של פעילים אלו להזרים עקומות היצע וביקוש החל מהשעה 8:30 בבוקר ובכל נקודת זמן בשלב הטרור פתיחה (נ/47 עמוד 38-40). כך, הבהיר פרופ' קלעי בחוות דעתו (נ/47, עמוד 38 סעיף 133) שפעיל בשוק אשר חושב כי בעליה של 3% במניית טבע, לדוגמא, כדאי לו למכור אותה, יכול להזרים פקודת מכירה עם



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

לימיט של פלוס 3%, ואם הוא חושב כי בעליה של 5% כדאי לו למכור כפולה, יכול הוא להזרים פקודת מכירה נוספת על לימיט של פלוס 5%.
13. במסגרת חקירתו הנגדית, אישר המומחה מטעם התביעה – פרופ' האוזר – מנגנון פעילות זה ואת ההיגיון הכלכלי העומד מאחוריו:

”ש : תראה, כשאנחנו, אפרופו כמובן קיצור זמן התגובה, ביום פקיעה בשלב הטרם פתיחה, זה שלב כמובן של מסחר רב צדדי, כבר דיברנו על זה קודם, ואדם יכול בעצם להכניס את ההוראות שלו החל משלב מוקדם, החל מ – 8 וחצי בבוקר, נכון?

ת : כן.

ש : עכשיו אני מדברת לא על שחקני מעוף. אוקי,

ת : למה? גם הם וגם אחרים.

ש : גם הם וגם אחרים. אבל אני יכול להחליט על עקומת הביקוש שלי, או על עקומת ההצע שלי, ולהגיד אני אם המניות יעלו, אם מניה מסויימת אפילו, תעלה ביותר מ – 10 אחוז, אז אני מוכן למכור אותה, ואם היא תרד ב – 10 אחוז אז אני מוכן לקנות אותה, אני יכול לקבוע את זה מראש בעצם בבוקר, נכון?

ת : כן.”

(פרוטוקול דיון מיום 10.1.07, עמוד 111 שורה 29 – עמוד 112 שורה 11).

14. מעדות עד התביעה בועז דורי, ניתן ללמוד כי גם במצב דברים בו פעיל בשוק המעו"ף מעביר הוראה בשניות האחרונות בלימיט מקסימלי, אין הוא יכול לדעת כיצד ההוראה שלו תשפיע על המדד, אם בכלל, והאם הוראתו תשתתף בקביעתו:

”ש. מתן פקודות קניה בבסט זה דבר שקיים?

ת. בהחלט, אני בכל פקיעה פועל בצורה הזאת.

ש. תסביר.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- ת. או.קי, בפקיעה הלימיט שיש לי על קניה ומכירה של סלי מניות הוא פלוס או מינוס 35 אחוז.
- ש. היום, אז היה 15.
- ת. יכול להיות, אני לא זוכר.
- ש. אז למה אתה נותן בבסט?
- ת. כי אני רוצה או לקנות או למכור את מלוא הסחורה.
- ש. אתה רוצה להשיג את הכמות שאתה רוצה.
- ת. נכון, אני רוצה למכור את מה ש,
- ש. וכמו שאמרנו, לא מתעניין במחיר.
- ת. לא, לא מעניין אותי.
- ש. עכשיו, יחד עם זאת, תסכים איתי שבפועל, או נתחיל קודם: גם כשאתה נותן בבסט אתה מאמין שאתה תרכוש בעלייה קטנה בהרבה מה – 35 אחוז, נכון?
- ת. נכון.
- ש. כי זה ייבלע בשכבות.
- ת. נכון.
- ש. ובפועל, מניסיונדך, האם אתה יכול לאשר לי שלא היה מקרה שנתת הוראה בבסט והיא גרמה לעליית השער ב – 35 אחוז.
- ת. אני יכול לאשר לך.
- ש. תמיד זה נבלם ונעצר בשערים יותר נמוכים.
- ת. נכון.
- ש. משמעותית, נכון?
- ת. בטח.
- ש. לכן גם כשאתה נותן אפילו בשניות האחרונות וגם פעולה בבסט, אתה מעולם לא יכול לדעת איך זה ישפיע על המדד, אם זה ישפיע על המדד ואם זה יקבע את המדד, נכון?
- ת. זה נכון, כן.”
- (פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 34 שורה 15- עמוד 35 שורה 13).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

פעילות ביום ד' לפני הפקיעה

1. סוגיה חשובה נוספת לה השלכה ומשמעות בנוגע לפעילות הנאשמים בימים נשוא כתב האישום, נוגעת לפעילותם בימי ד' שלפני ימי הפקיעה. בעדותם הסבירו הנאשמים כי פעילותם בימי ד' נשוא כתב האישום, נבעה מרצונם להקדים קניות וכי העובדה כי שער הסגירה ביום ד' שלפני פקיעה נסגר על ערך מסוים, אינה מצביעה ואינה מלמדת מבחינתם דבר וחצי דבר בנוגע לערכו למחרת בפקיעה (דברי הנאשם 3 בפרוטוקול הדיון מיום 15.4.07, עמוד 12 שורות 14-23 ודברי הנאשם 2 בפרוטוקול הדיון מיום 13.3.07, עמוד 39 שורות 16-27).
 2. חיזוק לטענתם הנ"ל ניתן למצוא בחוות דעתו של פרופ' קלעי (נ/47), במסגרתה ערך בדיקה אודות קיומו של קשר בין שערים אלו (שם, בעמוד 75 טבלה 13), והגיע למסקנה כי: "פעילות בימי רביעי וחמישי אינה יוצרת השפעה מצטברת על מדד ת"א 25" (שם, בעמוד 7 סעיף 19).
 3. ימי פקיעה מהווים כר נרחב לניצול הזדמנויות לא רק בעבור פעילי שוק המעו"ף, אלא גם עבור משקיעים נוספים להם אין עקומות היצע וביקוש קשיחים וההחלטה כיצד ואיך הם מעוניינים לפעול נתונה כולה לשיקול דעתם. דוק! דווקא העלייה בשער המדד בסוף יום ד', עלולה לגרום לכך שיבואו יותר מוכרים ביום המחרת! גם פעילי שוק המעו"ף, להם עקומות היצע וביקוש קשיחים, עלולים לשנות את אופן פעולתם שבין החוזים למניות על רקע היחס בין המחירים ביניהם ולפעול בצורה שונה ממה מכפי שחשבו שיפעלו בשלב מוקדם יותר (כפי שארע בפקיעת 9/06 עליה העיד בועז דורי).
- כפי שהבהיר פרופ' קלעי בחוות דעתו (נ/47), לו רצתה חברת אופמת להשפיע על מדד הפקיעה, היא הייתה יכולה לעשות זאת ביתר אפקטיביות לו העבירה את הרכישות של יום ד' לסיום המסחר בשלב הפתיחה של יום ה'. בכך, מסביר פרופ' קלעי, היא הייתה יכולה לחזק את הקשר בין רכישותיה לבין השפעה על שער מדד הפקיעה מחד גיסא, וחוסכת את הסיכון הקיים בחשיפה לירידת שערים שבין שער הנעילה של יום ד' לשער הפתיחה ביום ה', מאידך גיסא (נ/47, עמוד 8 סעיף 20).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

לאור כל האמור לעיל, אינני יכול לקבל את טענת התביעה, לפיה פעילות הנאשמים ביום ד' נבעה מרצונם להשפיע על שער הפתיחה של יום הפקיעה.

4. פרשת פרטנר

רקע כללי - החלפת מניות מדד ת"א 25 ביום ה-1.8.01:

1. המשקיעים בשוק המעו"ף באופציות וחוזים עתידיים על מדד ת"א 25 ובנכס הבסיס באמצעות רכישה והחזקה של המניות המרכיבות את מדד ת"א 25 במשקולות זהים למשקולות אותן מניות במדד, צריכים להחזיק בכל נקודת זמן בהרכב העדכני של קרן המניות, בכדי שהתנהגותה של אותה קרן תהא תואמת להתנהגותו של חוזה עתידי על מדד המעו"ף. עמד על כך נאשם 2 בעדותו:

"ש: ... בוא תסביר ממש בשתי מילים את הצורך שלכם להחזיק קרן מאוזנת ועד כמה היא מאוזנת.
ת: אוקיי. קודם כל מדוע אנחנו בכלל מחזיקים את אותה קרן? הלא כל הזמן אנחנו אומרים שאנחנו לא מתעניינים במניות ובפעילות שלהן. הסיבה היחידה שאנחנו מחזיקים בגלל שהתנהלות של עשרים וחמש מניות המעו"ף בתנאי שהן נמצאות כל אחת מהן באחוז, באותו אחוז שלפיו מחשבים את מדד המעו"ף, ברגע שהן נמצאות באותו אחוז בתיק שלנו, ההתנהגות של אותה קרן מניות היא תואמת לחלוטין להתנהגות של חוזה עתידי על מדד המעו"ף. כלומר אם אני קונה מניות, את עשרים וחמש המניות תל אביב עשרים וחמש, או אני קונה חוזה, ההתנהלות היא בדיוק אותו דבר."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 98 שורות 12-22).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

עד התביעה **בועז דורי**, אף הוא התייחס לנקודה זו בעדותו:

**”ש. למה זה חשוב שהיא תקנה אותם? למה זה כל כך חשוב?
ת. זה חשוב מכיוון שהאיזון של התיק בעצם קובע את ההתאמה למדד. ובגלל שיש לי חוזה שהוא מכסה לי בעצם על החשיפה במניות, אם המניות לא מתואמות לחוזה הזה אז אני יכול להרוויח או להפסיד מבלי שיקול דעת בעניין, אז צריך את ההתאמה.”**

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 7 שורה 29- עמוד 8 שורה 4).

2. לפיכך, כאשר משתנה הרכב המניות המרכיבות את המדד, חייבים שחקני המעו"ף לרכוש את המניות הנכנסות ולמכור את המניות היוצאות מהמדד במשקולות המתאימים, כך שברגע כניסתן/יציאתן של המניות למדד יחזיקו בהרכב החדש והעדכני (ולתפך כשהם במכירה בחסר בנכס הבסיס).

עמד על כך פרופ' האוזר בחוות דעתו ת/16:

”במסגרת פעילותה בשוק מעו"ף, על מנת להמשיך ולהחזיק בנכס הבסיס גם לאחר עדכון הרכב מניות המדד, החל מיום 1/8/2001 על חברת אופמת היה למכור את המניות היוצאות מן המדד, ובמקביל לרכוש במקומן את המניות המתווספות להרכב המדד בכמויות המתאימות בקירוב למשקלן במדד.”

(ת/16, עמוד 19 סעיף 8.6).

3. כעולה מהאמור לעיל, וכפי שהדבר אושר בעדותו של **בועז דורי** – אירוע החלפת מניות הנו אירוע הנכפה על פעילי מעו"ף, המחייב אותם, כאמור לרכוש מניות שנכנסות ולמכור מניות שיוצאות, ללא קשר לעמדתו ודעתו של שחקן המעו"ף אודות אותה מניה:

”ש. תסכים איתי גם שהצורך לקנות פרטנר זה לא משום שאתם פתאום חושבים שמניית פרטנר זאת השקעה טובה, אלא אתם חייבים לקנות פרטנר בגע שהיא נכנסת למדד, נכון?

ת. כן.

ש. אין לך שום שיקול דעת בעניין, זה בעצם נכפה עליך.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ת. נכון.
 ש. ברגע שאתה עוסק במעו"ף, פרטנר נכנסת למדד ואתה חייב לקנות פרטנר, נכון?
 ת. נכון."

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 55 שורות 2-9)

4. בנתונים הקיימים (נכון ליום 31.7.01) היה על אופמת לרכוש מניות פרטנר בכמות של כ- 376,000 מניות, על מנת שבסיום יום המסחר של ה-31.7.01 תחזיק בכמות הנדרשת.

הייחודיות בהחלפת המניות הרלבנטית:

1. פעולה של החלפת מניות, אינה פעולה שכיחה ושגרתית אצל פעילי המעו"ף, להבדיל מפעילות לדוגמא במסגרת פקיעות, שכן בעוד שפקיעה מתרחשת אחת לחודש, הרי שהחלפת מניות מתבצעת לכל היותר פעמיים בשנה. לפיכך, להבדיל מפעילותם השוטפת של הנאשמים במסחר במעו"ף, במסגרתה הפגינו הנאשמים שליטה ומיומנות מלאה, הרי שבהליך של החלפת מניות, לא נצבר ניסיון ארוך טווח ממנו ניתן ללמוד על דפוסי פעולה מועדפים.
2. המקרה הנוכחי של החלפת המניות ושל כניסת מניית פרטנר למדד ת"א 25 היה ייחודי ושונה גם במונחי ימי החלפה. כפי שהבהירו הנאשמים בעדותם, מדובר היה בהחלפת מניות בקנה מידה משמעותי כמוהו לא הכירו ולא נתקלו עד לאותה עת, **בהיקף של כ- 20 מיליון** ש"ח (ראה לעניין זה דבריו של **נאשם 3** בדיון מיום 15.4.07, עמוד 19 שורה 26 – עמוד 20 שורה 27 וכן ב- 15.4.07 עמוד 26 שורות 15-28).
3. מבחינת מניית פרטנר, הייחודיות בהחלפת המניות נשוא כתב האישום באה לידי ביטוי בשלושה מובנים:

האחד, מדובר במניה שנכנסה למדד ישירות **מקבוצת היתר**, דהיינו מבלי לעבור קודם לכן למדד ת"א 100, ולנאשמים לא היה כל ניסיון עם מניות היתר, במיוחד בנושא הטכני של העברת פקודות (ככלל המניות הנכנסות למדד ת"א 25 הינן מתוך מדד ת"א 100).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

השני, מדובר במניה שעתידה הייתה להיכנס למדד ת"א 25 במשקל גבוה יחסית של כ-4%, ולפיכך נדרשה רכישה בהיקף משמעותי. והשלישי, מדובר במניה דואלית, קרי הנסחרת במקביל גם בארה"ב. 4. את העובדה שמדובר היה במניה שהגיעה הישר מהיתר, אישר החוקר אלי לוי:

"ש. טוב, עכשיו דבר אחרון בהקשר למניות המתחלפות. פרטנר אמרנו, נכנסה למסחר בתחילת חודש יולי, האם ידוע לך אם היא נסחרה במדד 100 לפני שהיא נכנסה ל-ת"א 25? ת. לא. היא נסחרה ביתר. ש. נסחרה ביתר ועברה ישירות לתל-אביב 25, נכון? ת. נכון." (פרוטוקול דיון מיום 26/4/06, עמוד 70 שורות 1-6).

5. הנאשמים 2 ו-3 עמדו בעדותם על כך כי עד למקרה הנדון (וגם לאחריו) לא פעלו ולא העבירו פקודות במניות היתר, ולפיכך לא הכירו מבחינה טכנית את שיטת הפעולה שם, ונאשם 2 הוסיף והסביר כי היה עליו לשדר את ההוראה במסך נפרד ושונה אותו לא הכיר.

נאשם 2:

"ת: שוב אני אחזור על אותו עניין של מנית פרטנר שהיא בעצם לא נכנסה למדד תל אביב מאה, והיא נסחרה במה שנקרא בקבוצת היתר, היא אפילו לא היתה במדד היתר, היא בעצם היא לא היתה באף מדד, ולכן מבחינה טכנית פשוט לא יכולתי לשדר אותה באותו אופן שאני משדר מניות אחרות שנמצאות בתל אביב עשרים וחמש או בתל אביב מאה."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 116 שורות 20-24).

נאשם 3:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ש״ : האם זה נכון ששלבי המסחר במניית יתר הם אותם שלבי מסחר, יש להם טרום פתיחה, נקודה שבה נקבע שער פתיחה, מסחר רציף ומסחר בנעילה, נכון?
ת : למיטב ידיעתי כן, אולי שער הפתיחה שמה הוא בשעה אחרת. אבל שוב הנקודה שלי, מבחינה העברה טכנית של הפקודה לא העברנו שם טכנית פקודות. זה מה שאני אומר בסך הכל.

(פרוטוקול דיון מיום 22.4.07, עמוד 8 שורות 1-5).

החובה להיערך לקראת החלפת מניות והיערכותה של אופמת:

1. בענייננו, המועד להחלפת המניות היה ב- 31.7.01 בשעה 16:45 אם עד למועד זה האופציות והחוזים על מדד המעו"ף התנהגו בהתאם להרכב מניות אחד (הכולל את המניות היוצאות), הרי שהחל מנקודת זמן זו מתנהגים הם על פי הרכב מניות אחר (הכולל את המניות הנכנסות). (מועד ההחלפה הפורמאלי הנו 1.8.01, אולם מסוף יום המסחר של ה- 31.7.01 ועד ליום 1.8.01 לא מתקיים מסחר, ולפיכך מבחינת פעילי המעו"ף סוף יום המסחר של ה- 31.7.01 הוא המועד הרלבנטי מבחינתם).
2. כפי שהבהיר **נאשם 2** בעדותו, המדובר באירוע שאינו רציף, שמשמעותו התיאורטית הנה כי על כל שחקני המעו"ף לרכוש את המניות הנכנסות ולמכור את היוצאות (ולחפך במידה והם בשורט בנכס בסיס) **בדיוק במועד** זה, שכן כאמור לעיל, עד למועד זה החוזים והאופציות שברשותם מתנהגים בהתאם להרכב הקיים, וממועד זה אמורים להתנהג על פי ההרכב החדש :

ש״ : אז השאלה שלי היתה, יש מניות שהן נכנסות למדד המעו"ף, יש מניות שיוצאות ממדד המעו"ף, בתור פעיל מעו"ף מה אתה צריך לעשות ביום הזה?
ת : באופן עקרוני מה שאני צריך לעשות, זה בשעה 4:45 ב- 31/8 למכור את כל המניות שיוצאות, ולקנות את כל המניות שנכנסות. ואני שוב אומר בשעה 4:45 בדיוק...
ש : אז בוא תסביר רגע את העניין הזה. למה, למה לא קודם?
 למה לא אחר כך?



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ת : יש לנו איזה אירוע בעצם לא רציף שקורה פה. בעצם החוזים שלנו שאני מחזיק אותם חוזים אתם זוכרים שאני מכור לחודש אוגוסט, כתוב אותם על מניות המעוף שאני מחזיק בעצם בהן לא משתנה שום דבר. אבל עד רגע מסויים ההתנהגות שלהן היא לפי הרכב מסויים של מניות ומרגע אחר היא לפי התנהגות של הרכב אחר של מניות. ואני ממש אומר, רגע זה לא משתנה,

ש : מהו הרגע הזה?

ת : הרגע הזה זה 4:45 ב-31/8.

ש : ליולי.

ת : ליולי, סליחה."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 99 שורה 18 – עמוד 100 שורה 2).

3. עד התביעה רוני בירם, אף הוא עמד על כך שמדובר באירוע שאינו רציף, המחייב שחקני מעוף להתאים עצמם להרכב מניות חדש המשתנה בשנייה, והבהיר כי במצב דברים זה על פי "הטקסט בוק" הזמן האידיאלי והנכון לבצע את חילוף המניות, קרי רכישת הנכנסות ומכירת היוצאות, הנו ברגע כניסתן למדד :

ש"ש : או קיי. עכשיו בוא נגיע לעניין העיתי. אמרת, השבת בחקירה לחוקר, הוא אומר לך הם היו בחוסר של פרטנר, אז אתה אומר, עד השעה 17:00 הם אל היו בחוסר של פרטנר. בוא נבהיר רגע את הנקודה הזאת. שעה לפני שפרטנר נכנסת למדד הם בעצם לא בחוסר של פרטנר, נכון?

ת : יש כאן אירוע לא רציף שבשניה הוא השתנה. יש כאן סל אחד ונקודת זמן מסויימת הוא משתנה. הסוחר צריך להתאים את עצמו באותה נקודת זמן לסל החדש.

ש. ולכן בהקשר הזה אתה גם אמרת שהטקסט בוק בדיון הקודם אמרת שלפי הטקסט בוק בעצם הזמן הנכון להתכנסות הוא ברגע הכניסה למדד.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

ת : נכון נכון.

ש : אם היה ניתן לעשות באיזה דרך אופטימאלית.

ת : נכון".

(פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 25 שורות 20-29)

4. במצב דברים בו הנאשמים היו מצויים לקראת ההחלפה נשוא כתב האישום, מצופה מהם היה להיערך לקראת החלפת המניות מראש, ובענייננו - להתחיל ולרכוש את המניות הנכנסות מבעוד מועד.

אישור וחיזוק לדברים אלו, ניתן למצוא בדבריו של פרופ' האוזר בחקירתו הנגדית שלהלן:

"העד : לא, אני אומר בהתחשב בעובדה בעצם הכוונתי לומר את הדבר הבא, בהתחשב בעובדה שב 01/08 הם צריכים למצוא את עצמם עם מניה בפנים החדשה, והמניה השנייה בחוץ, הם צריכים, הם צריכים להיערך להם בעוד מועד, כך בדרך כלל נוהגים לעשות הם צריכים להיערך בעוד מועד, כל אחד בלוח זמנים שהוא רוצה אבל בסוף הוא מגיע ל 01/08.

עו"ד נגב : ממצב שהוא מחזיק את המניה?
העד : כן, ופה באמת כמו שאני אומר לך, הם מתחילים לקנות לו החל מה 23/07.

עו"ד נגב: אני אגיד לך מדוע שמתני דגש על הנקודה הזאת, משום שלמעשה עד סוף היום של ה 31/07, מי שפועל במדד המעוף פועל בו בהרכב שכולל עדיין את המניות לא כולל את המניות של פרטנר, לא כולל את שאר המניות הנכנסות, וכן כולל את המניות היוצאות נכון? כלומר, עד סוף ה 31/07 הם פועלים בהרכב מדד מסוים, החל מ 01/08 הם פועלים במדד אחר.

העד : תראי, יש תהליך של התאמה, יש תהליך של התאמה שאני מניח אי אפשר בבת אחת, אני מניח



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

אני אומר לך, באופן תיאורטי אי אפשר להניח שאני
נותן פקודה אחת מוכר את כל המניה, נכנס למניה
הזאתי."

(פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 3 שורות 14-28).

5. כפי שעלה במהלך המשפט, רכישת מניות שעדיין אינן נמנות על מדד המעו"ף, משמעה הימצאות בחשיפה לשינויים במחיר המנייה, חשיפה אותה לא ניתן לצמצם או לנטרל באמצעות התכסות בחוזים. לפיכך, הבהיר נאשם 2, משהגיעו הנאשמים להחזקה של כ- 60% מכמות המניות לה נזקקו, הוחלט כי ביחס ל- 40% מהכמות, לא יסתכנו בכלל וירכשו אותם ב"רגע האחרון" באופן המצמצם את הסיכון הקיים ברכישה מוקדמת של מניות:

"ש: ... ב-26/7 קניתם עוד בארץ במליון שלוש מאות שבעים וחמישה, כמעט שלוש מאות שבעים ושישה אלף ובארצות הברית בעוד חמש מאות שמונים ואחד אלף שקל. וב-30/7 שוב בארץ מיליו תשע מאות אלף שקל, ובארצות הברית עוד ארבע מאות וחמישה בערך אלף שקל.

ת: נכון. הניהול סיכונים היה כזה, בהתחלה עוד לא ידענו בעצם את הכמות שאנחנו צריכים. התחלנו לרכוש בכמויות גדולות יותר. ב-26 לחודש ברגע הפקיעה כבר, אחרי הפקיעה ידענו כמה פחות או יותר נצטרך, גם פחות או יותר ראינו שגרם אחרי הפקיעה בעצם פתאום רכשנו מניות ואחרי זה מכרנו מניות. אז על הסדרי גודל הם אפשר להגיד שידענו, ואז בכל יום ראינו מיום ליום כמה אנחנו מוכנים עוד להחשף, כמובן ככל שהזמן מצטמצם, אתה מוכן להיות בחשיפה גדולה יותר, כשב-30 לחודש החלטנו שאנחנו מגיעים שישים ארבעים, שזה אומר שישים אחוז אנחנו קונים מראש וארבעים אחוז אנחנו לא נחשפים אליהם בכלל, ומנסים לרכוש אותם ברגע האחרון."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 106 שורה 23 – עמוד 107 שורה 6).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

במקרה הנדון, כידוע בחרו הנאשמים לרכוש 60% מהמניות מבעוד מועד, נוכח הסיכוי לרווח שעמד נגד עיניהם, אך לא היו מוכנים להגדיל כמות זו מעבר לכך, ובחרו לרכוש את 40% הנותרים ב"רגע האחרון" נוכח הסיכון שעמד לנגד עיניהם, ולפיכך ברור כי אין ממש בטענת התביעה.

6. מכיוון שלא ניתן לרכוש את כל המניות הנכנסות למדד המעו"ף (ולמכור את כל המניות היוצאות) במועד הקובע קרי, ב- 31.7.01 בשעה 16:45, על פעילי המעו"ף לקבל החלטה מתי הם מתחילים להיערך לקראת ההחלפה ובאילו כמויות, כשהיערכות זו מראש משמעה נטילת סיכון, כפי שעמד על כך נאשם 2 בעדותו:

"ת : שניה, אני אפרט, אני אסביר טיפה על הסיכון. קודם כל איך, למה בכלל אני נכנס לסיכון הזה? בגלל שאמרנו שזה לא יהיה אפשרי באותו 4:45 גם למכור את כל המניות שיוצאות וגם לקנות את כל המניות שנכנסות. ולכן אני נכנס פה לאיזה שהוא מצב של ניהול סיכונים. הניהול סיכונים שלי אומר שאני צריך מתי שהוא לפי החלטה שלי לאיזה סיכונים אני מוכן להכנס, להתחיל ולרכוש את המניות שנכנסות ולהתחיל ולמכור את המניות שיוצאות..."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 100 שורות 17-22).

7. רכישת מניות מבעוד מועד, שאינן כלולות במדד המעו"ף, טומנת בחובה חשיפה לשינויים במחיר המנייה - שינויים העלולים לנבוע הן מאירועים הקשורים ישירות למניה כגון: פרסום דו"ח שלילי והן מאירועים כלליים המשליכים על הכלכלה והמסחר כגון: אירועים פוליטיים שונים, אירועים ביטחוניים, אסונות טבע וכיוצ"ב - כפי שעמדו על כך הנאשמים בעדותם.

נאשם 2:

"ש : רגע לפני שתגייד, אם אתה קונה מניות שנכנסות לפני כניסתן למדד, מה הסיכון שאתה חשוף?
ת : במידה ואני רוכש מניה לפני שהיא נכנסת למדד, אני בעצם לא מכוסה עליה, גם אם אני אמכור עליה חוזים במדד המעו"ף, היא לא משפיעה, התנודות בה לא משפיעות על



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

החוזה ולכן בעצם אני נתון במידה והיא תוציא דוח רע
וקניתי אותה, אני אפסיד. אם היא תוציא דוח טוב וקניתי
אותה אני ארוויח. בגלל זה, זה איזה שהוא ניהול של סיכון.
זאת אומרת זה לא בהכרח שרק תפסיד, או לא בהכרח שרק
תרוויח מזה שרכשת מקודם את המניות, אבל אתה נתון
לחשיפה לשינויים במחירי המניה. אתה נתון לחשיפה
בשינויים במחירי המניה."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 100 שורה 27 – עמוד 101 שורה 5).

נאשם 3 :

ש : מה מבחינת המצב הכללי ששורר בשוק, יש לזה גם השלכה
לעניין הטענה של פרופ' האוזר?

ת : כן, שוב כמובן אם קורה איזה משהו כמו מלחמה, כמו
תאומים, לא יודע, יכולים לקרות הרבה דברים וכל השוק
יורד, אז כמובן גם מניות שאמורות להיכנס ואתה מחזיק
אותם בלי שאתה מכוסה עליהם גם הם ירדו בהתאם."

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 21 שורות 16-20).

8. בהודעתו ועדותו הבהיר נאשם 3 פעמים רבות, כי החשיפה הכרוכה ברכישת מניות שאינן
כלולות במדד המעו"ף מבעוד מועד נוגעת ליחס שבין המחיר הממוצע של הרכישות לבין
המחיר הקובע. במצב בו מחיר הקניות הממוצע של מניות פרטנר על ידי אופמת יהיה נמוך
מהשער הקובע הרי שתהליך ההחלפה יניב לחברה רווח, ולעומת זאת - אם ממוצע הקניות
יהיה גבוה מהשער הקובע - אופמת תפסיד.

9. הסיכונים הינם אפוא כדלקמן:

בהקדמת קניות קיים סיכון במובן זה שאם לאחר הקניה ירד שער המניה מסיבה כלשהי,
והשער הקובע יהיה נמוך מהמחיר הממוצע של הקניות, ייגרם לאופמת נזק כספי. לעומת זאת,



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

השארית כמות מניות משמעותית לרכישה ב"רגע האחרון" טומנת בחובה את הסיכון של אי קבלת הכמות הנדרשת.
שני הסיכונים הנ"ל: הם שעמדו לנגד עיניו של נאשם 2, עת קיבל ההחלטות בעניין החלפת המניות נשוא כתב האישום, כפי שהבהיר זאת בעדותו שלהלן:

ש"ש : עכשיו, בתקופה שנערכתם להחלפת מניות, בעצם הסיכון או מה שעמד זה כנגד זה, היה הדבר הבא : סיכון של לקנות מוקדם מדי את המניות הנכנסות ואז בעצם להיות חשופים.

ת : נכון.

ש : נכון, זה סיכון אחד.

ת : להיות חשופים לירידת השער.

ש : לירידת השער, והסיכון השני זה שאם תקנו את זה ממש בשנייה האחרונה, בעצם לא תקבלו את הכמות ומה שמאוד מטריד אתכם זה לקבל את הכמות כדי להיות מאוזנים, כדי שקרן המעו"ף שלכם תהיה מאוזנת.

ת : נכון, וזה גם עניין של חשיפה, כי אז נשאר שורט למיד אחרי הכניסה שלה למעו"ף. כלומר כשאנחנו רוכשים לפני, אנחנו בלונג עד שהיא נכנסת, זאת נקודת הרציפות. אנחנו בלונג עד לאותו רגע שהיא נכנסת ואנחנו בשורט מהרגע שהיא נכנסת."

(פרוטוקול דיון מיום 27.3.07, עמוד 17 שורה 20 – עמוד 18 שורה 2).

10. פרופ' קלעי עמד על קיומם של הסיכונים הנ"ל בחוות דעתו נ/47 (שם, בעמוד 10 סעיף 33 ובעמוד 52 סעיף 173) כמו גם עד התביעה, רוני בירם אישר זאת:

ש"ש : בוא נדבר רגע על העניין הזה. מה שאני מבקשת להציג לך, שיש כאן שיקולים לכאן או לכאן. אם אתה קונה ברגע האחרון, ואנחנו מדברים על קניית כמות גדולה, כי אתם מדברים בסדרי גודל גדולים אתה עומד בסכנה שלא תצליח לקבל את כל הכמות שאתה צריך, נכון?



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- ת : נכון.
- ש : אם אתה קונה מוקדם מידי, קודם כל אתה עומד בסיכון, למרות מה שאמרת שמניות נכנסות תמיד עולות.
- ת : אני יכול לפרסם דו"חות, החברה יכולה, אני יודע יהיה אירוע חריג שהיא תעבור ואז היא יכולה, בדרך כלל זה נכון. אבל תמיד יש יוצאים מין הכלל. גם הסוחר מוכן לקחת סיכון על מניית פרטנר.
- ש : נכון, כי אם הוא קונה מוקדם אז הוא בסיכון על מניית פרטנר. אם יש פתאום קרייסס בשוק הטלפוני העולמי, המניה יורדת אז הוא מפסיד עליה?
- ת : נכון. חד משמעית.
- ש : או שם דו"ח של פרטנר או פיטורי מנהל או משהו מהסוג הזה. ובכלל זה לא סוג הפעילות הרגיל שלכם להשקיע במניות בודדות כי אתם חושבים שהן תעלנה, נכון?
- ת : בדרך כלל אופמת היתה מזכירה רק בתל אביב 25.
- ש : ואם מחכים לקנות בשלב הנעילה, כלומר, אחרי שנקבע השער שלפיו המניה נכנסת למדד, גם אז יש סיכון קודם כל שלא תקבל את כל הכמות ותהיה חשוף, זה אולי בעצם הסיכון העיקרי?
- ת : נכון".
- (פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 26 שורה 12 – עמוד 27 שורה 4).

11. פרופ' האוזר אף הוא נאלץ להודות בקיומם של סיכונים אלו העומדים משני צידי המתרס, אך הוסיף וטען כי בשל העובדה שמניות הנכנסות למדד עולות בדרך כלל, הסיכון באי קבלת הכמות הנו סיכון גדול ומשמעותי מהסיכון הקיים בירידת ערכה של המנייה:

"העד : אבל מצד אחד, מצד אחד אפשר היה לומר, אפשר לומר כמו שאת טוענת שאם הוא קונה את זה מראש, יכול להיות שיש בזה סיכון, למה? כי אולי הוא קונה את זה יקר ואחר כך זה יירד, יכול להיות.

עו"ד נגב : כן?



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

העד : אבל מצד שני יש את הסיכון שהוא יגיע בסוף, ואם פניו בתיק מאוזן לא יהיה לו את הכמות שהוא צריך אותה, ואז במקרה כזה הוא חשוף וזה, יש פה שני צדדים..."

(פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 9 שורות 2-14).

עיתוי רכישת מניות פרטנר ביום 31.7.01:

1. ביום 31.7.01 בשעה 16:44:50 העבירו הנאשמים בו זמנית שתי הוראות לרכישת 158,000 ע.ג. מניות פרטנר :
 - א. הוראת קנייה של 130,000 מניות בשער 3023.
 - ב. הוראת קנייה של 28,000 מניות בשער 3785.
 כמות זו של מניות, כאמור לעיל, הנה כמות המניות שהייתה חסרה לנאשמים לשם עדכון קרן המניות שברשותם להרכבה החדש שלאחר החלפת המניות.
2. אופן רכישת המניות, הנו תולדה של ניהול הסיכונים בו בחרו הנאשמים בנסיבות העניין. הדילמה בפניה עמדו הנאשמים לקראת החלפת המניות נוגעת למועד בו ירכשו את המניות. מחד גיסא - ככל שיקדימו את רכישת המניות יבטיחו את קבלת הכמות, אך מאידך גיסא - רכישת מניות מוקדמת תחשוף אותם לסיכונים גדולים יותר. היטיב לתאר זאת פרופ' קלעי בחוות דעתו (נ/47) בסעיף 173 :

"... קניה מוקדמת חושפת את החברה לסיכון של ירידת שער המניה בין הקניה לשלב הנעילה של היום הקובע והמתנה עד לרגע האחרון חושפת אותם לסיכון כי לא יקבלו את הכמות הנדרשת."

3. במצב דברים זה, מסביר פרופ' קלעי בחוות דעתו, נקלע שחקן המעו"ף למצב בו הוא צריך להחליט על דרך ניהול סיכונים (נ/47, עמוד 53 סעיף 174).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

כפי שהובהר לעיל בכדי להתמודד עם הצורך לרכוש את הכמות הגדולה מצד אחד ומנגד להקטין ככל הניתן את החשיפה הוחלט באופמת לרכוש כ-60% מהכמות בתקופה שבין ה- 23/7/01 ל-30/7/01 (נרכשו כ-217,000 מניות) ואת ה-40% הנותרים (כ-158,000 מניות) הוחלט לקנות ביום ההחלפה, בסמוך למועד קביעת השער הקובע, וזאת על מנת להקטין סיכונים.

5. פרופ' קלעי התייחס לנושא בסעיף 175 לחוות דעתו ונאשם 3 בחקירתו בבית המשפט התייחס לחשיפה ולסיכונים ולמטרת ההמתנה עם רכישת המניות הנותרת בסמוך לסיום המסחר ביום הקובע:

”ת : בהודאה שלי חזרתי על זה הרבה מאוד פעמים והייתי רוצה להבהיר. מה זה חשיפה? כל פעם אנחנו מדברים פה על חשיפה והייתי רוצה להבהיר מה זה. חשיפה זה ההפרש בין שער הקנייה הממוצע שלי לשער הקובע, זה חשיפה. אין פה חשיפה לחיי אדם או משהו כזה. זה החשיפה בדיוק, מה שאני אומר פה זו החשיפה שלנו. שוב, חזרתי בנוסחים שונים על העניין הזה והייתי רוצה להסביר את המהות של מה שהתכוונתי. יש פה עניין של ניהול סיכונים, יש פה החלפה גדולה. קנינו כ-60% מהמניות קודם, יש חשיפה כבר עכשיו, יש חשיפה גדולה, ש... אני מזכיר מה זה חשיפה. הוחלט לקנות 40% ליד השער הקובע, בסמוך לשער הקובע כדי לצמצם את הסיכונים, כי הרי אנחנו לא רוצים שאנחנו נקנה למשל את הכמות שלנו ואז השער ירד, שוב מסיבות שגם פורטו בהודעות שלי וגם עוד סיבות רבות שאני לא יכול לחשוב עליהם. ואז מה שיקרה שהשער הממוצע הוא מעל השער הקובע. אני רוצה שאם תהיה ירידה אני אקנה אחריה. ואז מה יוצא מזה? השער הממוצע יורד, של הקניות שלי, ביחס לשער הקובע...”

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 29 שורות 3-15).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

6. ככל שנתקרב למועד קביעת השער הקובע כך יקטן הסיכון כי בטווח הזמנים הקצר שנתר יקרו אירועים כלשהם - בין ספציפיים לחברה ובין כלליים לשוק ההון - שיגרמו לירידת שער המניה לאחר רכישת מלוא הכמות, ולמצב בו השער הקובע נמוך מהשער הממוצע בו נרכשו המניות על ידי אופמת.

להמחשת המצב הציגה ההגנה את הטבלה נ/42 ממנה עולה כיצד ירידת שער המניה, לאחר שנרכשה כמות משמעותית הימנה, עלולה לסכן את אופמת ואילו בהמתנה לרגעים האחרונים שלפני קביעת המדד ניתן להקטין סיכון זה, כפי שעמד על כך נאשם 3 בעדותו:

”ת: ... נניח שאנחנו צריכים לקנות בשלוש מאות אלף ערך נקוב במניות פרטנר. במסגרת ניהול הסיכונים הוחלט לרכוש כמות של מאתיים אלף ערך נקוב נניח בשער מאה ומאה אלף ערך נקוב להשאיר לרגע האחרון. עכשיו בוא נסתכל על תרחישים אפשריים שיכולים לקרות פה. בוא נגיד עד השעה 16:35 ביום ההחלפה השער זוחל לו למעלה והכל טוב ויפה, השער ב- 120. וכמו שאולי נרמז פה ואני לא מסכים בכלל – שאם השער עלה אז הוא גם ימשיך לעלות. אני לא מסכים לטענה הזאת בכלל. וקנינו בשער מאה 100,000 ערך נקוב. אז השער הממוצע שלנו 106 ונניח שאחרי זה קרה איזה, שוב היתה ירידה בשער שאני לא יכול, מסיבות אפשריות רבות או מהתאומים, היתה אזהרת רווח shortistim אני לא יודע מה, השער נסגר על 104. אז מה המצב שיוצא פה שאנחנו קנינו ב- 106 ממוצע והשער נסגר על 104. לעומת זאת אם אנחנו מחכים לרגע האחרון, כלומר מחכים לאחר הירידה האפשרית הזאת אז אנחנו קונים ב- 104, שער הממוצע הוא 101.3 הסוגר הוא 104 ולכן השער הממוצע הוא מתחת לשער הסגירה. שוב, הדוגמא הזאת היא כדי להבהיר את הנקודה שהתכוונתי אליה. המטרה שלי לחכות ברגע האחרון, לקנות, אם השער ירד מסיבה כל שהיא לקנות אחרי הירידה.”

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 29 שורה 19 – עמוד 30 שורה 4).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

7. הנאשם 2, התייחס בעדותו לסוגיה, וסיפר מניסיונו אודות מקרים בהם מניות שעתידות היו להיכנס למדד המעו"ף ירדו באופן משמעותי לפני כניסתן:

"ת: ... אני יכול לתת דוגמאות למשל מהעבר, למשל מניית בנק דיסקונט הונפקה בו בשנת תשעים ומשהו והיא היתה אמורה להכנס למדד המעו"ף. עכשיו גם אותה מניה ברגע שהיא הונפקה, מניה לחברה די גדולה, בנק די גדול, בנק דיסקונט, היה אמור גם להכנס באזור הארבע אחוז למדד המעו"ף, וזה היה מיד אחרי ההנפקה. מכיוון שגם אנחנו חשבנו באותו זמן שעל מניה כזו בדרך כלל היא תעלה לקראת הכניסה של המדד, הכנו רכישות לפני ובסופו של דבר המניה ירדה די חזק לקראת הכניסה שלה. בהמשך אנחנו יכולים לראות, בהמשך אנחנו יכולים לראות מספר פקיעות [צ"ל: מניות – י.מ.] נוספות שאנחנו יכולים לתת דוגמאות כמו מנית אפריקה ישראל שבעל העניין שם מר לבייב, החליט מכיוון שהוא ראה את הקניות, אותן קניות גדולות של שחקני המעו"ף, קרנות הנאמנות ותעודות הסל במניות שנכנסות למעו"ף, אז הוא החליט שמבחינתו לפזר את המניות שיש לו בין ציבור רב יותר, יהיה לו מאוד מאוד מאוד נוח לעשות ביום כניסה של המניה למעו"ף, ואכן הוא עשה את זה, והוא פשוט בירידה של ארבעה אחוז, אמר כאן אני מוכר שמונים מליון שקל, ומי שרוצה יכול לקנות כמה שהוא רוצה מתוך השמונים מליון שקל האלה. ולכן ברגע שזה משהו שכולם יודעים אותו, זה בעצם משהו שהופך אותו למאוד גבולי לגבי אם הוא יקרה או לא יקרה. יש עוד מספר דוגמאות, כור וליטמן נכנסו לפני שנה וחצי למעו"ף, ושתיהן ירדו גם אני חושב בסביבות החמישה אחוז, ונדמה לי גם לה נשיונל משהו כזה."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 102 שורה 16 – עמוד 103 שורה 3).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

8. שוק התקשורת, בהיותו שוק טכנולוגי המאופיין בחידושים והתפתחויות רבים נתון לסיכונים של תהפוכות, כולל ירידות שערים שעלולות להיגרם מאירועים ספציפיים הקשורים בשוק זה.

מעבר לכך, כפי שהבהיר **נאשם 3** בעדותו, גם אירועים שאינם נוגעים כלל ועיקר למניה הספציפית שעתידה להיכנס למדד המעו"ף, דוגמת אירועים ביטחוניים ופוליטיים, המשפיעים על השוק כולו, עלולים להשפיע על מניה שעתידה להיכנס למדד בהיותה חלק משוק המניות:

”ש : מה מבחינת המצב הכללי ששורר בשוק, יש לזה גם השלכה

לעניין הטענה של פרופ' האוזר?

ת : כן, שוב כמובן אם קורה איזה משהו כמו מלחמה, כמו

תאומים, לא יודע, יכולים לקרות הרבה דברים וכל השוק

יורד, אז כמובן גם מניות שאמורות להיכנס ואתה מחזיק

אותם בלי שאתה מכוסה עליהם גם הם ירדו בהתאם.”

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 21 שורות 16-20).

9. גורמים נוספים אשר פעילותם עשויה להשליך על החשיפה עליה עמד **נאשם 3** בהודעתו

ועדותו, ואותה לקחו הנאשמים בחשבון בבחירת עיתוי פעולתם הנם **השורטיסטים**.

השורטיסטים הנם אותם פעילי מעו"ף המחזיקים בנכס הבסיס בשורט, ולפיכך בהחלפת

מניות עליהם **למכור את המניות הנכנסות** למדד המעו"ף ולרכוש את היוצאות.

כפי שהבהירו הנאשמים כבר בהודעותיהם וחזרו וציינו זאת בעדותם, וכעולה **מנ/33**,

בשבוע בו בוצעה החלפת המניות נשוא כתב האישום, יצאה הבורסה בהודעה אודות קיומן

של יתרות שורט בהיקף של 200 מיליון ₪ בנכס בסיס.

10. העובדה כי ביום בו עליהם לרכוש את מניות פרטנר החסרות, ישנם גורמים שאמורים

ועתידים למכור כמויות משמעותיות ביותר מהמניה – עובדה שעלולה להוביל לכך ששערה

של פרטנר יירד – מהווה גם היא סיבה והצדקה לפעילות הנאשמים "ברגע האחרון", כפי

שעמד על כך **נאשם 3** בעדותו:



בתי המשפט

פ 004131/05



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

11. העובדה שההוראה של אופמת עמדה על המסך (ולא נבלעה בשכבות כפי שסברו שיקרה) ובסופו של דבר שער המנייה נקבע בעלייה של 49% מלמדת כי גורמים בשוק הספיקו להגיב לפקודה זו, שכן אחרת השער הקובע היה נקבע בלימיט הרבה יותר נמוך, והפקודה לרכישת 28,000 ע.ג. בלימיט 49% הייתה עוברת לשלב הנעילה. יפים לענן זה דבריו של **נאשם 3** בעדותו שלהלן:

ש״ : אני רוצה רגע לחזור אתך רגע קצת אחורה שתאמר מה היה קורה במידה ובאמת לא היו מספיקים להגיב לשער שנתתם פלוס 49%?

ת : אני חושב שאמרתי את זה אבל אני אחזור עוד פעם, אם לא היו מספיקים להגיב ההוראה ב- 49 לא היתה נענית, כי לא היה זמן להגיב. השער הקובע היה נקבע איפה שהוא אמור להיקבע לפי האלגוריתם הזה של שער הנעילה, אני מניח שזה היה בפלוס 19 אבל אני לא רוצה להתחייב לזה עכשיו. הפקודה פלוס 49 הכמות היתה ממשיכה להיות קניה בשער הנעילה וזהו.

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 31 שורות 13-19).

13. כעולה מת/33 פעילות לקראת מועד קביעת שער הנעילה ביום החלפת מניות, מאפיינת גם שחקני מעו"ף אחרים. כפי שעלה במהלך המשפט, קיים דימיון רב, לדוגמא, בין פעילותה של **אופק תאל"י** לבין פעילותה של אופמת בכל הפרמטרים הרלבנטיים קרי – היקף ההוראה, העיתוי והלימיט, שכן גם הראשונה העבירה הוראה לרכישת כ- 150,000 ע.ג. בלימיט של 18% בשניות האחרונות (כ- 18 שניות בלבד לפני אופמת).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

מתן פקודות בלמיט של 19% ו-49% ומשמעותם:

1. הוראות הקנייה שהועברו על ידי אופמת לרכישת הפרש הכמות הנדרשת בסך 158,000 ע"ג, ניתנו האחת בלימיט 19% + (שער 3023) לרכישת 130,000 מניות פרטנר והשנייה בלימיט 49% + (שער 3785) לרכישת 28,000 מניות פרטנר.
2. הנאשמים הסבירו הן בהודעותיהם והן בעדותם, כי פקודות הרכישה שהועברו על ידי אופמת ניתנו בלימיטים גבוהים במטרה לקבל את הכמות הדרושה להם, כאמור, לשם איזון סל המניות שברשותם (ראה דברי נאשם 2 בהודעתו ת/1, עמוד 18 שורות 6-7 ושורות 24-25; ת/1 עמוד 21 שורות 24-29 ובעדותו – 14.3.07, עמוד 9 שורות 6-11; נאשם 3 – 15.4.07, עמוד 24 שורות 13-21; 22.4.07, עמוד 75 שורה 22 עמוד 76 שורה 5).
3. כמו כן, הנאשמים עמדו על כך כי לימיטים אלו היו זהים ללימיטים שהוכנסו בשעות הצהריים במסגרת "הניסוי" מכיוון שהתנהגות השוק מאז הניסוי השני ועד למתן ההוראות תאמה את ציפיותיהם, אך במידה והשוק היה מתנהג אחרת, גם הלימיטים שהיו נותנים היו משתנים בהתאם.

בהודעתו ת/9, נחקר נאשם 3 אודות סוגיית הלימיט, ואמר את הדברים הבאים:

"ת. אני קונה בלימיט שאני אקבל את כל שארית הסחורה.
 ש. באיזה לימיט אתה צריך לקנות את מניית פרטנר לקראת
 השער הקובע שלא יהיו נמוכות מהשער שהמוצע של קניותך
 שפרטנר.

ת. זה תלוי בכמה פרטנר נסחרת, אם הייתה אזהרת רווח למשל
 והמניה הייתה נסחרת ב- 50% ירידה אז הייתי מפסיד על כל
 הקניות הקודמות שלי, והייתי מזרים הוראה שתלויה בשער
 המסחר הנוכחי."

(ת/9, עמוד 30 שורות 27-33).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

4. פעילות המעו"ף בסמוך למועד החלפת מניות המדד, כאשר עליו לרכוש את הכמות הנותרת, הינה מוכוונת כמות ואיננה מוכוונת שער. דהיינו – במסגרת החלפת מניות שחקן המעו"ף שואף לפעול לרכישת מלוא הכמות על מנת שבמועד ההחלפה כמות המניות הנכנסות תהיה תואמת למשקולות שלהן במדד, ולמחיר המניה אין מבחינתו כל משמעות. כך באו הדברים לידי ביטוי בחקירתו של עד התביעה רוני בירם:

”ש: והאם נכון שמבחינת סוחר מעוף, ביום, אני מדבר עכשיו כדוגמה של החלפת מניות, המטרה העיקרית שלו היא להגיע לכמות של איזון אותה מניה בתוך הסל.

ת: נכון.

ש: ומה שחשוב לו זה הכמות ולא המחיר.

ת: בהחלט.”

(פרוטוקול דיון מיום 26.10.06 ח.נ עמוד 63 שורות 14-18)

וכך בחקירתו של העד בועז דורי:

”ש. וגם פה (הכוונה בהליך של החלפת מניות – י.מ) מה שחשוב ומה שמעניין אתכם ובראש מעייניכם, זה הכמות של המניה הנכנסת.

ת. נכון.

ש. ולא מתעניינים במחירים.

ת. נכון.

ש. מבחינתכם, אתם חייבים לקנות את אותה כמות על מנת להחזיק בהרכב העדכני של הקרן וכפי שאמרת גם פה וגם בהודעתך מספר פעמים רב, למחיר אין כל משמעות.

ת. נכון.”

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 37 שורה 24- עמוד 38 שורה 4)

5. בבורסה בארה"ב מוכרת פקודת קניה ומכירה המכונה: "Market Order" שמשמעותה ביצוע הפעלה ללא הגבלת מחיר.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

מאחר ובבורסה בתל-אביב לא ניתן להעביר פקודה כזו (הגדרת "פקודת שוק" בישראל שונה מהגדרתה בארה"ב), מי שמוכוון כמות (כמו אופמת) ייתן כאמור הוראות בלימיטים גבוהים שמשמעותם דומה לפקודת שוק.

6. עד התביעה **בועז דורי**, ציין בהודעתו ת/118 כי מתן פקודות בלימיטים גבוהים בנסיבות העניין, קרי החלפת מניות, נועדה לשם קבל הכמות והנה בבחינת "מרקט אורדר":

- ש" עכשיו תראה בבקשה, דיברת קצת גם בחקירה לחברי על הלימיט הגבוה שנותנים ביום פקיעה או ביום החלפה של מניות כשרוצים לקבל את הסחורה.
- ת. כן.
- ש. אתה יכול להסביר מדוע עושים את זה? אתה קראת לזה מרקט אורדר בחקירה.
- ת. כן, עושים את הפעולה הספציפית הזאת בעצם בשביל לקבל את כל הנפח שאתה מעוניין בו, את כל הנפח של המניות,
- ש. את כל הכמות.
- ת. את כל הכמות, את כל הנפח, את כל הכמות.
- ש. כי ככל שתיתן לימיט יותר גבוה יש לך יותר סיכוי שהעסקה תתבצע, נכון?
- ת. נכון.
- ש. וכשהוצג לך בחקירה הלימיט הזה שניתן כאן, אז אתה אמרת "בעיניי זה מרקט אורדר, כלומר תקנה לי בכל מחיר". מה זה מרקט אורדר?
- ת. מרקט אורדר לפחות בחו"ל זה בלי הגבלת שער בכלל. אבל בשערים כאלה גבוהים אני חושב שזה בהתייחסות,
- ש. אז אתה מתייחס לזה כאילו שזה מרקט אורדר, נכון?
- ת. נכון. בדיוק.
- ש. אתה אומר שהמשמעות של מי שנותן לימיט כזה, הוא בעצם אומר תקנה לי בכל מחיר.
- ת. כמו שזה היה 35 אחוז ואז זה היה 15, זה אותו דבר לגבי,



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ש. ולמה הוא אומר תקנה לי בכל מחיר? כי הוא רוצה את הסחורה.

ת. הוא רוצה את הכמות, כן. (פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 64 שורות 3-23)

6. עד התביעה, אורן פרלי, אשר כידוע היה שותף להעברת ההוראות הנ"ל בזמן אמת, הבהיר כי גם להבנתו לימיטים אלו נועדו לשם קבלת הכמות:

”ש. עכשיו, בהקשר הלימיטים. אני אבקש להראות לך שהציגו לך בחקירה, שאלו אותך, למה ניתנו הפקודות בלימיטים האלה. ואמרת, אני מניח שזה בגלל שבביל לקבל את הסחורה. ובהמשך: כאשר עשית את הניסוי, לא שאלת מה הלימיטים האלה? ואתה אומר: כי היה ברור לי שזה בבביל לקנות את הסחורה. ושואלים אותך גם: אם צריך את הסחורה, אז בכל זאת יש פה עניין של המחיר? ואתה אומר: היו השערות שלי, שאני חשבתי שהם עושים, אני יודע שאם צריך את הסחורה, אז המחיר זה לא שיקול, ובמיוחד שאתה עובד בהיקפים כאלה. כלומר, אלה הדברים שאתה חשבת, כשהוצגו לך הלימיטים האלה. אתה מאשר?

ת. כן.”

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06 עמוד 138 ש. 8-18).

7. העדיפות שיש למשקיע לרכוש את הכמות המבוקשת על פני משקיעים אחרים תלויה בשני פרמטרים: גובה הלימיט וסדר הפעולות (העיתוי), כאשר הפרמטר הראשון של הלימיט הינו בפועל החשוב והדומיננטי (בעוד הפרמטר השני נכנס לתוקף רק כשמדובר בהוראות בלימיטים זהים, ואז יש יתרון לפקודה הראשונה מבחינת העיתוי).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

8. עניין זה נדון והובהר בניתוח פעילות הנאשמים בימי הפקיעות וניתוח זה יפה ונכון גם לענייננו (בשינויים המתחייבים מהשוני הקיים באלגוריתמים של המסחר בשלב הטרם פתיחה לבין זה הקיים במסחר הרציף).

9. עד התביעה אורן פרלי, אישר בעדותו מספר רב של פעמים כי מתן פקודות בלימיט מקסימאלי או בלימיטים גבוהים הנה דרך פעולה המאפיינת שחקני מעו"ף בימי פקיעה ובימי החלפת מניות – ימים בהם ישנה פעילות אינטנסיבית בשוק, המתבצעת על ידם במטרה לקבל את הכמות לה הם זקוקים לאיזון הסל, ולא משום שהם סבורים כי ערכן הכלכלי של המניות מצדיק מתן פקודה בלימיט שהנו משמעותית נמוך/גבוה מהלימיט בו הן נסחרות:

”ש. אולי באמת כדי להבהיר, דיברנו על הסל best וזה שאתה

נותן את הפקודות ב- best limit פלוס 15% נניח באותה עת

בימי פקיעה, זה לא בגלל שאתה חושב שיש לזה הצדקה

כלכלית. כלומר, אתה לא חושב, היום קרה, פרץ שלום

ולכן כל המניות צריכות לעלות ב- 15%, נכון?

ת. נכון.

ש. אלא משום שזאת דרך הפעולה ביום פקיעה. אתה רוצה

לקנות את הסחורה בעצם,

ת. כן.

ש. זו הסיבה למתן ה- limit הגבוה.

ת. נכון.”

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 118 שורות 17-26).

10. עד התביעה בועז דורי אף הוא אמר דברים ברוח זו לעניין השימוש במתן פקודות בלימיט מקסימאלי לשם השגת הכמות בימי פקיעה:

”ש. מתן פקודות קניה בבסט זה דבר שקיים?

ת. בהחלט, אני בכל פקיעה פועל בצורה הזאת.

ש. תסביר.

ת. או.קי, בפקיעה הלימיט שיש לי על קניה ומכירה של סלי

מניות הוא פלוס או מינוס 35 אחוז.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

- ש. היום, אז היה 15.
- ת. יכול להיות, אני לא זוכר.
- ש. אז למה אתה נותן בבסט?
- ת. כי אני רוצה או לקנות או למכור את מלוא הסחורה.
- ש. אתה רוצה להשיג את הכמות שאתה רוצה.
- ת. נכון, אני רוצה למכור את מה ש,
- ש. וכמו שאמרנו, לא מתעניין במחיר.
- ת. לא, לא מעניין אותי."
- (פרוטוקול דיון 16.10.06, עמוד 34 שורות 15-27).

פיצול הפקודות:

1. לקראת השעה 12:00 בצהריים, ולאחר שערכו תחזית צפויה של התפתחות השוק באותו יום, העריכו הנאשמים כי בסמוך לסיום המסחר יתנו הוראת רכישה של מלוא הכמות הנדרשת (158,000 ע.נ.) בלימיט של 19%+.
2. בהמשך היום, לקראת השעה 13:00 בצהריים שינו דעתם, בהיות המסחר במנייה מסחר ער, ולאור העובדה ששערה של המנייה "זחל" כלפי מעלה. במצב דברים זה, הוחלט כי לגבי חלק קטן יחסית של הכמות יש לתת לימיט גבוה יותר כדי להבטיח הרכישה, כפי שעמד על כך נאשם 2 בעדותו:

ש" : מה קרה בין לבין ומה,

ת : כמו שאמרתי מקודם, המסחר היה מאוד ער ומשעה לשעה שהסתכלת, המניה המשיך לעלות בעוד אחוז ועוד אחוז, ופתאום בתחושה, אני לא יודע כאילו אם המניה ממשיכה ככה, אז אתה לא יכול לדעת איפה זה, איפה זה יגמר. אולי בסוף היום? כשיגיעו כל הרוכשים של תעודות הסל ושל העוד מתחרים שלנו פעילי מעוף, האם תשעה עשר אחוז זה מספיק? ואז החלטנו בעצם שלפצל את ההוראה, ולפחות על כמות חלקית מתוך המאה חמישים ושמונה אלף, נדמה לי שפצלנו את זה למאה שלושים אלף ערך נקוב, ועשרים



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ושמונה אלף שקל ערך נקוב. את העשרים ושמונה אלף ערך נקוב החלטנו לשדר בלימיט של ארבעים ותשעה אחוז. כלומר שאם אנחנו מניחים שאם באמת את כל השכבות האלה עד תשעה עשר אחוז עליה, אבל אחת השכבות האחרונות שמקבלת תהיה למשל בעשרים ושלושה אחוז עליה, אז עדיין שנוכל לקבל את הכמות המקסימלית, וככה אנחנו בעצם ממקסמים את ההסתברות שנקבל את הכמות המקסימלית ברכישה הזו.

ש : ומה קרה בעצם בין שתים עשרה ל-13:07 שגרם ל,
ת : שוב אני אומר, היתה עליה של אחוז, אחוז וקצת במניית פרטנר. בהערכה שלנו היה פשוט שההלך רוח הזה ימשיך עד, עד ל-4:44."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 119 שורות 5-20).

3. כפי שהבהיר נאשם 3 בעדותו, הלימיטים שהוכנסו בניסוי הנם לימיטים אשר ביטאו את הערכתם אודות מצב השוק כפי שסברו שישורר לקראת סיום המסחר - הערכה המבוססת על בסיס הנתונים שהיו ידועים להם ועל ניסיונם - והעובדה שהפקודה שהועברה בסופו של דבר תאמה לפקודה שהועברה בשעת הצהרים במסגרת "הניסוי", הנה אך בגלל שהשוק התפתח בהתאם לציפיותיהם :

ש" : לא, ברור. אני אומר, אתם החלטת לעשות את הניסוי הזה בסוף ורואים שבסוף זה ההחלטה שעשיתם. בשלב הזה גמלה בלבכם החלטה לתת limit של פלוס 49% וההחלטה הזאת ניתנה כאשר השער בשוק היה שער של 2699. כלומר ההחלטה שלכם היתה לתת ב- limit של פלוס 40% ביחס למה שראיתם כשהחלטתם, שזה מה שהיה בשוק, נכון?
ת : אנחנו החלטנו את ההחלטה ביחס למה שהערכנו שיהיה ב - 16:44 לא ביחס למה שהיה -



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ש : נכון, אבל בשלב הזה זה מה שראיתם, עסקה אחרונה שראיתם היתה 2699, נכון?
 ת : כשמישהו צריך להחליט משהו בעתיד יש לו הערכה לגבי העתיד ולפי ההערכות האלה הוא פועל, לא לגבי המצב -
 ש : על בסיס מה הוא מקבל את הערכות?
 ת : על בסיס כל מה שהוא יודע וההערכות שלו והניסיון שלו"
 (פרוטוקול דיון מיום 22.4.07, עמוד 54 שורות 6-17).

4. הנאשמים צפו כי פקודה בלימיט גבוה תגדיל בצורה ניכרת את סיכוייהם לקבל את הכמות המבוקשת, אך יחד עם זאת, מאחר ובספר הפקודות יהיו היצעים רבים - שכבות של הצעות מכירה עם לימיטים נמוכים מ- 3785 - הפקודות שלהם "תבלענה" בשכבות והקניה בפועל תתבצע בשערים נמוכים בהרבה מהלימיט.

5. בעדותו, הבהיר **נאשם 3** כי הצפי שלו לקיומן של שכבות רבות של מוכרים ביום החלפה בכלל, ובעניינה של פרטנר בפרט התבסס על שלושה:
 ראשית, כל הפעילים בשוק יודעים ומודעים לקיומה של החלפה, וכי שחקני המעו"ף חייבים לבצע קרי, לרכוש את המניות שנכנסות ולמכור את היוצאות, ולפיכך יהיו מעוניינים לנצל זאת באופן שיזרימו היצעים לשוק.
 בעניין זה ניתן להפנות לדבריו של **גיל ארז**, ששימש באותה עת מבצע בחדר מסחר בבנק איגוד, מהם עולה כי הצפי בשוק היה כי פעילי המעו"ף ירכשו את מניית פרטנר, מכיוון שהם צריכים את המניה לאור כניסתה למדד:

"ש : ואתה גם אמרת שהנחת, אמרת את זה בחקירה ניחשתי, שחקני המעו"ף יקנו פרטנר באותו יום, וכל בוקר דיברנו בחדר העסקאות, שהחברה של המעו"ף צריכים לקנות פרטנר כי היא נכנסת למדד באותו יום או ביום למחרת, ותיארנו לעצמנו שכולם יקנו פרטנר מתי שהוא באמצע היום או בסוף היום?"

ת : נכון.

ש : וזה מה שדובר ביניכם שם?



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ת : כן.

(פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 58 שורות 18-24).

שנית, כפי שפרופ' האוזר ציין, מחירן של מניות שעתידות להיכנס למדד בדרך כלל עולה. לפיכך, ניתן לצפות כי משקיעים ירכשו מניות אלה מראש ויציעו אותן למכירה בסמוך למועד קביעת השער ביודעם כי יהיו רוכשים במחיר גבוה שכן שחקני המעוף חייבים לרכוש אותן ואינם מתעניינים במחיר המנייה.

שלישית, בהיות מניית פרטנר מנייה דואלית הנסחרת במקביל גם בארה"ב, סביר להניח שגם ארביטראז'רים, שפועלים על פערי מחיר בין מחירי המניות בארץ למחירן בארה"ב, ינסו לבצע ספקולציות באופן של מכירת המנייה בשער גבוה משערה בארה"ב והתכסות עליה בארה"ב (ראה פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 25 שורות 1-17).

6. כבר בהודעתנו ת/9 התייחס נאשם 3 לעניין זה וטען, כי חרף העובדה שעל המסך ניתן לראות את שלוש השכבות הטובות ביותר, הם הניחו כי ביום זה תהיינה שכבות רבות של מוכרים, וכי פקודתם "תבלע" בשכבות אלו:

"ש. וזה נותן לך לגיטימציה להריץ את המניה.

ת. לא הרצתי את המניה ובטח לא ידעתי לאן היא תגיע כי בבוק יש רק את 3 השכבות הראשונות.

ש. מה חשבת, שתכניס הוראת קניה בלימיט עצום, שלא ימכרו לך?!

ת. אני לא זוכר מה חשבת. אם אתה שואל מה הנחתי, הנחתי שיהיו שכבות מוכרים שאני אכנס לתוכם."

(ת/9, עמוד 21 שורות 9-13).

7. פרופ' קלעי תומך ומאשש את עמדת הנאשמים לעניין הצפי לקיום מחזורי מסחר גדולים ולהיצעים גדולים בספר הפקודות, קרי - שכבות של הצעות מכירה עם לימיטים סבירים (ראה לעניין זה – נ/47, עמוד 56 סעיף 183-185).

עדי התביעה אורן פרלי ורוני בירם מאשרים אף הם תיזה זו.

רוני בירם :-

"ש: אני כן מבקשת להציג לך כאן על סמך ההיכרות והניסיון

שלך בשוק המעוף, שהשוק יודע שכשמניה נכנסת למדד



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

אז יש שחקני מעו"ף שחייבים לקנות אותה בעצם כמעט בכל מחיר, כפי שיש אחרים שצריכים למכור אותם, מי שמחזיק בשורטים, והיינו מצפים שיהיו מה שנקרא הרבה שכבות על המסך. כלומר שיהיו הרבה מוכרים שמוכנים למכור את המניה גם במחירים גבוהים, משום שהם יודעים ששחקני מעו"ף חייבים לקנות, והם מוכנים לשלם מחירים גבוהים כדי לרכוש את המניה, נכון?

ת: היה אפשר לצפות את זה."

(פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 30 שורות 1-8)

8. **נאשם 2** אף הוא עמד בהודעתו **1/ת** על כך שלא העריך כי הוראתו תתבצע בעליה של

+49%, והסיכוי שכך יקרה היה סיכוי אפסי:

"ש. כשאתה נתת את ההוראה אתה טוען שאתה לא הערכת

שהמניה תעלה עד +49%.

ת. נכון.

ש. אבל היה סיכוי כזה.

ת. סיכוי אפסי.

ש. ועובדה שזה קרה.

ת. גם טיל אוקריאני יכול להפיל מטוס. גם זה קרה"

(1/ת, עמוד 22 שורות 11-16).

9. **אורן פרלי**, אשר היה שותף ועד בזמן אמת לאירועים, אישר גם הוא כי סברו כי ההוראה

תבלע באחת השכבות ולא ירכשו את המניות בעליית שער של +49%:

"ש. האם אתה מסכים אתי שגם ההוראה בקשר לפרטנר, של

פלוס 49, אף אחד לא חשב שזה ייגמר בפלוס 49. זה היה,

הייתם משוכנעים שזה ייבלע באחת השכבות.

ת. סבירות מאוד גבוהה שזה,

ש. בקשה?



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ת. חשבנו ככה, כן".

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 91 שורות 4-9)

10. הוכחה נוספת לכך כי קיומן של שכבות היצע רבות ביום זה וקליטת כל הכמות המבוקשת ללא שינוי דרסטי במחיר המניות אינה תיאורטית והנה בבחינת ציפייה סבירה והגיונית, ניתן למצוא במצב השכבות שהיו במניות המתחלפות האחרות, כעולה ממוצגי ההגנה נ/43-46 וכפי שהבהירו זאת הנאשמים 2 (פרוטוקול דיון מיום 14.3.07, עמוד 22, שורות 18-29) (פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 36 שורות 13-37).

11. גם פרופ' קלעי מתייחס לנקודה זו בחוות דעתו בציינו כי "פקודות דומות אשר שוגרו על ידי חברת אופמת ושחקנים אחרים למניות האחרות אשר הצטרפו למדד ת"א-25 (מבני תעשייה ומניית בינלאומי 5.9) "נפגשו עם היצע גדול, אשר בלם את עליות המחיר".

(נ/47, עמוד 57 סעיף 186 + טבלה 17 בעמוד 79).

כפי שהסביר פרופ' קלעי בחוות דעתו, בשוק משוכלל גם פקודה אגרסיבית ביותר לקנות תפגוש מוכרים במחירים סבירים, בשוק שכזה "האינטרסים של המוכרים ימתנו את עליות המחירים הגלומות בפקודות קניה אגרסיביות, והקונים ימתנו את נפילת המחירים" (נ/47, עמוד 58 סעיף 190).

מסקנתו של פרופ' קלעי מהאמור הנה כי "תהיה זו ציפיה סבירה של חברת אופמת שפקודת הלימיט שלה תענה במחירים נמוכים" (שם).

משכך, עליית שיערה של מניית פרטנר לשער 3785 נבע מהיעדרותן של שכבות מוכרים בניגוד גמור למצופה, כפי שהוא ציין בחוות דעתו:

"המקרה של חברת פרטנר שונה רק בדבר מהותי אחד [בהשוואה למניות המתחלפות האחרות באותו מועד] - מחיר השוק עלה ללימיט המקסימאלי.

מסקנתי ברורה - עליית המחיר החדה של מניות פרטנר ל-3785 נבעה מחוסר מפתיע במוכרים".

(נ/47, עמוד 57 סעיף 188).

בחקירתו הנגדית התייחס פרופ' קלעי לסוגיה וראה בתופעה החריגה שארעה בקשר עם מניות פרטנר "כשל שוק" (24.6.07 עמוד 21 שורה 21 שורה 23 - עמוד 22 שורה 26).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

12. אשר למצב ה"בוק" בעת ששיגרו פעם נוספת את ההוראה בלימיט 49%, הנאשמים טענו לכל אורך הדרך, כי עקב עיכוב שחל במערכת המחשוב לא ראו בזמן אמת במחשב קיומה של שכבה אחת בלבד כאשר שוגרה (בשנית) ההוראה בלימיט +49%.
כך התייחס נאשם 2 לנושא:-

ת"ת : מה שקורה באותו רגע, זה מתחיל מאותה נקודה שבאמת דיברתי עליה, שברגע שאמרתי לאורך לשדר, והסתכלתי על המסך של רונן ראיתי שמונה אחוז עליה. עכשיו מה שאני חשבתי באותו רגע שבכלל לא שדרנו. זאת אומרת שלא שדרנו לא את התשע עשרה ולא את הארבעים ותשע, שמה שנתקע זה שתי הפקודות. בגלל זה הסתכלתי על המסך של אורן וראיתי את אותה קוביה שהיה כתוב עליה נא להקליד את הלימיט. ראיתי שהלימיט שהיה צריך להקליד, זה שלוש שבע שמונה חמש. הקלדתי שלוש שבע שמונה חמש, שדרנו אורן או אני, ואז, המשכנו להסתכל על המחשבים, ועדיין לא ראינו איזה שהוא איתות לגבי הביצועים שלנו, או לגבי שער הסגירה במנייה, או לגבי המסחר במניה באותו שלב."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 135 שורה 23 – עמוד 136 שורה 3).

ונאשם 3:

ש"ש : גולן סיפר במסגרת העדות שלו שאתם בפועל לא ראיתם בזמן אמת מה קרה להוראה שהיא הועברה על ידכם. האם היא בוצעה, לא בוצעה, בוצעה בצורה חלקית? מאחר וחל איזשהו עיכוב או בשיגור הנתונים, בעיבוד הנתונים או הצגתם? מה יש לך לומר על הטענה הזאת בתור מי שהיה שם?

ת : טוב, אני הסתכלתי על מסך המגמה. המסך הזה המסך קפא, כמו שאמרתי בהודעה שלי אני חושב די הרבה פעמים, המסך קפא. לא ידענו אם ההוראה של ה- 49



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני : כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך : 15/04/2008

שוגרה, לא ידענו אם ההוראה של ה- 19 שוגרה. היה פה איזה עיכוב שאני מבין פה מהניתוח של ההקלטות בדיעבד שהיה כשל של חצי דקה.

ש : ומה יש לך לומר על הטענה שההוראה שלכם של המאה שלושים אלף נקוב פשוט בעצם ניקתה את שכבות המוכרים או חלקם ובזמן שעברה הוראה של 28,000 ע.נ. היתה שכבת מוכרים אחת על המסך?

ת : בדיעבד אחרי שהסתכלנו ב- ת' האלה, ת/33.

ש : כן.

ת : אז אחרי שהסתכלנו על זה, זה עובדתית נכון. ואני רוצה להדגיש שזה בדיעבד, אנחנו לא ראינו את זה בזמן אמת.

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 31 שורה 208 – עמוד 32 שורה 4).

12. אני מאמין כי גירסתם זו של הנאשמים בדבר תקלה במערכת המחשב שלא אפשרה להם לראות כי קיימת רק שכבה אחת בשלב שגור הוראת הקניה בלימיט +49 הינה גרסת אמת. היא נתמכת הן בדברי הנאשמים בחקירותיהם ברשות לניירות ערך (ת/1, עמוד 18, שורות 21-23 ות/9 עמוד 25 25, שורות 4-7) והן בתמליל השיחה ת/111א' ממנו עולה כי גולן שואל את גיל מבנק אגוד שאלות בזמן אמת ["גולן ברקע: שידרנו?... גולן: אספו את פרטנר?"] המוכיחות שלא ראה באותן שניות דבר במסכים שלהם, מה שיצר בלבול וחוסר ודאות. עמד על כך נשאל 2 במסגרת עדותו :

ש" : למה אתה שואל אם שדרנו?

ת : כי אני יודע שלחצנו אינטר על שדר, ואני רואה שהמניה בשמונה אחוז עליה, זה כמו בדיוק אותו דבר, כמו שעורכי הדין מהתביעה הופתעו, האם המניה ירדה אחרי זה. בדיוק אותו דבר אני הופתעתי. האם המניה ירדה מפעולה שלך שבאת לקנות? האם המניה ירדה? הופתעתי בדיוק באותה מידה. כשאני מדבר על הפתעה, על זה אני מדבר.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ש : ולמה אתה שואל אם אספו את פרטנר? זה שוב דבר שאתה אמור לראות לפחות במסך מגמה?
 ת : כי אני לא רואה את זה. אני לא רואה את זה ואני רואה פה מההקלטות רק שלושים ושתיים שניות אחרי תום המסחר אני רואה את זה."
 (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 137 שורות 19-28).

14. גם עד התביעה אורן פרלי, שישב בחדר עם הנאשמים בעת האירועים והיה שותף להעברת הפקודות בפועל, מאשר קיומה של בעיה במחשב באותם הרגעים, אשר הובילה לכך שלא ניתן היה לראות את מצב השכבות הן במחשב המסחר והן במחשב המגמה :

ת"ת : שוב, לא היינו בטוחים אם העברנו את הנייר או אם יש לנו עדיין זמן להעביר או שהנייר עדיין עומד שם.
 ש : הבנתי. ואתם, אצלכם בחדר, איך אתם עקבתם אם העברתם או לא, אתה זוכר?
 ת : זהו, שגם אני ניסיתי אחרי שהעברנו את ההוראה, לצאת מהחלון או שיש איזה מצב שאתה עושה רענון כל הזמן למערכת, או שאתה רוצה לראות אם זה עבר. וגם במגמה אולי הייתה איזה בעיה, הוא נתקע. אז לא ראינו ממש אם הנייר, מה עשינו שם."
 (פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 45 שורות 20-25).

15. עד התביעה אורן פרלי, אישר בעדותו את טענת הנאשמים כי לא חשבו ששער מניית פרטנר יעלה ב- 49% (פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 91 שורות 4-9), ובוועד דורי סיפר בהודעתו ואישר זאת גם בעדותו, כי ברגע שהתחוויר כי פרטנר נסגרה בעלייה של 49%+, הייתה פליאה גדולה של כל הנוכחים בחדר וכי הוא זוכר פרצופים המומים :
 "עו"ד גז : ברגע שהשער של פרטנר נקבע על 49 אחוז.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ת. אני ישבתי בצד השני של החדר. מה שאני זוכר ברגעים האלה זה היה הרבה פליאה, כאילו זה היה מאוד מפתיע.

”

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 9 שורות 7-9).

ובחקירתו הנגדית:

”עו”ד אדרת: טוב, אבל לגבי עצם ההפתעה תסכים איתי

שההפתעה היתה של כל מי שהיה בחדר.

ת. אמרתי, אני חושב, בתחקיר, אם אני לא טועה,

ש. בהודעה.

ת. שהיתה פליאה בחדר.

ש. אתה אומר כך, כששואלים אותך ”כשראית על

המסך 50 אחוז”, שואל אותך החוקר, ”אז מה

אמרת?” ואני מצטט מעמוד 18 שורות 26 עד 31

להודעה שהוגשה: ”וואו, לא יאומן, אף אחד לא

האמין למספר הזה, זה לא יכול להיות”. זאת

הגדרה נכונה?

ת. כן.

ש. ”אני זוכר שהסתכלתי על זה והייתי בהלם”.

ת. כן.

ש. זאת אומרת זה היה משהו יוצא דופן שאתה לא

חשבת שיכול לקרות דבר כזה.

ת. נכון.

ש. כדי להשלים את התמונה, אז בעמוד 34 משורה

33 אתה אומר כך: ”היתה המון פליאה, הרבה

מאוד פליאה של כל הנוכחים, זוכר פרצופים

המומים, אני זוכר את זה כתמונה, זה מה שאני

זוכר. כולם התפלאו, כולם היו המומים, אף אחד

לא האמין שהשער ייקבע על פלוס 49”.

ת. נכון.”



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

(פרוטוקול דיון 16.10.06, עמוד 41 שורות 12-30)

ההודעה על עסקאות שגויות:

1. על פי תקנון הבורסה במקרה של תנודה של מעל 12% לבורסה סמכות להודיע על עסקה שגויה ולבטל את העסקאות (להלן: "עסקה שגויה") וכך היא עשתה בעניין שלפנינו. מאחר ואופמת היתה מעורבת בפעילות בפרטנר וסביר היה להניח כי המדובר בפקודה שנתנה, ביקש גולן מעו"ד טל בננסון (חבר אישי שלו, שאף סיפר לו כי טיפל בעבר בעניין של עסקה שגויה מול הבורסה) ליצור קשר מידי עם הבורסה ולהודיע כי הפקודה היא של אופמת וכי מבחינתה העסקה איננה שגויה, וכלשונו של נאשם 2:

"ש : ומה אמרת לעו"ד טל בננסון?

ת : אמרתי לו שאנחנו שידרנו הוראה ב-49% עליה, נקבע

שער ב-49% עליה ועכשיו יצאה הודעה של עסקאות

שגויות, ומבחינתנו העסקה לא שגויה."

(פרוטוקול דיון מיום 14.3.07, עמוד 35 שורות 8-10).

2. נאשם 3 התייחס בעדותו לעניין ההודעה אודות עסקאות שגויות בפרטנר והסיבות שהובילו אותם לפנות לבורסה ולהודיע כי מבחינתם העסקה איננה שגויה כדלקמן:

"ת: ... אנחנו סברנו באותו זמן שהפקודות שלנו עוד פעם היו

טובות ומקצועיות וכלכליות וכו'. זה מה שהתקשרנו

להגיד לבורסה, מבחינתנו אנחנו קונים מרצון מה

שנקרא ..."

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 39 שורה 29 – עמוד 40 שורה 1).

3. מהתנהגות הנאשמים בעקבות הודעת הבורסה על "עסקה שגויה" לא רק שלא ניתן להסיק מסקנות לחובתם, כפי שמבקשת התביעה אלא ההפך הוא הנכון - ניתן ללמוד מכך על תום לבם ועל אמונתם הכנה והאמיתית כי הפקודות שניתנו היו נכונות, מקצועיות וכלכליות, הגם שהובילו לתוצאה בלתי צפויה ובלתי רצויה.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

4. אני בהחלט תמים דעים עם טיעוני ההגנה ולפיה לו היו הנאשמים סבורים כי פעלו בדרך בלתי לגיטימית משפטית ובלתי סבירה כלכלית, הרי צריכים היו לתפוס בשתי ידיים את ההזדמנות של הודעת הבורסה על עסקה שגויה, לטעון כי טעו ובכך לסיים את הפרשה! ויודגש! כפי שציין **שלמה פרידמן** מהבורסה לניירות ערך, מתן פקודה בלימיט גבוה מחמת טעות ובקשה לביטולה, הנו בהחלט דבר שקרה וקורה במסחר:

"ת. ... עליה מאוד חזקה עם עסקה שגויה, זה משהו שקרה עד אז, קרה גם הרבה מאוד מאז. מישהו קונה בטעות במחיר גבוה ובדרך כלל גם מבקש לבטל את העסקה."
(פרוטוקול דיון מיום 23/4/06, עמוד 6 שורות 19-21).

5. הייתכן כי אדם שפעל בדרך ובכוונה פלילית ונתפס בקלקלתו לא יתפוס בשתי ידיים ויאחז בכל הזדמנות כדי להיחלץ, במיוחד כאשר שמים לפניו על מגש של כסף את הסולם לרדת מהעץ?! ניסיון החיים, השכל הישר וההיגיון אינם מותירים ספק בנושא זה!

6. בעקבות שער הנעילה הגבוה של פרטנר, נוצרה לאופמת חשיפה כפולה: האחת - כ- 100,000 ע.ג. שורט בפרטנר, אותם עליהם לרכוש בין בשוק הישראלי ובין בשוק האמריקאי.

השניה - בעקבות ההחלפה והשער שנקבע נותרה אופמת בשורט בנכס הבסיס (שכן מדד המעוף החל להתנהג לפי הרכב המניות החדש), והיה צורך לקחת שורטים בחוזים על נכס הבסיס החדש שנוצר בעקבות העלייה בשער.

7. אשר להתכסות על השורטים, ניתנה הוראה על ידי נאשם 2 לאיתמר עדן למכור חוזים והוא החל לעשות זאת בסביבות השעה 16:48 (פרוטוקול דיון מיום 14.3.07 עמוד 31 שורה 7- עמוד 32 שורה 2).

ובאשר להחלטה היכן לרכוש את יתרת המניות החסרה - בעקבות כל האירועים, עלית השער בצורה דרסטית, עריכת בירורים על הכמות החסרה, התדהמה וההפתעה, ובהמשך ההודעה של הבורסה על פעולה שגויה, החליטו הנאשמים לעצור, "לעשות חושבים" ולכלכל את צעדיהם בצורה מושכלת וללא לחץ.

יפים לעניין זה דבריו של **נאשם 2** בעדותו שלהלן:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ש" : אבל אנחנו לא מדברים על הבוקר, להזכירך אני מדברת עכשיו על הרבע שעה הזאת של הפליאה, של הלחץ, שבעצם אתם לא יודעים מה לעשות ואנחנו ראינו שדקה בשבילכם, בשביל שחקני מעו"ף כמוכם, זה זמן ארוך מדי. אתם יכולים להתקלח עשר פעמים ולעשות מניות מול חוזים. אבל פה רבע שעה שלמה אין לכם 99 אלף ערך נקוב כמות ואתם מתברברים.

ת : נכון מאוד. אבל זאת שאלה של גם דקה באיזו שהיא סיטואציה. דקה לפני הפקיעה זה באמת זמן שיש הרבה מה לעשות בו. עכשיו, אחרי שהמניה נכנסה למעו"ף, יש זמן טיפה לחשוב. כמו שהיה זמן לפני שהיא נכנסה, כמו שמה – 23 לחודש חשבנו לפני ועכשיו אנחנו חושבים אחרי מה לעשות.

ש : אבל זה כבר משהו אחר, מר כהן.

ת : אנחנו עכשיו בוחנים לראות איפה עדיף לנו לעשות את זה.

(פרוטוקול דיון מיום 27.3.07, עמוד 127 שורות 18-28).

7. זאת ועוד, כפי שבהיר רונן רשף בעדותו בפרק זמן זה היו מספר סיבות המסבירות את העובדה כי לא המשיכו לרכוש מניות עד סביבות השעה 17:00, וביניהן - הזמן שלקח עד שראו שלא קבלו את כל הכמות ב-19+, וכן העובדה שפעלו בשורטים בשוק האופציות :

ש" : שוב, אתה חוזר לזה שאתם לא הבנתם את זה מיד, המערכות שלכם לא עבדו, היה לכם בעיה ביכולת הבנת המידע באותו היום. בסדר. כמה זמן לקח לכם להבין את זה?

ת : שוב, היום אני לא זוכר. אמרתי בהודאה שלי, זה לקח כמה דקות, שוב אני לא זוכר לפני 17:00, אמרתי את זה בהודאה שלי. הופתענו בכלל שלא קיבלנו את ה-130,000



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

בפלוס 19. נכנסתי למסך המגמה לעסקאות היסטוריות לראות ממה זה נבע, סכמתי שם ראינו. באותו זמן לקחנו גם shortim בשוק האופציות. היתה איזושהי פעילות. אם אתה שואל אותי בדיוק היום אם לקחה עד 16:50, 52, 55, 57, היום אני לא זוכר."

(פרוטוקול דיון מיום 22.4.07, עמוד 114 שורות 12-20).

5. פקיעת מרץ 2001

הסנגוריה הצליחה לשכנעני כי קיימת סבירות ממשית שפעילות הנאשמים בימים הרלבנטיים לאישום השני - קרי ה- 28.3.01 וה- 29.3.01 - הונחתה ובוצעה משיקולים מקצועיים הנוגעים לליבת עסקיהם וקשורה ליחס שבין מחירי החוזים הקרובים והרחוקים לאורך החודש, יחס אשר עמד בבסיס פעילות הנאשמים ביום ד' ולפערי המחירים שבין מחיר המניות למחיר החוזים, עמדו בבסיס פעילות הנאשמים ביום ה'. לדידי, הסבר זה אינו פחות סביר מהתזה אותה מעלה התביעה. רצונם וכוונתם של הנאשמים היתה להשפיע על השער.

פעילות הנאשמים ביום ד' ה- 28.3.01:

1. הפוזיציה של חברת אופמת ביום ד' ה- 28.3.01 לקראת סיום המסחר ולפני שאופמת העבירה הוראותיה, מפורטת בחוות דעתו של פרופ' האוזר ת/16 **בנספח א'**
2. מניתוח גרף הפוזיציה הנ"ל, וכפי שאישר **פרופ' האוזר** בעדותו (פרוטוקול דיון מיום 27.12.06, עמוד 85, שורה 25) – אופמת היתה מצויה באסטרטגיה של אוכף הן בפוזיציה הכוללת את כלל הנכסים והן בפוזיציה הכוללת אך את האופציות שעומדות לפקוע במרץ. משמעותה של פוזיציה זו הנה כי רק בטווח שערים מסוים יהיה לאופמת רווח חיובי, וככל שמתרחקים מטווח שערים זה, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה, רווח זה הופך להפסד! פרופ' האוזר אישר את העובדה כי אסטרטגיה מסוג זה ננקטת על ידי **משקיעים הצופים תנודתיות קטנה יחסית במדד:**

"עו"ד אדרת : בחוות הדעת שלך, שמתחיל בעמוד 4 סעיף 1(12),

אתה מתייחס לנושא של אסטרטגיית אוכף. נכון?



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

- העד : נכון.
 עו"ד אדרת : אני רוצה לצורך המחשה להציג לך פה איזשהו גרף.
 כ.ה. קליין : מוגש ומסומן נ-16.
 עו"ד אדרת : הגרף הזה מסמן אסטרטגיית אופציה של מכירת אוכף נכון?
 פרופ' האוזר : כן.
 עו"ד אדרת : כאשר התווך שבין 429 ל-471 שמשומן בקו האדום, כן? ששיאו,
 העד : למה 420? רק שנייה.
 עו"ד אדרת : השיא הוא ב-2100? נכון?
 העד : כן. כן. אני חושב שכן. כן.
 עו"ד אדרת : במדד בין 429 ל-471 כשיהיה רווח ששיא הרווח י היה במדד 450.
 העד : נכון.
 עו"ד אדרת : נקודת 471 היא נקודת 0 וככול שהמדד יעלה יהיה הפסד.
 העד : איפה? עוד פעם. תחזור.
 עו"ד אדרת : בין 429 ל-471 יהיה רווח.
 העד : כן.
 עו"ד אדרת : שיא הרווח יהיה ב-450.
 העד : נכון.
 עו"ד אדרת : אני מדבר על מדד.
 העד : כן.
 עו"ד אדרת : אם המדד יעלה על 471 או ירד מתחת ל-429, יהיה הפסד.
 העד : כן.
 עו"ד אדרת : האסטרטגיה כזו ננקטת או מופעלת ע"י משקיע שצופה תנודתיות קטנה יחסית במדד. נכון?
 העד : נכון."

(פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 78 שורה 18 – עמוד 79 שורה 13).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

3. בנתוני הפוזיציה של אופמת ביום 28.3.01 – רק כששער המדד הוא בין 397-402 השווי נטו של כלל הפוזיציה – מקסימאלי ובמסגרתו צפויה אופמת להרוויח (וכששער המדד הוא בין 403 ל-412 התזרים שעתיד להתקבל מהאופציות שפוקעות (אופציות מרץ) הנו מקסימאלי).
4. גרסת הנאשמים – בדבר רצונם להקדים קניות הנה גרסה הגיונית וסבירה, אשר לא נסתרה, על ידי התביעה.
- כפי שהובהר על ידי הנאשמים בעדותם, חודש מרץ התאפיין בפער שבין מחירי החוזים שעמדו לפקוע באותו החודש (מחירי החוזים "לקרוב") לבין מחירי החוזים שמועד פקיעתם בחודש אפריל (מחירי החוזים "לרחוק"), באופן שהחוזים לקרוב היו זולים יותר. אי לכך, החליטו הנאשמים לנצל הפרשים אלו ולבצע גלגול, דהיינו לקנות חוזים לקרוב ולמכור חוזים לרחוק.
5. על רקע ביצוע רכישות החוזים לקרוב, שעתידים היו לפקוע ביום ה- 29.3.01, ידעו הנאשמים כי יצטרכו לרכוש מניות או חוזים או שילוב של השניים לשם התכסות בסכום משמעותי של 100 מיליון ₪.
- מאחר ופעילות גלגול שכזו הנה פעילות שגרתית וענפה בקרב פעילי שוק המעו"ף, העריכו הנאשמים כי גם משקיעים נוספים בשוק זיהו את פערי המחירים הללו, שבין החוזים למרץ לחוזים לאפריל, הניחו שגם הם יביצעו גלגול ולפיכך, יאלצו לבוא בקניות "טכניות" ביום הפקיעה לשם ביצוע ההתכסות. רכישות "טכניות" אלו שלהם ושל פעילי שוק מעו"ף אחרים, סברו הנאשמים, יגדילו את שער המדד ירד במהלך יום ד' ועמד על 391.38 עובר לפעילות אופמת, עובדה שאף היא הגדילה את הסיכוי ליצירת רווח בין מדד הסגירה של יום ד' למדד הפתיחה ביום ה'. עמד על כך נאשם 2 בעדותו.
6. בחוות דעתו, מאשר פרופ' קלעי כי מבחינה כלכלית, ניתן להסביר את בחירתו של פעיל בשוק המעו"ף להקדים קניות ליום רביעי. פעילותו של פעיל בשוק מעו"ף, מסביר פרופ' קלעי, במהלך החודש עשויה לספק אינפורמציה חלקית על תיקי ההשקעות של משתתפים אחרים בשוק זה. אינפורמציה כזו מאפשרת ניבוי מושכל של כיוון השוק ביום הפקיעה. אם יעריך פעיל בשוק המעו"ף כי מגמת השוק חיובית יתכן ויקדים וירכוש חלק מהכמות המבוקשת ביום רביעי. עם זאת, הוסיף פרופ' קלעי וציין - "יכולתו של פעיל בשוק



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

המעו"ף ללמוד על כיוון השוק ביום הפקיעה מוגבלת והחלטתו להקדים קניות יתכן ותוביל להפסדים" (נ/47, עמוד 32 סעיף 111).

ואכן, בשל הסיכון הקיים בהקדמת קניות (שמשמעותה הנה רכישת מניות ביום ד' מבלי להתכסות עליהן באופציות) הסבירו הנאשמים כי היא לעולם תעשה על ידם רק בחלק מהכמות, כאשר במקרה הנדון הוחלט על הקדמת קניות בהיקף של כ- 30 מיליון ₪ מתוך ה- 100 מיליון ₪ להם נזקקו לשם ביצוע ההתכסות וכך הסביר נאשם 2:

"ש : את כל הקניות תקדים ?

ת : לא, רק חלק. לעולם אני לא אקדים את כל הקניות כי הסיכון הוא עצום. זה סיכונים מאוד מדודים שצריך לקחת אותם,

ש : וכשאתה אומר אני אקדים קניות, נניח שאתה אמור להגיע לפקיעה ולקנות 100 מיליון שקל, אז זה אומר שביום רביעי כבר תקנה חלק מהכמות הזאת, סליחה ששמתי מילים בפיו, זה רק היה בשביל להגדיר.

ת : כן. אם החלטתי להגדיל את הקניות במניות, אז באמת חלק מאותם 100 מיליון שקל אני כבר אקנה יום לפני ואז אם הקדמתי וקניתי 30 מיליון שקל לפני,

ש : יישאר לך לקנות,

ת : בפקיעה יישאר לי לקנות רק 70 מיליון שקל.

ש : אז בוא נישאר בדוגמא של להקדים קניות ואני שאלתי לפני שהייתה כאן ההבהרה, מה השיקולים שיגרמו לך להקדים קניות? שוב, הלא בעיקרון אתה יכול לומר, אתה כבר יודע היום שמחר תצטרך לקנות 100 מיליון שקל, אז למה לא באמת היום לקנות כבר את כל ה-100 מיליון או חלק ממנו? בוא תסביר מה הנתונים שאתה צריך לראות מה העיניים ומה השיקולים,

ת : קודם כל למה אני לא אעשה את זה בכמויות עתק כמו 100 מיליון שקל? מסיבה מאוד ברורה. מהיום עד מחר יכולים לקרות המון דברים, הבורסות בעולם פתאום יכולות



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

להתמוטט ב-5% ויותר ואני לא יכול לצפות דברים כאלה,
אני רק יכול לצפות איזשהו עניין טכני קטן שקורה בין אותו
מדד פתיחה למדד סיום במידה וכל שאר העולם נשאר אותו
דבר."

(פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, עמוד 87 שורה 13 – עמוד 88 שורה 2).

7. במסגרת ניהול סיכונים, בחרו הנאשמים להיות חשופים להפרש בין שער הסגירה של יום ד' לשער הפתיחה של יום ה' אולם לא היו מעוניינים להגדיל את חשיפתם מעבר לכך בדרך של רכישה מוקדמת של המניות ביום ד', אשר הייתה מגדילה את חשיפתם לתנודות במדד המעו"ף מרגע הרכישה ועד לסיום המסחר ביום ד' ולפיכך הוחלט לרכוש את המניות לקראת סוף יום המסחר. דהיינו – הקטנת הסיכון הקיים ברכישת מניות מבלי שהם מכוסים עליהם בחוזים הוא שהוביל את הנאשמים לבצע את הקדמת הקניות בסמוך לתום המסחר, ולא במהלך אותו יום.

וכך באו הדברים לידי ביטוי בעדותו של נאשם 2:

"ש : עכשיו, אם אתה מחליט להקדים קניות או, סליחה לפני כן, אתה אומר אני מחליט להקדים קניות או מכירות, מתי תעשה את זה ביום רביעי?
ת : לקראת סוף המסחר כדי שלא תהיה לי חשיפה נוספת בין המסחר ביום רביעי לבין שער הסגירה ביום רביעי, שהחשיפה היחידה שלי תהיה בין שער הסגירה ביום רביעי לבין שער הפתיחה ביום חמישי. כמובן שהרצון שלי יהיה לקנות את זה במחיר הנמוך ביותר האפשרי ביום רביעי."

(פרוטוקול דיון 11.3.07, עמוד 88 שורות 19-24).

שיקולה של אופמת התחוויר בדיעבד כשיקול נכון ומוצדק, שכן בפועל המדד ירד במהלך יום ד' ולפיכך, רכישת המניות על ידם במהלך יום ד', במועד מוקדם יותר – כפי שהתביעה טוענת שהיה מצופה מהם לפעול - הייתה מובילה ליצירת הפסדים.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

מתן הוראות בלימיטים גבוהים

1. אין מחלוקת כי ההוראות שהועברו על ידי אופמת הועברו בלימיטים הגבוהים מהלימיטים ששררו באותה עת בשוק. הסיבה לכך, כפי שהסבירו הנאשמים, נעוצה ברצונם לקבל את הכמות, (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, ח.ר עמוד 17 שורה 19).
- יחד עם זאת, בשל התעבות שכבות ההיצע והביקוש האופיינית לימי רביעי שלפני פקיעה, הסביר הנאשם 2, יצאו הם מנקודת מוצא כי הוראות הרכישה שהועברו על ידם "יבלעו" בתוך שכבות היצע אלו, ולפיכך אף אם הוראתם תשתתף בקביעת השער, ברור כי הוא לא יקבע בלימיט שהוצע על ידם (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 16, שורות 8-17).
2. כעולה מהגרף המתאר את פוזיצית האוכף בה הייתה מצויה אופמת ביום זה (ת/16 – נספח א') עליה של 5% ויותר במדד הייתה גורמת לנאשמים להפסדים משמעותיים, ועל כן ברור כי זו לא הייתה כוונתם ומטרתם.
- על רקע רצון הנאשמים להקדים קניות מחד גיסא, וקיומו של סיכון הטמון בביצוע צעד זה מאידך גיסא, הוחלט על הקדמת קניות בכשליש מהכמות אותה סברו כי יצטרכו לרכוש למחרת היום, קרי בהיקף של כ- 30 מיליון ₪.
- בהיות הפעילות באותו היום ערה ביותר, ונוכח העובדה שעל המסך עמדו מוכרים די גדולים, סברו הנאשמים כי לא יתקלו בבעיות בקבלת כמות זו, וכפי שתיאר זאת נאשם 2 בעדותו:

"ת : בפועל ראיתי את שלוש שכבות המוכרים במניות ואת הפעילות בחוזים, באותו יום היתה פעילות מאוד ערה במניות, זה היה נראה שאין שום בעיה לקבל מניות של קניית מניות, מכיוון שעמדו מוכרים די גדולים על המסך, זה מה שראיתי, וההחלטה היתה לרכוש את אותם שלושים מליון שקל במניות. הבחירה להקדים את הקניות היתה אך ורק במניות, מיד אחרי זה עשיתי פעילות באופציות, אנחנו מיד נסביר עבור מה היתה אותה פעילות באופציות."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 15 שורות 3-11).

3. לטענת התביעה היקף ההוראות שהועברו על ידי אופמת ביום ה- 28.3.01 הנו היקף חריג המלמד על רצונם של הנאשמים להשפיע על שערי המניות ועל מודעותם לאפשרות כי ישפיעו על השער.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

לשם ביסוס טענתה זו הסתמכה התביעה על לת/6' – הוא נייר עבודה המתאר רכישה של סל מניות מעו"ף על ידי חברת אופמת ביום 25.7.01 (יום ד' לפני פקיעת יולי) בהיקף של כמיליון ₪, המשקף כ- 25 דלתאות ולדבריו של אורן פרלי במסגרת עדותו הראשית, המתייחסים אליו. 4. אורן פרלי, טוענת התביעה בסיכומיה, ציין כי פעולת רכישה זו הנה דוגמא לפעולת רכישה שגרתית של סל מניות והסביר כי רכישת סל גדול יותר היה מביא לרכישת המניות במחירים גבוהים יותר וכניסה לשכבות גבוהות יותר. לפיכך, טוענת התביעה, ברור היה לנאשמים כי מתן הוראות בהיקף של כ- 30 מיליון ₪ בהגבלת שער של 6.6% תוביל לעליית שערים משמעותית, לכניסה לשכבות גבוהות ולרכישה במחירים יקרים (סיכומי התביעה, עמוד 324-326 סעיף 6-12).

אני סבור שיש לדחות טענה זו. ראשית, העברת הוראות בסדר גודל של 20-25 דלתאות, עליה העיד אורן פרלי מתייחסת לפעילות הארביטראז' (מניות מול חוזים) שבוצעה על ידם, ולא להליך של הקדמת קניות שהינו שונה לחלוטין:

וכך באו הדברים לידי ביטוי בעדותו של הנאשם 3:

”ש : בסדר, אז בוא נראה הלאה. אורן פרלי אמר שאתם במסחר

הרציף נוהגים לתת הוראות בסדר גודל של 20, 25 דלתאות,

הוא אומר שדרך הפעולה הזאת שבה הוא עבד, כי הוא

העביר את ההוראות האלה, נעשה עפ"י הנחיות שלך, אתה

אמרת לו תקנה ואמרת לו גם כמה תקנה.

ת : זה כשעובדים מניות מול חוזים.

ש : כשעובדים מניות מול חוזים.

ת : בסדר, חשוב מאוד להבין את זה, מניות מול חוזים.

ש : מאוד, מאוד חשוב. כשאתם קונים בשוטף מניות מול חוזים,

אתם נותנים הוראות בסדר גודל של 20, 25 דלתאות, נכון?

ת : נכון.”

(פרוטוקול דיון מיום 2.5.07, עמוד 83 שורה 26 – עמוד 84 שורה 5).

שנית, כפי שהבהיר הנאשם 2 בעדותו, ביום זה ישנה הצטופפות של שכבות, ומכאן שניסיון התביעה להקיש מפעילותם ביום מסחר רגיל בנוגע להיקף הפעילות היא בבחינת עירוב של מין בשאינו מינו ואינו הוגן (פרוטוקול דיון מיום 25.3.07, עמ' 29, ש' 20- עמ' 30- ש' 8).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

5. בתום שלב המסחר הרציף עמד מדד ת"א על שער של 406.18 נקודות. עיון בת/16 נספח א' המתאר את הפוזיציה של אופמת ביום זה, מלמד כי מבחינת כלל הפוזיציה שלה (הגרף הכחול) הן במדד שהיה עובר לפעילותה של אופמת (391.38) והן במדד הנ"ל שנקבע לאחר פעילותה, לא חל גידול. מכאן שפעילות אופמת ביום ד' לא הטיבה את מצבה מבחינת כלל הפוזיציה.

קיומו של הסבר כלכלי לפעילות הנאשמים:

1. אין חולק על כך כי ההבחנה המרכזית בין פעילות לגיטימית ופעילות תרמיתית, היא מטרת הפעילות. כאשר מדובר במטרה הנגזרת משיקולים כלכליים אמיתיים הרי שמדובר בפעילות לגיטימית, גם אם תוצאותיה משפיעות על שערי המניות.
2. כפי שהובהר על ידי הנאשמים, פעילותם ביום ד' - 28.3.01 הייתה פעילות של **הקדמת קניות**, אשר התבססה על שיקולים כלכליים של הפקת רווח, אשר העריכו שיוכלו להפיק מההפרש בין מדד הסגירה של יום ד' למדד הפתיחה של יום ה'. הנאשמים התבססו בפעילותם הנ"ל על אינפורמציה רלבנטית הנוגעת למחירי החוזים לקרוב מול מחירי החוזים לרחוק במהלך חודש מרץ ועל מחירי החוזים והמניות ששררו באותו היום. דהיינו - אינדיקציות כלכליות ברורות הרלבנטיות לפעילותם של פעילי שוק המעו"ף הן שהובילו את הנאשמים להקדים קניות ולבצע רכישות אלו בעיתוי ובאופן בו בוצעו, אלא שהתביעה נמנעה מלבדוק אינדיקציות אלו.
3. אל מול גרסת ההגנה הנ"ל, שהנה מתקבלת על הדעת, עומדת גרסת התביעה שלא הוכחה כלל במידה הדרושה במשפט הפלילי, לפיה "אילו היו רוצים הנאשמים להקדים קניות הם היו פועלים באופן מדוד, בהדרגה ובלימיטים נמוכים, מבלי להסתכן ברכישת המניות ביוקר." (סיכומי התביעה, עמוד 334 סעיף 4).
4. פעילות באופן אותו מציעה התביעה היה חושף את הנאשמים, לתנודות השוק - חשיפה ממנה ביקשו הנאשמים להימנע. כמו כן, הצעת התביעה הנ"ל מבוססת על ניתוח האירועים בדיעבד, לאחר מעשה ועל סמך נתונים שלא היו ידועים לנאשמים בזמן אמת.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

יום ה' ה- 29.3.01 :

1. מניתוח גרף הפוזיציה שהובא לעיל בחלק א' להכרעת הדין, – אופמת היתה מצויה באסטרטגית אוכף הן בפוזיציה הכוללת את כלל הנכסים והן בפוזיציה הכוללת אך את האופציות שעומדות לפקוע במרץ (ת/16 עמוד 11 סעיף 4.3).
- כפי שהובהר לעיל, משמעותה של פוזיציה זו הנה כי רק בטווח שערים מסוים יהיה לאופמת רווח חיובי, וככל שמתרחקים מטווח שערים זה, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה, רווח זה הופך להפסד.
2. בנתוני הפוזיציה של אופמת ביום 29.3.01 – רק כשער המדד הוא בין 400-410 שוויה של כלל הפוזיציה – הינו מקסימלי ובמסגרתו צפויה אופמת להרוויח [וכשער המדד הוא בין 410 ל-420 התזרים שעתיד להתקבל מהאופציות שפוקעות (אופציות מרץ) הנו מקסימלי].
- לטענת התביעה לאור הירידות החדות שהתרחשו במהלך הלילה שבין יום ד' ה- 28.3.01 ליום ה' ה- 29.3.01 במדד הנאסד"ק והניקיי ועל רקע הפוזיציה בה הייתה מצויה אופמת - בה ירידה של מדד המעו"ף עלולה הייתה להוביל להפסדים - נוצר אצל הנאשמים חשש ממשי מפני הפסד גדול, ולפיכך הם פעלו במטרה להשפיע על השער ולהעלותו.
3. מבחינת צורכי ההתכסות של אופמת - כפי שהבהיר הנאשם 2 בעדותו, היה על אופמת קודם כל לרכוש נכס בסיס ו/או אופציות בסכום של כ-70 מיליון ₪, ורק לאחר רכישת אותם 70 מיליון ₪ תוכל אופמת להמשיך ולפעול בליבת עסקיה, דהיינו פעילות של מניות מול חוזים:

”ש : אתה צריך לקנות כשבעים מליון שקל.

ת : אני, עכשיו, ההסתכלות שלי כשאני מגיע בבוקר על אותה חשיפה שאני אמור לאזן בשלב כלשהוא של היום, ההסתכלות היא כזו, אני מסתכל על כל יום כאילו הגעתי אליו מאוזן, ואז אני בודק לקראת האיזון כמה קודם כל אני צריך לפעול כדי באמת שאני אוכל לפעול מניות כנגד חוזים, כלומר שאני מגיע ביום כזה אני מסתכל על גרף האיזון שלי, ואני רואה אותו במינוס שבעים מליון שקל. כלומר השבעים מליון שקל הראשונים אם אני ארכוש אותן במניות, זה יהיה שבעים מליון שקל שאני לא אמכור עליהם חוזים



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

לאחר מכן. ואם אני ארצה, אם אני אראה שמחיר המניות זול יותר ממחיר החוזים, אני בעצם אתחיל למכור חוזים רק על אותו שקל שמעבר לשבעים מליון שרכשתי. זו נקודה מאוד מאוד חשובה בהסתכלות כדי להבין את הפעילות שלנו.

ש : אולי רק נגדיר את זה שוב מבחינת הניסוח, שבעים מליון שקל אני צריך כדי להתכסות ולכן כנגדם אני לא אמכור חוזים,

ת : נכון.

ש : אם אני אקנה מניות מעבר לשבעים מליון שקל, אז?

ת : אני אתחיל ואמכור חוזים לחודש, לחודש אפריל במקרה הזה,

ש : כנגדם?

ת : כנגדם. ולהיות מאוזן."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 26 שורות 8-25).

4. כמתואר וכמפורט בכתב האישום, ביום ה' ה- 29.3.01 העבירה אופמת החל מהשעה 9: 37: 15 ועד לשעה 9: 47: 47 **9 פקודות סל** לרכישת מניות בהיקף כספי של **254,336,821 ₪** ובשער ממוצע הגבוה ב- **13.96%** משער הבסיס (פירוט ההוראות מופיע בעמוד 11 לכתב האישום ובעמוד 342-343 לסיכומי התביעה ואינם שנויים במחלוקת). הוראות אלו בוצעו במלואן בהיקף כספי של **213,395,758 מיליון ₪** (כ- 214 מיליון ₪).
5. מניתוח ההוראות הנ"ל עולה כי בין השעה 9: 37: 15 ועד לשעה 9: 39: 38 העבירה אופמת הוראה לרכישת 4 סלי מניות, ורכשה מניות בהיקף כספי של **כ- 120 מיליון ₪**.
6. פערי המחירים שבין החוזים למניות, כפי שציין פרופ' קלעי בחוות דעתו (נ/47) אינם בבחינת סוד עסקי (בייחוד לא פערי מחיר כל כך משמעותיים) והם גלויים בפני כלל הפעילים בשוק המעו"ף, שליבת עסקיהם פעילות ארביטראז'. במצב דברים זה מתבקשת המסקנה, לפיה במידה והנאשמים היו נמנעים לנצל הזדמנות זו, כמו גם את ההזדמנויות בהמשך יום המסחר - סביר שאלו היו מנוצלות בידי פעילי שוק המעו"ף אחרים.
- וכך באו הדברים לידי ביטוי בעדותו של הנאשם 2:
- ש : אז מתי אתם מתחילים, מחליטים לפעול? למה? איך?



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ת : אוקיי. החלטנו להתחיל, ההפרש בין החוזים לבין המניות היה הפרש של שתיים עשרה נקודות שזה משהו כמו שלושה אחוז, שזה הפרש עצום, כאילו במונחי מניות כנגד חוזים, זה, זה לא משהו,

ש : שמה גבוה יותר? רק תזכיר לנו.

ת : החוזים גבוהים יותר מהמניות. זה לא משהו שישאר לעולם. זאת אומרת אם זה לא אני אתחיל לרכוש את המניות, זה בעצם בעקבות הרכישות שלי הפער הצטמצם, אז מישהו אחר יעשה את זה, אני חושב שגם רוני בירם בעדות שלו פה הוא אמר את זה, שאין שום מצב שהשוק היה נשאר באותה רמה של שלוש מאות שבעים ושבע אני חושב שהציגו לו, כי אם הם לא היו עושים את זה, אז מישהו אחר היה, כשהוא אומר היו עושים את זה, הוא מתכוון היו קונים מניות, אז מישהו אחר היה רוכש מניות כנגד החוזים שבאותו זמן.

ש : והחלטה שלכם בנקודה הזו?

ת : בנקודה הזו אנחנו מתחילים להתחיל לרכוש... (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 32 שורות 7-20).

7. עד התביעה, אורן פרלי, אישר בעדותו כי מצב בו החוזים נסחרים במחיר הגבוה ממחיר המניות הנו מצב יחסית נדיר, וכן כי במקרים בהם זיהה פער כזה הוא נעלם/מתאפס במהירות (פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 102 שורות 6-10).

עיתוי ביצוע הפעולות – הפער הקיצוני בין מחירי החוזים למניות

1. גישתם העקרונית של הנאשמים בפקיעות הייתה להמתין עם ההחלטה בדבר אופן ההתכסות – במניות או בחוזים - לדקה האחרונה שלפני הזמן הרנדומאלי (בהנחה שאכן מחליטים להתכסות ולא להגדיל חשיפה לשם ניצול הזדמנות), שכן בשלב זה מחירי החוזים והמניות משקפים בצורה הקרובה והמהימנה ביותר את שעתיד לקרות בפקיעה



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- ונסמכת על אינפורמציה מירבית. הרציונל בהמתנה "לרגע האחרון" הנו החשש כי חרף הפערים בין החוזים למניות, ובהיות המסחר במעו"ף מסחר דינאמי, המצב עלול להתהפך.
2. חרף זאת, ביום 29.3.01, כאמור לעיל, העבירו הנאשמים 4 הוראות לרכישת סלי מניות בהיקף של כ- 120 מיליון ₪ מוקדם יותר, דהיינו בין השעה 15:37:09 ל- 38:39:09. בעדותם הסבירו הנאשמים כי הפער הקיצוני שבין מחיר החוזים למחיר המניות הוא שהניע אותם להקדים את פעולתם במקרה הנדון ולהתחיל לפעול, תוך ידיעה כי במידה ולא ינצלו פער זה, ינוצל הוא בידי פעילי בשוק מעו"ף אחרים ומתוך הערכה כי פער כה משמעותי במקסימום יצטמצם, אך לא יתהפך.
3. עוד הוסיפו והסבירו הנאשמים כי בהמשך דרכם המקצועית, בעקבות פקיעת אוקטובר 2001, במסגרתה בניגוד לציפיותיהם פער משמעותי שבין מניות לחוזים התהפך, קיבלו החלטה שגם כשהפערים גדולים יפעלו רק בשלב מאוחר יותר, וכך נהגו הלכה למעשה מאז אותה פקיעה.

בעדותו של נאשם 2:

- "ש: ... אמרת בתיאור הכללי שיחסית בחודש מרץ התחלתם לפעול בשלב מוקדם בשלושים ושבע,
- ת: נכון.
- ש: אז בוא תגיד רגע שוב, כשאתה מחליט לפעול כבר בשלב הזה, מה בעצם אתה רואה לנגד עיניך? מה גורם לך להתחיל לפעול בשלב מוקדם?
- ת: מה שראיתי זה אותו הפרש עצום בין המניות לבין החוזים. אבל שוב אני אומר בחודש אוקטובר פעלנו שוב אותו דבר, וזה עבד לרעתנו, אנחנו יותר לעולם לא נעשה את זה, אנחנו לא נפעל לפני 09:44,"

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 34 שורות 1-8).

בעדותו של נאשם 3:

- "ש: ... ראשית אני רוצה שתתייחס להחלטה שלכם להתחיל ולפעול בשעה 9:37 ושתסביר בבקשה איך מנקודת הראות שלך מה עמד מאחורי השיקול הזה? ואיך זה מתיישב עם



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

הטענה שלכם שתמיד, לא תמיד, אבל נהגתם לחכות לשניות האחרונות?

ת: טוב, הגישה שלנו היתה לחכות לרגע האחרון כדי לקבל את האינדיקציה הטובה ביותר, את האינפורמציה הטובה ביותר על הפרש בין מחירי חוזים למחירי המניות כדי להחליט איפה לפעול. במרץ הפרש היה כזה גדול, אני חושב שלפני שהתחלנו לפעול היה שתיים עשרה נקודות, שבמחשבה שלנו לכל היותר הפרש הזה היה מצטמצם. אבל העיקרון עומד. זה בדיוק אותה מחשבה של לקנות את הזול, חשבנו רק אולי שבמקסימום זה יצטמצם. באוקטובר כמו שתואר פה זה התהפך ומאז אנחנו לא עושים את זה.

ש: מה התהפך?

ת: אני אפרט. מאז למשל, אני כבר לא זוכר בדיוק, אבל נניח שמחירי המניות היו מתחת למחירי החוזים וחשבנו לקנות מניות, שוב במחשבה שזה יותר יצטמצם וממש לפני הפקיעה זה התהפך במובן שמחירי המניות היו מעל למחירי החוזים. לאחר המקרה הזה אנחנו לא קונים יותר לפני, בוא נגיד 9:44.

ש: המקרה הזה זה המקרה באוקטובר.

ת: אוקטובר 2001.

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 13 שורות 6-23).

4. לאחר העברת סלי הרכישה בהיקף של כ- 120 מיליון ₪, שנסתיימה כאמור בשעה 9:39 ועד לשעה 9:44:51 לא העבירה אופמת הוראות נוספות לביצוע.

5. כפי שהבהיר **נאשם 2** בעדותו, וכפי שניתן ללמוד ולהסיק **מת/104**, בפרק הזמן שבין 9:39 ועד לשעה 9:44:51 הפער שהיה בין החוזים למניות הלך והצטמצם, באופן שמחיר המניות עלה לכיוון מחיר החוזים. רכישת מניות נוספות בסיטואציה זו, שמשמעותה כאמור הגדלת החשיפה מעל לחשיפה הקיימת של כ- 1,200 דלתאות, נראתה לנאשמים שגויה, ולפיכך נמנעו מלפעול, כפי שהסביר נאשם 2 בעדותו:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- ש"ש : מה קרה בין 9:39 ל-9:44, למה לא המשכת לקנות מניות?
 ת : באותו הזמן,
 ש : הזדמנות, כן, למה חמש דקות שלמות הפסקת לקנות, בין
 9:39 ל-9:44?
 ת : כפי שאת רואה בלי קשר בכלל להוראות שלי, המדד
 התיאורטי המשיך לעלות. עכשיו, אם אנחנו רואים שהמדד
 הוא ב-386 ב-2.5 דקות לפני הזמן פציעות, זה הפרש אחר
 אם הוא 3 או 4 נקודות לפני,
 ש : ההזדמנות הזאת נגמרה ב-9:39, ההזדמנות הענקית הזאת
 שאתה מדבר עליה נגמרה, אין יותר הזדמנות?
 ת : תסתכלי על הגרף הוא יתן לך את התשובות. אנחנו רואים
 פה בגרף שבאזור 9:43 בואי נאמר יש צמצום מהותי בין
 מחירי המניות למחירי החוזים. עכשיו, לזמן הזה, לזמן הזה
 להמשיך ולקנות זה היה נראה שגוי מבחינת ההפרש בין
 המניות לבין החוזים. מה גם שכבר אני נמצא כמו שאת
 אומרת 1200 דלתות,
 ש : נכון, בדיוק, נכון,
 ת : ב-50 מיליון שקל שעליהם אני צריך להתכסות. זה ה-50
 מיליון שקל שהייתי מוכן להתכסות עליהם. מעכשיו אני
 אהיה מוכן להתכסות על סכומים נוספים, ממש קרוב
 לאותו, רק ממש קרוב לאותו זמן התחלת זמן פציעות,
 במידה ויפתח פער מאוד גדול."

(פרוטוקול דיון מיום 25.3.07 עמוד 61 שורות 7-23).

6. לעומת זאת, לקראת תום המסחר, שלב בו משקפים המחירים באופן מדויק יותר את המחירים שככל הנראה ישררו בפקיעה - ירד מדד המעו"ף לשער של כ-384 נקודות, כעולה מת/104, בעוד החוזים נסחרו באזור של 388.5-389, דהיינו – נפתח פער של כ-5 נקודות באופן שהחוזים נסחרו מעל למניות. במצב דברים זה, החליטו הנאשמים לשוב ולרכוש מניות והעבירו 5 פקודות רכישה נוספות לרכישת מניות בהיקף של כ-100 מיליון ₪ (3



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

מתוכן בתוך הזמן הרנדומאלי). שאיפת הנאשמים הייתה לרכוש את המניות שמחירן היה אותה עת זול יותר ולמכור כנגדה חוזים שמחירים יקר יותר ולהרוויח את ההפרש. עמד על כך נאשם 2 בעדותו:

- ”ש : ואז דיברנו על ה-9:44:51 ו-9:44:52, שאתה מצטמצם, ואז אנחנו, והחשיפה שלך גדלה,
- ת : הפער לא הצטמצם, הפער נפתח חזרה ששידרתי.
- ש : כששידרתי הפער נפתח חזרה באיזה, באיזה, מה היה הפער?
- ת : מה היה הפער באותו זמן?
- ש : כן.
- ת : אני רואה שהמדד הוא 384 והחוזים עדיין היו באזור ה.. החוזים... היו באזור 388.5-389.
- ש : פער של, לשיטתך פער של 4 נקודות.
- ת : מה זה לשיטתי? ככה אני עובד, זה לא עניין של שיטות או לא שיטות. זה עניין שבסופו של דבר בשיערוך שלי ככה אני מרוויח או מפסיד.”

(פרוטוקול דיון מיום 25.3.07, עמוד 62 שורה 25 – עמוד 63 שורה 5).

7. כפי שהובהר במהלך המשפט, כאשר אופמת הגיעה ליום הפקיעה עם צורך ברכישת כמות משמעותית של מניות ו/או חוזים לצורך התכסות ואיזון הפוזיציה, וגם לאחר שהגיעה למסקנה כי עליה להתחיל ולפעול באחד מהשווקים, נמנעת היא מלתת הוראת רכישה למלוא הכמות אלא דירגה את הוראות הרכישה. אופמת נהגה להעביר פקודה בחלק מהכמות, ולאחר שראתה כיצד השוק מגיב לפקודה ולהתפתחויות בעקבותיה קיבלה החלטה בנוגע לכמות נוספת (פקודות מדורגות).

דהיינו – ההחלטה האם לרכוש מניות או חוזים ובאיזה כמות אינה החלטה אחת, כי אם רצף של החלטות המתקבלות בזמן אמת במהירות ובאופן דינאמי בהתאם להתרחשויות בשוק.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

8. בעדותו הראשית, התבקש הנאשם 2 להסביר את הרציונל בדירוג הפקודות וציין את הדברים הבאים:

”ש : מדוע הפיצול הזה לתשע פקודות בסך הכל?

ת : הפיצול לתשע פקודות הוא מכיוון שאנחנו רוצים לראות מהי נקודת ההתאזנות החדשה של השוק לאחר הפקודה שלנו. לאחר שאנחנו מגיבים להפרש בין מחירי המניות למחירי החוזים, אנחנו רוצים לראות מהי נקודת האיזון החדשה בין הקונים למוכרים. לראות איפה השוק מתאזן ולראות אם כדאי לנו להמשיך ולרכוש. אם בוא נקרא לזה, אני אתפרע, ואני פתאום אשדר מאתיים מליון שקל קניה, לפתע,

ש : בבת אחת?

ת : בבת אחת. יכול להיות מצב שבעצם החוזים יסגרו, המניות שלהן יסגור בשלוש מאות תשעים ושתיים והחוזים ישארו באיזור השלוש מאות שמונים ושמונה, ואז בעצם יריתי לעצמי ברגל. לא יצא לי מזה שום דבר. ובוא נאמר ששם יהיה שער הפקיעה. אז בעצם סך הכל נוצר לי נזק וכל אותו מרווח שרציתי לנצל בעצם סגרתי לעצמי והפכתי אותו לעצמי לשלילי, וזה משהו שבאופן וודאי, שוב שאני אומר וודאי, אני מתכוון בתוחלת, יגרום לי נזק.”

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 34 שורות 16-29).

9. דברים ברוח זו אושרו גם על ידי עד התביעה אורן פרלי בעדותו שלהלן:

”ש. הוראה לרכישה בכמויות מדורגות. זאת אומרת, אתה לא

תקנה ישר כמות גדולה, כי אתה לא יודע איך הרכישה הזאת תשפיע. ולאור מה שדיברנו, של התהפכות מגמה,

ת. ... באמת כמו שאמרת, אם הייתי מעביר את כל הזה,

הייתי מגיע ל- 803 ואז זה לא היה כדאי. בשביל זה אני



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

מעביר את זה בכמויות מדוגרות, כדי לראות איך השוק מגיב ולהגיב לשינויים בהתאם.

ש. זאת אומרת, אתה נותן הוראה בכמות מדודה. צופה את התפתחות השוק שנגרמה כתוצאה מזה, של הפעילות שלך ופעילות האחרים בשוק,

ת. בדיוק,

ש. וממשיך אחר כך, לאור ההתפתחות בשוק. ולא מראש מחליט לתת הוראה בכמויות גדולות, שאז אין לך שליטה יותר,

ת. נכון."

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06 עמוד 81 ש. 16-28).

10. מר פרלי אף הוסיף וציין בעדותו כי הכנסת פקודות "ברגע האחרון" והעברת פקודות מדורגות הנן צורות פעולה המהוות חלק אינטגרלי מפעילותה של אופמת ולא הייתה ייחודית לאירועים נשוא כתב האישום:

ש : ובהקשר הזה אתם גם עושים את אותו פיצול ששאל אותך עליו עורך דין אדרת, לפקודות של כמויות.

ת : כן.

ש : נכון? שוב, כדי לראות באיזה שוק עדיף להתכסות בכל רגע נתון.

ת : כן.

ש : וזאת התנהגות מקובלת. גם העניין של הכנסת הפקודות ברגע האחרון, גם העניין של פיצול הפקודות.

ת : מקובלת.

ש : נכון? סליחה? זה חלק משיטת העבודה שלכם בעצם.

ת : עד היום."

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06 עמוד 132 ש. 16-25).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

11. עד התביעה **בועז דורי**, גם הוא אישר את הרציונל הקיים במתן פקודות מדורגות והסביר כי גם כאשר נכנסים לתוך הזמן הרנדומלי האפשרות לבחור היכן לפעול עדיין קיימת והוא אף נוהג, הלכה למעשה, לקבל החלטות אלו גם במסגרת הזמן הרנדומלי.

”ש. אחת הדרכים שנקטות על ידיכם מפעם לפעם זה לתת הוראות מדורגות. מה הכוונה? אם אתם צריכים לרכוש כמות גדולה של נכס בסיס, אתה לא תיתן הוראה לכל הכמות, אתה תיתן לכמות חלקית באיזה שהוא לימיט, תראה את התנהגות השוק ותחליט איך להמשיך ולפעול.

ת. נכון.

ש. כך זאת דרך פעולה רגילה שאתם נוקטים בה.

ת. כן, כי אתה חושב על ה, כאילו המצב כמו שאמרנו הוא מצב דינאמי, אפילו כשנכנסים לתוך זמן הפציעות, שזה אחרי 9:45, עדיין אפשר לבוא ולהחליט. בעצם אתה מקטין או נשאר עם, זה בעצם ההחלטה שלך, על כמות החשיפה שאתה רוצה להישאר אחרי פקיעה, לסגור על המניות, וזה נכנס לתוך זמן פציעות, ההחלטה הזאת. אני אישית בדרך כלל עושה את זה במטווחים של 500.

ש. אבל ההתנהגות הזאת, דרך הפעולה הזאת של פקודות מדורגות, היא דרך פעולה לא יוצאת דופן,

ת. לא.

ש. רגילה, ויש מאחוריה גם היגיון כלכלי.

ת. בהחלט, כן.

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 33 שורה 20- עמוד 34 שורה 5)

הלימיט

1. הלימיט שניתן בכל הפקודות הנו לימיט הקרוב ללימיט המקסימלי, וזאת כפי שהבהירו הנאשמים הן בהודעותיהם והן בעדותם בכדי לקבל את הכמות המבוקשת.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

2. מתן פקודות בלימיט מקסימאלי ביום פקיעה הנה דרך פעולה מקובלת המאפיינת את פעילותם של פעילי בשוק המעו"ף שהם מכווני כמות, קרי מעוניינים וצריכים את הכמות אותה הם מבקשים מבלי להתייחס למחיר, אולם יודעים כי בשל היקף הפעילות העצום המאפיין ימי פקיעה, פקודותיהם "תבלענה" בשכבות והמחיר שייקבע יהיה נמוך בהרבה מהמחיר המקסימלי שנתנו, כפי שאכן קורה בפועל.
3. בפועל, פעילי שוק מעו"ף המעבירים פקודות רכישה בלימיט מקסימאלי "ברגע האחרון" מצליחים לקבל את מלוא הכמות, וקדימות הזמן - עליה דיבר פרופ' האוזר - אינה באה לידי ביטוי. עובדה זו, כאמור, הובהרה על ידי הנאשמים בעדותם ובהודעותיהם, ואף נבדקה ואושרה על ידי פרופ' קלעי בחוות דעתו.

היקף הפעילות

1. פרופ' האוזר קובע בחוות דעתו ת/16 (עמוד 12 סעיף 4.11) כי פעילות הנאשמים ביום הפקיעה היוותה 58.13% ממחזור הפתיחה. עובדה זו, טוענת התביעה, מהווה אף היא ראיה נסיבתית להוכחת העובדה שעניי הנאשמים היו נשואות אל השער בפעילותם ביום זה.
2. כפי שציין נאשם 2 בעדותו, ואורך פרלי ובעוז דורי בעדותם, סיטואציה בה מחירי החוזים נסחרים מעל מחירי המניות הינה נדירה ומהווה הזדמנות טובה ליצירת רווח. בהיות הנאשמים פעילי שוק מעו"ף, שליבת עסקיהם הנה ניצול פערי מחיר דוגמת המקרה הנדון, אין שום סיבה כי הנאשמים יוותרו על הזדמנות זו ולא ינסו לנצל באופן מקסימאלי להשגת המטרה לשמה הם פועלים – יצירת רווחים.
- נאשם 2 התייחס לכך:

"ש : מה היה כאן בפועל?"

ת : בפועל, בפועל על אותם מאה ארבעים מליון שקל, היה לנו רווח שבין שלוש מאות לחמש מאות אלף שקל שנבע הן ממכירת החוזים במחירים גבוהים יותר, והן מניצול פערי הארביטראז' שנוצרו מיד לאחר אותה רכישה של מניות..."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 36 שורות 16-19).

הנאשם 3 בעדותו:

"ש : ז"א אתם הניתוח שלכם של השוק חשבתם שצריכים לבוא הרבה מאוד שחקני מעוף בקניות, ואנחנו רואים ש-60%



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

מהמחזור זה גולן כהן ורונון רשף. איפה גמביט, איפה החברים האחרים כשההזדמנות בשוק היא אובייקטיבית וזה עוד מעבר לקניות הטכניות שצריך? אתה יכול להסביר לי את העניין הזה?

ת: תשמע, אני לא גמביט, אני לא בקשי, אפשר לבוא ולשאול אותם. אני אומר לך אבל בדיעבד עכשיו, בוא ננתח בדיעבד, זה הייתה הזדמנות פז, ללא קשר למרווחים האלה של הדיבידנדים והריבית והנכס האסטרטגי במונח שאתה יכול למכור ב-short בלי עלות, עשינו בין 300 ל-500 אלף שקל. למה אתה רוצה שאני אפסיד כזו הזדמנות? אני לא מבין."

(פרוטוקול דיון מיום 2.5.07, עמוד 104 שורות 5-13).

3. פרופ' קלעי אף הוסיפו וציינו, כי בדיוק בסיטואציות דוגמת המקרה הנדון באה לידי ביטוי מיומנותו של פעיל בשוק המעו"ף, יכולתו לזהות הזדמנויות ולנצלן גם תוך נטילת סיכונים (פרוטוקול דיון מיום 24.6.06, עמוד 100 שורה 14 - עמוד 101 שורה 2).
4. זאת ועוד, התביעה לא בדקה ולא הציגה נתונים השוואתיים אודות פעילותה של אופמת ושל פעילי שוק המעו"ף אחרים בפקיעות אחרות. לפיכך, ולאור האמור לעיל, טענתה לפיה נתח פעילות זה הנו נתח בלתי סביר ובלתי מוסבר, ללא ביצוע ההשוואות הנ"ל, איננה יכולה להוות בסיס להרשעה בפלילים.

משמעות עליית השער על רווחי הנאשמים

1. רמת המחירים הנמוכה יחסית ששררה בשלב הטרם פתיחה, טוענת התביעה בסיכומיה (בעמוד 347) הייתה בעיתית לנאשמים ויצרה אצלם תמריץ לפעול להעלאת השער. בפועל, טוענת התביעה, חמש ההוראות האחרונות שהועברו על ידי אופמת, הביאו - לפי שיטת הנטרול - לעלייה של מדד המעו"ף בשיעור של כ- 0.65% מ- 385.91 נקודות ל- 388.41 נקודות (כתב האישום, עמוד 12 סעיף 23).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

2. משמעות עלייה זו בשער המדד, טוענת התביעה, בהסתמך על חוות דעתו של פרופ' האוזר ת/16 (שם, בעמוד 12 סעיף 4.12), הנה עלייה בשוויין של אופציות מרץ שהחזיקה הנאשמת 1 ועמדו לפקוע, בסכום של כ- 1.24 מיליון ₪.
3. תזה זו של פרופ' האוזר הלוקחת בחשבון רק את האופציות העומדות לפקוע ומתעלמת מכלל הנכסים המרכיבים את הפוזיציה, לא מבוססת על ספרות המקצועית או על הפרקטיקה הנהוגה על ידי פעילי שוק מעו"ף. תזה זו נשללה על ידי פרופ' קלעי (נ/47, עמוד 44-47 סעיף 146-156).

תוצאת הפקיעה

1. מדד הפקיעה שנקבע ביום 29.3.01 על 388.41 נקודות יצר לנאשמים - אשר היו מצויים בפוזיציות אוכף בה טווח הרווח המקסימאלי שלהם נע בין 400 ל- 410 – הפסד של כ- 2 מיליון ₪.
2. טענת התביעה לפיה פעילות הנאשמים באותו היום בוצעה במטרה להעלות את השער ולצמצם את ההפסד הצפוי ולא מתוך שיקולי ארביטראז', לא הוכחה ברמת ההוכחה הנדרשת בהליך פלילי, מעל לספק סביר.
3. כפי שהבהיר הנאשם 2 בעדותו, במידה והחוזים לא היו נסחרים במחיר המצדיק רכישה משמעותית של מניות היה זה בלתי אפשרי להעלות ביום פקיעה את המדד לשיעור אליו הגיע בפקיעה:

”ש : נכון לאותו יום הוא בין ארבע מאות לארבע מאות ועשר. יש לך עניין להביא את השוק לשם, והטענה היא שלשם כך הכנסת עוד ועוד פעולות קניה כדי להביא לעליית השער כדי לקרב אותו לאותו טווח שיא הרווח שלך.
ת : נכון מאוד. שיא הרווח שלי הוא בין ארבע מאות לארבע מאות ועשר.

ש : לאחר האיזון של סוף יום רביעי?

ת : לאחר האיזון של סוף יום רביעי. כלומר מבחינת הרצון שלי שהפקיעה תהיה בין ארבע מאות לארבע מאות ועשר. לנסות להיזן את השוק ולהביא אותו משלוש מאות שבעים וחמש לשלוש מאות שבעים ושמונה, אם החוזים לא נמצאים במקום שכדאי לקנות את המניות, זה כמו לעמוד עכשיו מול רכבת נוסעים ולנסות לדחוף אותה נגד כיוון הנסיעה שלה. זה דבר שהוא בלתי אפשרי בשום מצב



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

בעולם, בטח לא ביום פקיעה. ולכן אם לא אני הייתי רוכש את המניות כנגד אותם חוזים, מישהו אחר היה רוכש את זה והוא היה מרוויח את אותם שלוש מאות עד חמש מאות אלף שקל. כיוון, ש : והסבר לרכישה של המניות?
ת: ההסבר של הרכישה של המניות, הוא אך ורק כנגד החוזים." (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 44 שורות 4-18).

4. בתגובה לטענת התביעה לפיה פעילות הנאשמים ביום ה- 29.3.01 הייתה במטרה להעלות את שער המדד לשם צמצום הפסד של כמה מאות אלפי שקלים בפקיעה, השיב מר בירם כי זה כמו "לקנות פרה בשביל כוס חלב", והסביר כי רכישת מניות בהיקף של כ- 214 מיליון ש"ח לשם מניעת הפסד, אשר היה מסתכם לכל היותר בכמה מאות אלפי שקלים, והעובדה שלאחר מכן היו צריכים "להיתקע" עם מניות אלו ולמכור אותן, הינה התנהגות חסרת כל היגיון כלכלי:

"ש. אני אקרא לך את הקטע המלא על מנת שתדע על מה אנחנו מדברים. אומר לך החוקר, או החוקר טוען, סיבה מספיק טובה למהלך הזה, ההודעה מיום 30/4 סליחה בעמוד 22 משורה 19 : הטענה של החוקר היא סיבה מספיק טובה למהלך הזה. המהלך הזה של קניית עוד 200 מיליון שקל נכס בסיס, היא הצורך לצמצם נזקים כתוצאה מירידת המדד. כלומר שוב, מציג לך החוקר שהם קנו כמות גדולה של נכס בסיס בעצם כדי להשפיע על השער כדי שהמדד ירד פחות. ואתה עונה כאן, תראה, איתם או בלעדיהם הבורסה לא היתה יורדת 7 אחוז. עוד מעט נגיע למשפט הזה. הגיוני שהבורסה היתה יורדת עוד אחוז, כמה הם כבר היו מפסידים, עוד כמה מאות אלפי שקלים? בשביל עוד כמה אלפי שקלים הם הלכו לשבור מסגרות עם הבנקים. זה לקנות פרה בשביל כוס חלב זה לא כלכלי.

ת : נכון.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- ש : ואז שואלים אותך איך אתה מסביר את זה, ואז אתה אומר את ההסבר שהקראתי לך קודם, יכול להיות שהם ראו הזדמנות טובה לרכוש מניות במינוס 3 אחוז ולמכור כנגד זה חוזים במחיר גבוה יותר. שוב זה הכל ברמת ההשערה. אני רק אומר לך שהם הרוויחו מעל 300,000 שקל על הקניה הזו של החוזים שמכרו אז. אם זה כך זה ייראה לך הגיוני שהם רכשו עודף מניות מעל האיזון של הפוזיציה?
- ת : הם יכולים בצורה עסקית – אם הם קונים מניות וגם מרוויחים מזה הם בדרך כלל עושים את זה.
- ש : ואולי, בוא נסביר את הביטוי הזה זה לקנות פרה בשביל כוס חלב.
- ת : מה שהתכוונתי זה לתמוך בשוק כדי שלא ירד. הרי את המניות שקונים אחר כך גם צריכים למכור, יפסידו יותר מאשר כל, זאת אומרת,
- ש : רק בשביל שהפרוטוקול גם יבין. כשאומרים לך הם קנו ב- 200 מיליון שקל מניות כדי לתמוך בשוק כמו שאמרת שהוא לא יורד, זה קודם כל להוציא 200 מיליון שקל נכון?
- ת : נכון.
- ש : בשביל למנוע הפסד של בוא נאמר לצורך העניין כמה מאות אלפי שקלים, ואחרי זה אתה נשאר עם 200 מיליון שקל הזה שצריך למכור אותם ולא להפסיד עליהם?
- ת : נכון.
- ש : וזה מה שהתכוונת שאמרת.
- ת : נכון, למה עושים פעילות בנכס ענק בשביל לתקן משהו קטן יחסית.”
- (פרוטוקול דיון מיום 13.11.06 עמוד 11 שורה 2 – עמוד 12 שורה 26).

5. כפי שהבהיר רוני בירם בעדותו – ימי פקיעה המסתיימים בהפסד לחברה אינם דבר חריג והנם חלק אינטגרלי וטריוויאלי בחיי חברה כאופמת (פרוטוקול דיון מיום 26.10.06,



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

עמוד 24 שורות 24-29). זה טיבה של הפעילות ונטילת הסיכונים – לעיתים מרוויחים ולעיתים מפסידים.

6.פקיעת יולי 2001

בפקיעת יולי, באופן דומה לפקיעת מרץ, הניחו הנאשמים תשתית עובדתית מספקת בכדי לטעת בי ספק שמא פעילותם הונחו משיקולים כלכליים הנוגעים לליבת עסקיהם, קרי פעילות של מניות מול חוזים.

גם ביחס לפקיעה זו טוענת התביעה כי הנאשמים פעלו באופן שמנצל את כוח הקניה שעמד לרשותם על מנת להעלות את השער בשיעור מסוים שיעמיד את שער המדד קרוב ביותר לנקודה האופטימלית מבחינתם (סיכומי התביעה, עמוד 383).

התביעה נמנעה מלפרט ולהוכיח כיצד פעלו הנאשמים בכדי להשיג מטרה זו קרי, העלאת שער המדד רק בשיעור מסוים המתאים לפוזיציה שלהם.

פעילות הנאשמים ביום ד' ה- 25.7.01:

1. הפוזיציה של חברת אופמת ביום ד' ה- 25.7.01 לקראת סיום המסחר ולפני שאופמת העבירה הוראותיה מפורטת בגרף שהובא לעיל בעמוד ..., פרק ... להכרעת הדין (16/ בנספח ג').

2 מניתוח גרף הפוזיציה הנ"ל, עולה כי מבנה הפוזיציה הכללית של אופמת מסוג אכף בטווח שערים של בין 449-453 התזרים מן הפוזיציה חיובי, וככל שמתרחקים מטווח השערים האמור, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה, רווח זה הופך להפסד.

3. הנאשמים העבירו פקודת סל לרכישת מניות מדד ת"א 25 לקראת תום המסחר בהיקף של כ- 17 מיליון ₪ ובלימיט של +5%.

התביעה לא הוכיחה כיצד העברת הוראה כנ"ל מתיישבת עם רצון הנאשמים להעלות את המדד בשיעור מסוים בלבד ומבטיחה להם עליה בשיעור שכזה.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

פעילות הנאשמים במהלך חודש יולי 2001 וההחלטה להקדים קניית ליום ד'

1. חודש יולי, בדומה לחודש מרץ, התאפיין בפער שבין מחירי החוזים שעמדו לפקוע באותו החודש (מחירי החוזים "לקרוב") לבין מחירי החוזים שמועד פקיעתם בחודש אוגוסט (מחירי החוזים "לרחוק"), באופן שהחוזים לקרוב היו זולים יותר. אי לכך, החליטו הנאשמים לנצל הפרשים אלו ולבצע **גלגול**, דהיינו לקנות חוזים לקרוב ולמכור חוזים **לרחוק**.

ביצוע פעולת הגלגול במהלך החודש, הביאה את אופמת למצב שהייתה בלונג בהיקף משמעותי על החוזים לקצר ושורט על החוזים לארוך. מאחר וברגע קביעת שער הפתיחה ביום ה' ה- 26.7.01, האופציות לחודש יולי עתידות היו לפקוע, היה על אופמת לרכוש נכס בסיס ו/או חוזים בהיקף ניכר של כ- 280 מיליון ₪ (כ- 6,200 דלתאות) לשם איזון הפוזיציה.

עמד על כך נאשם 2 בעדותו:

"ש: ... בוא נתאר מבחינה עובדתית מה קרה במהלך החודש ובאיזה סיטואציה הגעתם לקראת הפקיעה ליום רביעי?
 ת: במהלך החודש שוב בדומה למרץ היה מצב שניתן היה לקנות את החוזים לחודש יולי שזה החודש הקרוב, ולמכור את החוזים לחודש אוגוסט, שגם אותו זמן היה החודש הארוך. כלומר שלפקיעה הגענו מה שנקרא בלונג הקצר שורט לארוך, שמיד לאחר הפקיעה אנחנו אמורים לקנות נכס בסיס או חוזי כדי להתכסות על אותם חוזים בשורט לחודש אוגוסט. כאן מתחיל ונגמר בעצם הדמיון בין פקיעת, ש: במובן זה שהייתם צריכים לבוא בקניות?
 ת: בקניות, נכון. סדרי הגודל שהקניות שלנו אמורים לבוא, זה בסדר גודל של ששת אלפים מאתיים דלתות, זה אומר מאתיים שמונים מיליון שקל."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 65 שורות 11-21).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

2. כיוון שפעילות גלגול שכזו הנה פעילות שגרתית וענפה בקרב פעילי שוק מעו"ף, העריכו הנאשמים כי גם פעילים נוספים בשוק זיהו את פערי המחירים הנ"ל וביצעו גלגול ולפיכך, יאלצו לבוא בקניות "טכניות" ביום הפקיעה לשם ביצוע ההתכסות, פעילות שסברו כי תגרום לשער הפתיחה ביום ה' להסגר על רמה הגבוהה מרמתו של שער הנעילה של יום ד' (ראו לענין זה דבריו של נאשם 2 בדיון מיום 13.3.07, עמוד 65 שורות 22-25).

3. במטרה לנסות וליהנות מפערי המחיר, שיתכן ויווצרו בין שער הסגירה של יום ד' לשער הפתיחה של יום ה', הוחלט לבצע הליך של הקדמת קניות, אולם הפעם - על רקע הלקחים שהופקו מהקדמת הקניות שבוצעה במרץ והסתיימה בהפסדים - הוחלט לבצע את הקדמת קניות בהיקף מצומצם יותר, והועברה פקודה לרכישת מניות בהיקף של כ- 17 מיליון ₪ בלבד, כפי שהסביר נאשם מס' 2:

ש" : נכון. כן. אז מתי אתה פועל ובאיזה אופן?

ת : אוקיי. שוב גם פה החלטנו להקדים קניות. אני יכול עכשיו שלאחר שניתחנו באמת את, תחקרנו את מה שהיה בפקיעת מרץ, החלטנו לפעול כמובן בכמויות קטנות יותר שיהיו יותר רלבנטיות באמת ולהצליח לרכוש את המניות במחיר נמוך יותר ממה שהיינו מצליחים לרכוש את אותה חשיפה באופציות. כלומר שידרנו כמות קטנה בשלושים מליון, אני חושב שזה היה שבעה עשר מיליון שקל, שאני מסתכל על הכמות, אני מסתכל בסופו של דבר כמה קבלנו, ולא כאילו אם ההוראה שודרה בחמישה אחוז עליה, אז אני לא מתייחס לכמות שאני רוצה לקנות, כולל אותם חמישה אחוז עליה ואני חושב שזה היה משהו בין חמישה עשר לשבעה עשר מליון שקל.

ש : אז רק לפני כן, לפני שאתה אומר את נושא הרול, אתה אומר החלטנו להקדים קניות.

ת : כן.

ש : על רקע איזה נתונים אתה מחליט החלטה כזאת?

ת : אוקיי. אני מזכיר שוב שהיינו במצב שיש לנו מאתיים שמונים מליון שקל לרכוש ליום המחרת,



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ש : מבחינת הצפי המתמטי,

ת : כן.

ש : מה אתה צופה למחר?

ת : מבחינת הצפי המתמטי אני צופה שכמובן מדד הפתיחה

ביום חמישי יהיה גבוה ממדד הסגירה ביום רביעי..."

(פרוטוקול דיון מיום, 13.3.07, עמוד 67 שורה 27 – עמוד 68 שורה 17).

4. את העובדה שבחרו להקדים קניות במניות הסביר הנאשם 2, בין היתר, על רקע ירידה

בשיעורן לקראת סוף המסחר (בעוד החוזים נשארו במקומם), כעולה מת/110:

"ת: ... סך הכל אנחנו רואים שרוב היום השוק התנהל סביב

הרמה של ארבע מאות ארבעים ושש סדר גודל, אני לא יודע

בדיוק איזה שעה זו, אבל בוא נאמר שלקראת ארבע, רואים

שהתחילה איזה דעיכה של השוק,

ש : ירידה, כן,

ת : ירידה של השוק, כן, ירידה במדד המעוף כשממש לקראת

הסיום אנחנו רואים איזה שהיא ירידונת טיפה יותר חדה

ומיד אחרי זה עלייה.

ש : נכון. הירידה החדה היא לקראת מה שכתוב פה 16:44:27,

נכון?

ת : נכון מאוד.

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 67 שורות 10-19).

5. עד התביעה אורן פרלי, שהשתתף בפקיעה זו סיפר בעדותו כי בדקות האחרונות למסחר,

מישהו מכר סלי מניות, חרף העובדה שהחוזים נסחרו מעל למניות, וכלשונו: "מישהו

מכר כנגד אופטימיות". במצב דברים זה הבהיר מר פרלי, הוא כפעיל בשוק המעו"ף,

המונחה מפערי המחירים שבין החוזים למניות, יפעל נגדו בכול הכוח, דהיינו ירכוש מניות

בכמויות משמעותיות, לשם ניצול הפער שבין החוזים למניות לטובתו, כפי שאכן עשו

הנאשמים:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

”ש. אז רק שנייה. אני אראה לך לאט. ואנחנו מסתכלים על סוף היום בעצם, כי זה השלב שבו אופמת פעלה. אני מבקשת להראות לך, אם תסתכל, כאן יש מין ריבועים כאלה שמראים את השעה. אנחנו רואים, הראשון מראה את השעה 16:44:27, המדד הוא 441.16. אם תראה כמה דקות לפני כן, יש כאן בעצם ירידה קיצונית של המדד כמה דקות לפני שער הנעילה. ואז השער עולה בצורה משמעותית עד שנקבע שער הנעילה. כאן אנחנו רואים שמדד המעוף כאן בערך 3,4 דקות לפני סיום המסחר ירד בצורה משמעותית, שאני יכולה לומר לך שזה היה בערך 4 נקודות, שזה בערך אחוז.

ת. אני זוכר,

ש. נכון לאז.

ת. אני זוכר אז את,

ש. אתה זוכר את האירוע הזה?

ת. אני זוכר שמישהו מכר שם כנגד אופטימיות וסתם השוק ירד, כאילו הוריד את השוק כאילו בלי רצונה, שהיה בכלל האחוזים הגבוהים.”

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 127 שורה 27- עמוד 129 שורה

(2

עיתוי העברת ההוראות

1. במסגרת ניהול הסיכונים של הנאשמים, בחרו הללו לקחת את הסיכון הקיים בהליך הקדמת קניות המבוסס על הערכה כי ייווצר פער בין שער הסגירה של יום ד' לשער הפתיחה של יום ה', וביקשו להימנע מכניסה לסיכון נוסף הקיים ברכישה מוקדמת של מניות החשופות לתנודות השוק.

1. כפי שהסביר הנאשם 2 בעדותו בהתייחס להחלטתו לבצע את הליך הקדמת הקניות בסמוך לתום המסחר, בין מועד רכישת המניות על ידם ועד לתום המסחר, יכולים לקרות אין סוף דברים, אשר ברור שאף אחד לא יכול לצפות אותם:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

”ת: ... אני רוצה לקנות את הסיכון הזה כמה שיותר קרוב לסוף היום, כדי שזה יהיה הסיכון היחיד שלי. זה סיכון שבתוחלת אני יכול להגיד שהוא יהיה רווחי. אם אני אקנה את אותן מניות בשעה שלוש, זה לא סיכון שבתוחלת אני יכול להגיד שהוא יהיה רווחי.

ש: למה? מה קורה בין שלוש לארבע או ארבע וחצי?

ת: בין שלוש לארבע וחצי יכולים לקרות אין סוף דברים שאין לי מושג לגבי זה.”

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 70 שורות 9-14).

3. תמיכה להיגיון העומד מאחורי רציונל זה, הנה ההתרחשות שקרתה במסחר באותו יום ד' ה- 25.7.01.

כעולה מת/110, וכאמור לעיל, החל מסביבות השעה 16:00 חלה ירידה הדרגתית בשיעורו של מדד המעו"ף, אשר הפכה לירידה חדה לקראת סוף המסחר סביב השעה 16:44:27. במידה והנאשמים היו רוכשים ביום ה- 25.7.01 מניות בהיקף של כ- 17 מיליון ₪ במועד מוקדם יותר, כפי שטוענת התביעה שהיה עליהם לנהוג, מניות אלו היו חשופות לירידות שחלו בשער המדד והיה נגרם להם הפסד משמעותי, אותו ביקשו למנוע עת פעלו לקראת תום המסחר.

הלימיט

פקודת הרכישה שהעבירה אופמת, ניתנה בלימיט של +5%. כפי שהובהר בנוגע לפקיעת מרץ, וכפי שהבהיר **נאשם 2** בעדותו ביחס לפקיעת יולי, מתן לימיט הגבוה מהלימיטים ששררו באותה העת בשוק נועד להבטיח את קבלת הכמות המבוקשת באופן מלא. הגם שפקודת הרכישה ניתנה בלימיט זה, לרגע לא חשבו הנאשמים כי ירכשו את הכמות בעליה של חמישה אחוז, וזאת על סמך ניסיונם במסחר, ומודעותם לעניין התעבות השכבות המאפיינת ימים אלו.

נאשם 2, אשר קיבל את ההחלטה בדבר הקדמת הקניות ומתן הפקודה בלימיט זה תאר את הדברים בהאי לישנא:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ש"ש : ההוראות, ההוראה הזו ניתנה בלימיט של,

ת : חמישה אחוז.

ש : חמישה אחוז משער המדד שקדם, מדוע?

ת : מדוע?

ש : כן.

ת : כדי לקבל את כל הכמות, שוב שלא יהיה איזה נייר שיזוז

איזה חצי אחוז יותר או חצי אחוז פחות, ויהיה מצב שהקרן

לא תהיה מאוזנת. כמובן שלרגע לא חשבנו שנקבל את זה

בעליה של חמישה אחוז, ואכן לא קבלנו את זה בעליה של

חמישה אחוז."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 69 שורה 23 – עמוד 70 שורה 2).

ואכן, גם על פי מבחן התוצאה ניתן לראות, כי פקודת הקנייה שהעבירה אופמת בוצעה במחיר משוקלל של +1.21%.

התוצאה ומשמעותה

1. יום שלב המסחר הרציף נקבע מדד ת"א 25 על שער של 446.74, הגבוה ב- 1.26% משער המדד שקדם להעברת הוראת הרכישה של אופמת.

כתוצאה מעליית המדד בשיעור זה, טוענת התביעה בהסתמך על חוות דעתו של פרופ' האוזר ת/16, גדל שוויון של האופציות שעומדות לפקוע בכ- 3.4 מיליוני ₪ (ת/16, עמוד 14 סעיף 5). אך כפי הובהר - הן על ידי הנאשמים והן על ידי עדים המעורים בשוק ההון ובמסחר במעו"ף מה שמעניין פעילי שוק המעו"ף בהתנהלותם במסחר הנה כלל הפוזיציה המוחזקת על ידם והם אינם נותנים עדיפות לאופציות הקרובות שפוקעות.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

2. זאת ועוד, כפי שהובהר ביחס לפקיעת מרץ ושריר וקיים גם ביחס לפקיעת יולי, עליית השווי של האופציות הקרובות הנה עליית שווי תיאורטית, הקיימת על הנייר בלבד, שכן ביום ד' שלפני הפקיעה אין התחשבות כספית וכסף אינו מחליף ידיים.

עובדה זו אושרה על ידי פרופ' האוזר במסגרת חקירתו הנגדית (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07, עמוד 10 שורה 27 – עמוד 11 שורה 2).

פעילות אופמת בבורסה ביום ה' ה- 26.7.01:

1. ביום ה' ה- 26.7.01, בין השעה 9:44 ל-9:46 העבירה אופמת 3 פקודות סל לרכישת מניות מדד המעו"ף בהיקף כספי של 253,661,222 ₪ בלימיט ממוצע הקרוב ללימיט המקסימאלי של +13.94%.
- הוראות הרכישה בוצעו במלואן בעלות כוללת של 224,606,238 ₪, ושער המדד עלה בשיעור של 0.9% ועמד בתום שלב הפתיחה על 450.81 נקודות.
2. הפוזיציה של חברת אופמת ביום ה' ה- 26.7.01 לקראת סיום המסחר ולפני שאופמת העבירה הוראותיה מפורטת בחוות דעתו של פרופ' האוזר ת/16 בנספח ד' שהובא לעיל, בחלק א'. להכרעת הדין.
3. הפוזיציה של אופמת הייתה דומה לאסטרטגית אוכף בה הרווח המקסימאלי של אופמת היה בשער של 450 נקודות. משמעות עובדת הימצאותה של אופמת בפוזיציה מסוג אוכף ושילת סבירותן של טענות התביעה על רקע זה הובהרה לעיל, ונראה שאין צורך להכביר מילים בעניין זה.
4. לשם ביצוע ההתכסות ואיזון הפוזיציה אמורה הייתה אופמת לרכוש נכס בסיס ו/או חוזים בהיקף משמעותי של כ- 6,200 דלתאות, שהנן שוות ערך לכ- 280 מיליון ₪. דהיינו - להבדיל מפעילות הנאשמים במהלך פקיעת מרץ, במסגרתה מעבר להתכסות המשיכו והגדילו חשיפה לשם ניצול הזדמנות, הרי שבפקיעת יולי פעילות הנאשמים מתחילתה ועד סופה נועדה לשם ביצוע פעולת ההתכסות בלבד – פעולה שגם אליבא דתביעה היה עליהם לבצע במהלך יום מסחר זה.

עיתוי העברת הפקודות



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

1. כאמור וכידוע, אופמת החלה את ביצוע ההתכסות ביום ה- 26.7.01 מספר שניות לפני תחילת הזמן הרנדומאלי (26:44:16). לטענת התביעה, מכיוון שאופמת נזקקה לכמות משמעותית של נכס בסיס ו/או חוזים לשם ביצוע ההתכסות, אין **סיבה הגיונית** לא להתכסות על חלק ניכר מתוך הסכום החסר בשלבים מוקדמים (סיכומי התביעה, עמוד 393 סעיף 9). העובדה שאופמת חיכתה עם ביצוע הליך ההתכסות לשניות האחרונות שלפני תחילת הזמן הרנדומאלי, מעידה ומוכיחה כי פעלה מתוך רצון להשפיע על מיקומו של המדד בסמוך לקביעת שער הפתיחה. טענות התביעה, כי ההמתנה ל"רגע האחרון" נועדה להשפיע על מדד המעו"ף ולקצר את זמן התגובה של פעילים אחרים, אינה נכונה, לא הוכחה מעבר לספק סביר.
2. לגישתם של הנאשמים, ישנה **סיבה הגיונית וכלכלית** שלא להתכסות על חלק ניכר מתוך הסכום החסר בשלבים מוקדמים. כפי שהובהר בהרחבה לעיל, ככל שחולף הזמן ומתקרבים לפקיעה, כך **מתווספת בידיהם אינפורמציה**, הן כללית והן בנוגע ליחס שבין מחירי החוזים למחירי המניות, על בסיסה הם יכולים לקבל החלטות מושכלות יותר בדבר אופן ההתכסות. עמד על כך הנאשם 3 כבר בהודעתו ת/9:

- ש" בימי פקיעה ברור לך שתצטרך או למכור נכס בסיס או לקנות נכס בסיס בהתאם לפוזיציה של אופמת באותה עת.**
- ת. לפעמים לא צריך לפעול בנכס בסיס. לפעמים הפוזיציה לא צריכה. אבל בדרך כלל צריך לפעול בנכס בסיס.**
- ש. אז למה לא להכניס הוראות קניה או מכירה בימי פקיעה מוקדם בשלב הטרנס פתיחה.**
- ת. לפעמים כדאי לקנות חוזים ולא מניות. "**
- (ת/9, עמוד 10 שורות 14-19).

כמו כן, העובדה שביום פקיעה ישנה פעילות מאסיבית ביותר בשוק, הן של פעילי שוק מעו"ף והן של משקיעים נוספים המעוניינים לנצל הזדמנויות, חלקם בעלי "אינטרסים מנוגדים" הופכת את המסחר ביום זה **לדינאמי ביותר** ועלולה להוביל למצב בו יחס



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- המחירים שבין החוזים למניות שהיה נכון לרגע מסוים כבר אינו רלבנטי לאור התהפכותו ברגע אחר.
- במקרה בו מבוצעות פעולות התכסות באחד השווקים ולאחר מכן חל מהפך שכזה, משמעות הדבר ברורה - יצירת הפסדים לחברה וחוסר יכולת לנצל הזדמנויות שלא צפו ונקרות בדרכם באופן בלתי צפוי (כפי שקרה במהלך פקיעת מרץ, וכפי שקרה לבועז דורי במהלך פקיעת 9/06).
3. עוד מוסיפה התביעה וטוענת כי פעילות הנאשמים ב"רגע האחרון" נועדה להעלות את שער המדד מבלי שיהיה סיפק בידי משקיעים אחרים להגיב ולאזן את שער המדד לרמתו שלפני פעילותם (סיכומי התביעה, עמוד 405, סעיף 1). טענה זו לא קיבלה ביסוס משפטי או עובדתי. מנ/18 עולה כי הייתה פעילות לא מבוטלת של משקיעים אחרים לאחר הפקודות של הנאשמים ובתוך הזמן הרנדומאלי ועמדנו על כך שיכולת התגובה של פעילים אלו הנה מהירה ביותר, בייחוד על רקע מודעותם לביצוען של פקודות לקראת סיום המסחר ביום פקיעה וציפייתם לפקודות הלו לשם ניצול הזדמנויות. יתרה מזו, למשקיעים שאינם פעילי שוק המעו"ף (עבורם אין משמעות ליחס שבין מחיר החוזים למחיר המניות) פתוחה הדרך להעברת עקומות היצע וביקוש מבעוד מועד.
4. מכאן שלא ניתן לשלול את יכולת התגובה של משקיעים אחרים בשוק, ויכולת זו אף לא נשללה מהם הלכה למעשה במסגרת פקיעת יולי.
- כפי שהובהר לעיל, לשם קבלת הכמות נהגו הנאשמים, כמו גם פעילי שוק המעו"ף הנוספים, ליתן פקודות בלימיט מקסימאלי, כאשר בפועל הפקודות בוצעו במלואן, חרף העברתן ב"רגע האחרון", נוכח הלימיט הגבוה שניתן, והשער מעולם לא נסגר בעליה או בירידה בשיעור זה או הקרוב לו, נוכח היבלעות הפקודות בשכבות הביקוש וההיצע הרבות הקיימות בימי פקיעה בשוק.
5. פעילות הנאשמים ביום ה' ה- 26.7.01 נעשתה כחלק מפעילות ההתכסות של הנאשמים, ומכאן שמדובר בפעילות המתחייבת בנסיבות העניין בהיות הנאשמים פעילי שוק המעו"ף. כפי שהובהר, העובדה שהנאשמים היו צריכים לרכוש נכס בסיס ו/או חוזים בכמויות גדולות בשביל להתכסות נבעה מכך שלאורך החודש ביצעו הליך של גלגול את הפקודות לרכישת המניות העבירו הנאשמים באמצעות 3 פקודות סל. העברת פקודות רכישה אחת לרכישת מניות בהיקף של כ- 253 מיליון ₪ מניות, הסביר נאשם 2 עלולה הייתה להביא למצב שמחיר המניות יעלה מעל למחיר החוזים, ולגרום למצב בו הם רכשו את הנכס היקר מבין השניים, באופן מנוגד למטרתם ופעילותם:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

"ת : ואני לא משדר את כל המאתיים שמונים מליון שקל שאני לא אגיע למצב שבעצם המניות מעל החוזים ואז רכשתי את המניות ביוקר. שאני אומר ביוקר זה לא שאני יודע אם בזק יקרה באותו יום, אלא כשאני אומר ביוקר, אני מדבר על העניין שהמניות לעומת החוזים גבוהות, ביחס לחוזים.

ת : זאת אומרת מתימטית יש לנו מצב שהמניות נסחרות מעל החוזים, ואני רוצה לקנות תמיד את הזול מביניהם." (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 73 שורות 24-30).

6. **נאשם 2** הסביר שעל אף פיצול הוראת הרכישה ל-3 פקודות, לאחר כל פקודה, נערכה בדיקה מחודשת של הנתונים והתקבלה החלטה בנוגע להמשך פעילות והכל בהתאם ליחס שבין מחיר החוזים למחיר המניות ולהערכתם בנוגע לצפי של יחס זה :

"ש : קודם כל מדוע, ורק במילה, מדוע הפיצול הזה?
ת : שוב אנחנו מפצלים כדי לא לייצר מצב שאנחנו בעצם קונים את המניות יקר יותר מהחוזים, אנחנו נותנים זמן לשוק לעכל את הקניה החדשה שהוצעה לשוק, להתייצב ברמה חדשה, ואז אנחנו שוב מקבלים החלטה לגבי היתרה. אוקיי, בנקודה הזאת שדרנו את ההוראה הראשונה לגבי שש אלפים מאתיים דלתות,

ש : יש פער מסויים בין חוזים למניות?
ת : נכון. שלפיו אנחנו מחליטים. לגבי ששת אלפים דלתות, החלטתי שאני לא אוכל להתכסות עם מאתיים דלתות בחוזים, שדרתי את האלפיים דלתות הראשונות במניות, זאת אומרת כרגע נשאר לי ארבעת אלפים מאתיים דלתות. ברגע שהגענו להוראה השניה של 9:44:56 שניות, הגעתי למסקנה שגם ארבעת אלפים מאתיים דלתות זה הרבה מדי לאותו הפרש בין חוזים למניות, ושדרתי עוד אלפיים קניה



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

במניות, ועכשיו נשארתי עם אלפיים מאתיים דלתות
שעליהן, רק עליהן אני צריך להחליט אם לקנות במניות או
בחוזים."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 75 שורה 30 – עמוד 76 שורה 12).

הקלטת ת/8' ותמליל השיחה ת/111א'

1. אינדקציה לכך שתהליך קבלת ההחלטות בדבר אופן ביצוע ההתכסות מושפע מיחסי המחירים שבין החוזים למניות בכלל ובפקיעת יולי בפרט, ניתן למצוא בדבריו של **נאשם 2**, כפי שהם באים לידי ביטוי בשיחה שקיים בזמן אמת עם גיל ארז מבנק איגוד ("גיל המגעיל") ומתועדים בקלטת ת/8' ובתמליל השיחה ת/111א'.
2. התמליל משקף את ההתלבטות בזמן אמת לגבי הנכס בו כדאי להתכסות. מהתמליל עולה הדיוק הנדרש משחקני מעו"ף בעבודתם ומשתקפות הדינאמיות וחוסר הוודאות המלווים את פעילות המעו"ף.
3. ההקלטה החלה בסביבות השעה 9:40, כאשר נאשם 2 התקשר לגיל והכין את הוראות הגיבוי. עד לשלב המתחיל בסימון 05:33, אופמת שידרה שתי הוראות לקניית מניות בהיקף של 2000 דלתות (90 מיליון ש"ח) כל אחת. כדי להתכסות, היה על אופמת לקנות 2000 דלתות נוספות במניות או בחוזים (200 דלתות ניקנו בחוזים במהלך הפקיעה).
- בשל הפערים בין שערי המניות לשערי החוזים, נאשם 2 התלבט אם לקנות את הדלתות החסרות בחוזים או במניות. אם יקנה במניות - האופציות יפקעו בדיוק באותו שער בו המניות יקנו. זה מצב מאוזן, **שאין בו רווח או הפסד**. אם יקנה בחוזים - יש לו **פוטנציאל רווח**. בפעילות בחוזים גלום גם סיכון, שהחוזים ירכשו בסופו של דבר בשער ממוצע הגבוה משער הפקיעה.
- בעמוד השלישי מתחת למספר 05:33, נאשם 2 שואל לדעתו של נאשם 3 בדבר הוצאת פקודה לרכישת 1,000 דלתאות נוספות במניות. נאשם 3 אומר לנאשם 2 בתגובה כי אי שיגור ההוראה הנ"ל, יגרום לכך שהוא יצטרך להתכסות על כמות של 2,200 דלתאות, וכלשונו: "יהיה לי לעשות 2200". **חרף דבריו אלו של נאשם 3, מחליט נאשם 2 להוציא את הפקודה הנ"ל!**



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ללמדנו – גרסת הנאשמים לפיה בימי פקיעה תפקידו של נאשם 3 ליתן לנאשם 2 את ה-
INPUT שלו אודות מצב החוזים והפעילות הצפויה בהם על רקע נתוני המסחר, בעוד שמי
שבסופו של דבר מקבל את ההחלטה כיצד לפעול הנו נאשם 2.
לטענת התביעה, מדברי נאשם 2 (לאחר הסימון 06: 31 בתמליל ת/111א') עולה כי הלה היה
מוטרד מכך ששער המדד יורד ומזיק לפוזיציה של אופמת, ומתחרט שלא המתין עם שיגור
ההוראה של ה- 1,000 דלתאות הנוספות שהיו לו ובכך היה מונע תגובתם של פעילי שוק
אחרים המורידים להם את השער (סיכומי התביעה, עמוד 397-398).
4. **נאשם 2** שלל בעדותו מכל וכל טענה זו של התביעה ונתן הסבר ארוך ומפורט לדבריו
אלו, דהיינו, שהשאלה שעמדה על הפרק באותו שלב היתה האם ניתן יהיה לרכוש את
הכמות החסרה להתכסות בחוזים, בשער שיהיה נמוך משער הפקיעה הצפוי. מהתמליל
משתקפת ההתייעצות שהתקיימה בזמן אמת בין נאשם 2, שניהל את הפקיעה, לבין נאשם 3,
שישב מול מסך החוזים:

” 05: 33”

ברקע באופמת: נאשם 2 אומר: **”רונן אני לא מוציא את העוד 1000; תגיד לי
אם אתה רוצה שאני אוציא רוּן [רוּן: יהיה לי לעשות 2200] יהיה לך לעשות
2200 אז מה? השוק ב 1.25 (הכוונה ל- 451.25).**

...

6: 11

[ברקע גולן: **להוציא? עוד 1000**

...

6: 19

[גולן: **OK נוציא עוד 1000**

ברקע גולן: **OK הוצאתי עוד 1000; אין לי יותר להוציא; אין לי יותר להוציא]**
5. נאשם 2 צריך היה להחליט באיזה נכס להתכסות על 2000 הדלתות שנותרו. מדובר בשלב
הרנדומאלי, המסחר יכול להסתיים בכל רגע.
נאשם 2 ניסה להבין מנאשם 3 אם ניתן יהיה בהמשך היום, לאחר הפקיעה, לקנות את ה-
2000 דלתות בחוזים, בשער נמוך מ- 451 (באותה עת החוזים נסחרו ב- 448 בערך) (ת/158).
נאשם 2 העדיף לקנות את הכמות החסרה **בחוזים**, שכן אז היה לו פוטנציאל רווח.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

6. כפי שמשתקף בשיחה, לדעתנו של נאשם 3, יהיה קשה לסגור את כל החשיפה (2000 דלתות) בחוזים. נאשם 2 חשב שניתן יהיה להתכסות ב-2000 דלתות בחוזים בצורה רווחית כי השוק ב-451 ("יהיה לך לעשות 2200. אז מה?"). הערכתנו של נאשם 2 בשלב זה היתה, כי לא תהיה בעיה לרכוש את יתרת הכמות בחוזים באופן רווחי. הוא העדיף שלא לשדר הוראה נוספת לרכישת 1000 דלתות במניות. יחד עם זאת, כיוון שנאשם 3 הוא שסחר בחוזים, נאשם 2 התייעץ עימו. נאשם 2 הסביר את הדברים בעדותו:

"ש: ואתה אומר לו, אני עוד לא, לא מוציא עוד את האלף דלתות. אנחנו פה

נמצאים בתוך זמן פקיעות, ואתה אומר לו, אני עוד לא מוציא את העוד אלף.

ת: נכון.

ש: למה?

ת: אני, כי אני יושב ומסתכל, יש איזה שרטוט שם של איך אנחנו יושבים, אז רונן בעצם יושב על המחשב מסחר שלו, זה מחשב מסחר של אופציות. אורן יושב על מחשב מסחר של מניות ואני יושב מאחורי שניהם, ואני רואה את שני המסכים, זאת אומרת אני רואה כל הזמן איפה המניות נמצאות ואיפה האופציות נמצאות אני לא ממש מרגיש את השוק כמו רונן, כי הוא ממש סוחר. הוא למשל כבר קנה מאתיים דלתות, הוא יודע אם קל לקבל או קשה לקבל את אותן הדלתות. הוא יודע אם מישהו פתאום יכול תוך שניה לרוץ כלפי מעלה ובעצם הוא ינזק מסגירה בחוזים. אז, אז אני לוקח בשיקול הדעת שלי אני לוקח את מה שרונן אומר לגבי החוזים, בהסתכלות שלי, מהנסיון שלי ראיתי שהיה נראה לי שלא תהיה בעיה לסגור אלפיים מאתיים, אלפיים מאתיים דלתות".

(עדות גולן, פרוטוקול ח.ר. מיום 13.3.07 עמ' 84 ש. 29 - עמ' 85 ש. 12).

7. בהמשך, בעקבות צמצום הפער בין המניות לחוזים, נאשם 2 החליט לשדר קנייה של עוד 1000 דלתות במניות.

אחרי שידור 1000 הדלתות הנוספות, נאשם 2 השאיר את היתרה, 1000 דלתות לרכישה בחוזים. השארת הכמות לרכישה בחוזים, אפשרה פוטנציאל רווח. נאשם 2



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

העריך כי לאור השערים בשני השווקים סמוך כל כך לפקיעה - ניתן יהיה לקנות את הדלתות החסרות בחוזים בשערים רווחיים, תוך זמן קצר אחרי הפקיעה וכך הוא הסביר את הדברים בעדותו:

ש: "אתה רואה אותה ב-ת/110, או.ק.י. עכשיו, מה שאני רוצה לשאול, זה גם מה שראינו בהקלטה, ב-ת/111 א', ההתלבטות שלך ושל רונן אם לקנות במניות או בחוזים. אתה זוכר את זה?"

ת: כן, כן, אני זוכר מההקלטה.

ש: זוכר מההקלטה. בסופו של דבר החלטת לקנות אלף במניות.

ת: נכון.

ש: למה? רק תגייד בכמה מילים, למה במניות ולא בחוזים?

ת: אני הלא מקבל כל הזמן דיווחים מרונן לגבי מצב הפעילות בחוזים, וכמה חוזים נראה לו שנוכל לסגור באותו הפרש שיש באותו זמן בין חוזים לבין מניות, והאיתות שקיבלתי מרונן, שזה יהיה לו קשה. פעם אחת קיבלתי איתות והוא אמר לי שזה יהיה קשה, ואמרתי לו: בסדר, קשה אבל תסתדר. בהסתכלות שלי היה נראה שאפשר יהיה לסגור. בפעם השנייה, כנראה שהאיתות היה כבר חזק יותר ויכול להיות שמחירי החוזים והמניות פשוט נצמדו אחד לשני ולכן שידרתי את אותם אלף במניות.

ש: עכשיו, יכול להיות, מצב, הרי אנחנו עכשיו במצב הרנדומאלי, שבעצם המסחר יכול להיפסק כל רגע, נכון?

ת: נכון מאוד.

ש: אז המשמעות של זה, אני רוצה לשאול אותך שאלה, לפני שאתה מספיק להעביר את האלף הזה במניות, המסחר ייפסק ואז תצטרך להתכנסות בעצם ב-2,200 דלתות בחוזים.

ת: נכון, כש-200 בעצם כבר רכשנו, אז נשאר לנו 2,000."

(פרוטוקול דיון מיום 27.3.07 עמ' 2 ש. 6-26).

8. נאשם 2 הסביר בעדותו, כי כשאמר 'אין לי יותר להוציא', הוא התכוון שהוא לא רוצה לקנות יותר במניות, אין לו כוונה לשדר הוראת קנייה במניות ל-1000 הדלתות הנותרות:



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

”ש: לאחר השידור אתה אומר, הוצאתי עוד אלף, אין לי יותר להוציא. אין לי יותר להוציא. למה? הרי בעצם נשארת עם עוד אלף מאתיים דלתות ת: יש לי עוד אלף מאתיים להוציא. אבל בהסתכלות שלי אני אומר בהפרשי מחירים האלה שקיימים פה, אני לא רואה שום בעיה לרוון למכור את זה, בעצם אני רוצה שהוא, מתי שהוא הוא יתחיל להמשיך ולרכוש חוזים בנוסף למאתיים החוזים שהוא כבר רכש עד, עד אותו שלב. אבל בעצם יש לי עוד חוזים, למרות שאני אומר שאין לי עוד חוזים. זה, כל הדו שיח פה, ש: לא חוזים, דלתות. ת: אין לי יותר דלתות, נכון.”
(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07 עמ' 89 ש. 21-29).

9. לאחר שידור ההוראה השלישית של אופמת לקניית 1000 הדלתות, המדד ירד. ניתן לראות זאת בת/110 - ב- 17: 46: 9, אחרי שידור ההוראה השלישית של אופמת, המדד עמד על 454.35. מדד הפקיעה ב- 14: 47: 9 היה 450.81. ניתן ללמוד זאת גם מהתמליל:
”6: 31”

[ברקע: גולן אומר: "נו... שיתחילו לאסוף... מלל לא ברור... כן תראה כמה מורידים לנו עכשיו, לא, מישהו מוכר, היינו צריכים לשמור על ה-1000 הזה, תתחיל לקחת לנו, לא בעצם רגע צריך לראות כמה יורידו לנו, אתה יודע תמיד עם השלוש דקות המטופשות האלה].”

10. משמעות ירידת המדד מבחינת אופמת היתה, שהפער בין חוזים למניות מצטמצם, ולא בטוח שניתן יהיה להתכסות על הדלתות החסרות בחוזים ברווח, ויתכן שעדיף לרכוש אותן במניות. משמעות הרכישה במניות היא, כי לא יהיה רווח כתוצאה מן הפקיעה, בעוד שאם תהיה רכישה בחוזים, יש אפשרות לרווח.

התמליל ממחיש את חוסר הוודאות בו נאשם 2 היה נתון באותה נקודת זמן. הפער בין החוזים למניות הצטמצם, והדבר היקשה על ההחלטה באיזה נכס להתכסות. בנוסף, נותר זמן קצר מאד לקבלת ההחלטה. החשש של נאשם 2 לא היה מירידת השער כשלעצמה, אלא מצמצום הפער בין המניות לחוזים. יתכן ויהיה נכון יותר להתכסות במניות, ואז הוא



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין תאריך: 15/04/2008

לא ירוויח מאותן 1000 דלתות. בנוסף, לאור הזמן הקצר, יתכן אף שהוא לא יספיק לקנות במניות את הכמות החסרה, וההתכסות תהיה בחוזים, במחיר גבוה יותר:

”ש: למה אתה היית מוטרד מזה שהשער יורד? אתה אומר: מורידים לנו,

מורידים לנו. למה היית מוטרד מזה?

ת: כי יכול להיות מצב,

ש: הרי לשיטתך הפער מצטמצם.

ת: אני אסביר.

ש: תסביר בבקשה.

ת: כי יכול להיות מצב שפתאום זה יתהפך ובעצם המניות ירדו מתחת

לחוזים. או קי?

ש: ואז המשמעות?

ת: ואז המשמעות שאני אוציא את ה-1200 האחרונים. זה הכול.

ש: במניות, לא בחוזים.

ת: כן, ואז באמת אם אני לא אספיק להוציא את ה-1,200, כמו שאת

אומרת, שבדיוק באותו רגע שאני אחליט להוציא את ה-1,200, בדיוק

באותה שנייה יאספו, כלומר יסתיים השלב של הטרום פתיחה, ואז באמת

ייווצר מצב שבסופו של דבר קניתי חוזים יקר יותר ממה שקניתי את

המניות.”

(פרוטוקול דיון מיום 27.3.07 עמ' 14 ש. 7-21).

11. חוסר הוודאות וההתלבטות הנמשכת בין שני הנכסים, שהם חלק בלתי נפרד מפעילות

ארביטראז', השתקפו היטב בדבריו של נאשם 2 "תתחיל לקחת לנו, לא בעצם רגע.."

בתחילה נאשם 2 פנה לנאשם 3 ואמר לו להתחיל לקנות חוזים. מיד לאחר מכן נאשם 2

התחרט ושינה דעתו, היות והפער מצטמצם ואז אולי נכון יותר להתכסות במניות. מדובר

בפרק זמן לחוץ, ואנו רואים כי המסחר השתנה משנייה לשנייה. נאשם 2 חיכה לשנייה

האחרונה ממש כדי להחליט כיצד כדאי לפעול:

”ש: כלומר, אמרת לו להתחיל לקחת, אחרי כן אמרת לו,

ת: נכון.

ש: בעצם לחכות,



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ת: מכיוון שבעצם המחיר היחידי שמעניין אותנו, זה המחיר של קניית החוזים כנגד המחיר שאנחנו קונים בו את המניות, ואני עדיין לא יודע בכמה אנחנו רוכשים את המניות, למרות שאנחנו כבר בתוך הזמן פציעות, ולמרות שאנחנו כבר ברגע האחרון, וכל רגע יכולים לאסוף, עדיין אני לא יודע את המספר הזה. ואז אני קצת מודאג שפתאום הוא התחיל לקחת חוזים, וזה יהיה במחיר שהוא בעצם גבוה ממחיר המניות ואני ממש רוצה לחכות לרגע שבעצם יאספו, שיאספו שיסתיים שלב הטרום הפתיחה ויתחיל שלב הפתיחה." (עדות גולן, פרוטוקול ח.ר. מיום 13.3.07 עמ' 92 ש. 7-16).

12. חיזוק לדבריו של נאשם 2, כי החשש שלו היה משינוי בפער לטובת המניות, ולא מירידת השער כשלעצמה, ניתן למצוא בכך שלא שידר בנקודת זמן זו הוראה לקניית מניות נוספות. כאמור, לצורך ההתכסות נותרו לנאשם 2 לקנות עוד 1000 דלתות. אם מטרתו היתה להשפיע על השער ולהעלותו כטענת התביעה, יכול היה לשדר הוראה נוספת לקניית מניות. מן התמליל אנו למדים על ההיפך הגמור. נאשם 2 התווכח עם נאשם 3 לגבי ה- 2000 דלתות האחרונות, הוא לא רצה לקנותן במניות. בסיום ההקלטה נאשם 2 אף הצטער שלא השאיר את ה- 1000 דלתות שקנה במניות לקניות בחוזים. (פרוטוקול דיון מיום 27.3.07 עמ' 14 ש. 22-28).

13. נאשם 2 נדרש לקבל החלטות במצב של חוסר וודאות. להחלטות שיקבל משמעות כספית גבוהה והשפעה על הרווחיות של אופמת. התמליל מלמד אותנו על הסיכון, הלחץ והמתח הרב המלווה את המסחר. לא ניתן לדעת מה יהיה, כיצד השוק יתנהג, השוק הוא דינאמי והפכפך:
"6.31"

....

גולן: התחילו לאסוף! יש (צעקה), מצויין תודה רבה גיל"

14. כאשר הסתיימה הפקיעה, היתה תחושת הקלה. באותה הפקיעה מעבר לתחושת ההקלה, היתה גם שמחה, כי זו היתה פקיעה מוצלחת, היה ברור שנאשם 3 יצליח להתכסות בחוזים על 1000 הדלתות שנשארו בצורה רווחית, כלומר בשער נמוך משער הפקיעה (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07 עמ' 93 ש. 17-25).

15. התמליל משקף יותר מכל את ההתלבטות לאורך כל הדרך בין המניות לחוזים, ליבת פעילות הארביטראז'. יותר מכך, התמליל משקף את העדפתו של נאשם 2 להתכסות בחוזים על פני



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- התכסות במניות**, שאיפה הנובעת משיקולי ארביטראז'. שאיפה זו עומדת **בסתירה** לטענה בדבר כוונה להשפיע על שערי המניות.
- התמליל, עדות חיה וספונטאנית מזמן אמת, מהווה ראייה לכך שהשיקולים של נאשם 2 בפקיעת יולי היו שיקולי ארביטראז' - שיקולי מעו"ף לגיטימיים.
16. התביעה טענה, כי הביטוי שנשמע מפי נאשם 2 בקלטת 'תראה כמה מורידים לנו את זה עכשיו', הוא ראייה לכך שכוונתו היתה להעלות את השער. לטענתה, נאשם 2 הצטער כי לא שמר לסוף המסחר את 1000 הדלתות, ששידר בהוראה השלישית לקניית מניות, כי אילו היה משדר אותן בשלב זה - הן היו גורמות להעלאת השער.
17. הסנגוריה הוכיחה שאין ממש בטענת התביעה משלוש סיבות:
- ראשית**, באותו שלב, גם לאחר ששידר את 1000 הדלתות של ההוראה השלישית, נותרו לנאשם 2 עוד 1000 דלתות שהיה צריך לרכוש לצורך התכסות. הוא בחר דווקא לרכוש אותן בחוזים ולא במניות. אילו מטרתו היתה השפעה על השער כפי שטענה התביעה, יכול היה לשדר בשלב זה קנייה נוספת במניות שהיתה מעלה את השער. נאשם 2 לא עשה כן.
- שנית**, אילו מטרתו של נאשם 2 היתה להעלות את השער - יכול היה לשדר מניות גם מעבר לכמות הנדרשת לו לצורך התכסות. בסופו של דבר נאשם 2 קנה במניות אף **פחות מהכמות** שנדרשה לו לצורך התכסות.
- שלישית**, על פי שיטת הנטרול, כי מבחינת ההשפעה על השער אין רלוונטיות **לעיתוי** ההוראה. הטענה כאילו נאשם 2 הצטער שלא שמר את 1000 הדלתות לקנייה במניות, אינה הגיונית אפוא. אם רצה להשפיע על השער - הרי השפעת ההוראה על השער היתה זהה בכל עיתוי בו היתה מוכנסת.
18. ירידת המדד צמצמה אמנם את הפער בין המניות לחוזים, אך עדיין היה זה פער בו ניתן היה להתכסות בחוזים על 1000 דלתות, ולדעתו של נאשם 2 גם על 2000 דלתות. כאמור, בהתכסות בחוזים היתה אפשרות רווח, בניגוד להתכסות במניות.
19. מרגע שידור ההוראה השלישית של אופמת ועד לסיום המסחר - עברה דקה שלמה. דקה של התלבטות אמיתית כיצד לפעול, התלבטות המשתקפת בתמליל. במהלך דקה זו התלבט נאשם 2 האם לפעול במניות או בחוזים.
20. התמליל ממחיש כי לאופמת אין שליטה על השוק. היא מגיבה למצב השוק, לפערים בשערים, ולפעילות של פעילים אחרים. התמליל מלמד גם, כי בפועל היו פעילים אחרים שפעלו אחרי אופמת.



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

21. הסיטואציה שבתמליל דומה למצב בו היה נאשם 2 בפקיעה של חודש אפריל 2007 ביום 26/04/07 בה נערך ביקור בית המשפט בחדר העסקאות. נאשם 2 המתין לרגעים האחרונים למסחר, על מנת להשאיר לעצמו את האפשרות להתכסות בחוזים, לפחות לגבי חלק מהכמות הנדרשת.

22. **נאשם 3**, נחקר אודות ההבנה שלו את דבריו של נאשם 2, וכך באו הדברים לידי ביטוי בחקירתו הנגדית:

ש"ש : עכשיו תראה מה הוא אומר, לפני זה קודם כל תסביר לי אם זה מטריד אותך למה זה מטריד אותך? למה מטריד אותך שהמדד יורד?

ת : כי הפרש בין החוזים למניות מצטמצם.

ש : נו, אז מה הבעיה?

ת : שוב פעם, אם למשל, הרי מאיפה מגיע הרווח הזה? כשאתה קונה את הזול ושוב או מוכר את היקר או לא, זה תלוי עוד פעם אם אתה מתכסה או לא, עכשיו יש מרווח שאתה קונה את הזול, נגיד שהיית צריך לקנות מניות. אם אתה קונה את החוזים אז שוב בהסתכלות שלך אם קנית חוזים זה אומר שחשבת שיש שם הזדמנות וקנית אותם בזול ועשית רווח. לעומת זאת אם קנית הכל במניות לא עשית שום רווח.

ש : ז"א סוגרים לו פה את הפוטנציאל לרווח, את המרווח שהוא אתו יכול לעשות רווח.

ת : אז יכול להיות שלא הייתה הזדמנות. גם זה קורה, היו מקרים שקנינו את הכל,

ש : מוטרד מזה שחלון ההזדמנויות הולך ונסגר?

ת : לא יודע מה זה מוטרד ולא יודע מה זה חלון ההזדמנויות. אני אומר שהמרווח בין חוזים למניות מצטמצם,

ש : הוא מצטמצם ע"י זה שהמדד יורד, נכון?

ת : טוב, שוב, אין לנו פה בדיוק את המחירים של החוזים ואין לנו בדיוק את המדד של המניות, אבל הוא מצטמצם.

(פרוטוקול דיון מיום 2.5.07, עמוד 124 שורות 4-22).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

שתיקת הנאשמים בשלבים שונים של חקירותיהם ברשות ניירות

ערך:

כפי שפירטה הסניגוריה בסיכומיה השונים, הפסיקה איננה יכולה להביאוני, במקרה הנדון, לא למסקנה שבשתיקה הנ"ל יש בכדי לחזק את ראיות התביעה ובוודאי שלא לשמש לה לסיוע.

שתיקתם הן של נאשם 2 והן של נאשם 3 לאחר שלבי החקירה הראשונה ולאחר שנוכחו לדעת שחוקרי הרשות "ננעלו" על כיוון מסויים וכל אשר מעוניינים לעשות הוא להשיג ראיות להרשעה ולא לקבל הודעותיהם ולנסות להבין את מניעיהם ולשקול האם יש במעשיהם משום מעשים פלילים, אם לאו, לגיטימית בעיני ואי אפשר לזקוף שתיקה זו כנגד הנאשמים.

שתיקת נאשם מס' 2

1. נאשם 2 שיתף פעולה וענה באריכות לשאלות החוקרים במהלך שתי חקירותיו הראשונות, למרות שהיה במצב בריאותי רעוע מאד (פרוטוקול דיון מיום 14.3.07 עמ' 45 שורה 12 – עמוד 46 שורה 2, עמוד 48 שורה 1 - עמוד 50 שורה 25; פרוטוקול דיון מיום 20.3.07 עמ' 7 ש. 11-30, עמוד 32 שורות 1-24, עמוד 38 שורה 8 - עמוד 39 שורה 30; ת/1, ת/2, ת/3, נ/19, ג/22, ת/148, ת/149, נ/24, נ/25, נ/2). בתחילת הדרך, כוונתו של נאשם 2 היתה לשתף פעולה עם חוקריו. בשתי חקירותיו הראשונות, וחרף מצבו הבריאותי הקשה, נאשם 2 ניסה, משך שעות ארוכות, להסביר לחוקריו את דרך הפעילות שלו כפעיל מעו"ף ואת השיקולים המנחים.
 2. הנאשם 2 הגיע לחקירתו כשהוא חולה מאד. למרות זאת ניתן לראות כי בחקירה הראשונה, שנמשכה למעלה מ-12 שעות, על פני עשרות עמודים, הוא השיב באריכות ובפרוטרוט לכל שאלות החוקרים. על אף שלא חש בטוב, נרשמו מפיו למעלה מ-50 עמודים, כשהמדובר במאטריה מסובכת וקשה.
- לחקירתו השנייה הנאשם 2 הגיע מתוך כוונה שלא לדבר, לאור מצבו הבריאותי הירוד. בסופו של דבר, לאחר דין ודברים עם החוקרת, הוא השיב לשאלות בחקירה זו - עד שהתמוטט. גם לאחר



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

שהתמוטט ביקשו החוקרים להמשיך לחוקרו והנאשם 2 השיב לשאלותיהם עד שחש שאינו יכול לעשות כן (ת/2, נ/23, ת/148; פרוטוקול דיון מיום 14.3.07 עמ' 50 ש. 10 - עמ' 52 ש. 15; פרוטוקול מיום 20.3.07 עמ' 23 ש. 23 - עמ' 25 ש. 14).

3. התנהלותו של נאשם 2, שהתעקש לדבר ולהסביר נושא מורכב ומסובך למרות מצבו הבריאותי הקשה - מעידה על רצון לשתף פעולה. עיון בחקירתו מלמד שלא היה רצון או מכוונה להסתיר את מעשיו. בהמשך חקירותיו, לאור מצבו הבריאותי הרעוע ובשל התעקשותם של החוקרים לחקור אותו במצב כזה, הנאשם בחר בזכות השתיקה. החלטה זו נתקבלה בעצת עורך דינו. הנאשם הוסיף, כי חש שהחוקרים נהגו כלפיו באטימות ובצורה לא הוגנת שהביאה לאובדן אמון שלו בחקירה ובחוקריו.

שתיקת נאשם 3:

1. נאשם 3 נחקר ברשות ניירות ערך ב-21/1/02, חקירה ארוכה המשתרעת על פני 44 עמודים שנמשכה משעה 18:11 בבוקר והסתיימה ב-23:00 דהיינו כ-12 שעות חקירה.

החקירה התמקדה - מעבר לשאלות הכלליות על פעילות אופמת, תפקידיו בחברה ודרך פעולתם כשחקני מעו"ף - בפרשת פרטנר. נאשם 3 שיתף שיתוף פעולה מלא עם חוקריו וענה על כל שאלותיהם למרות היותו עייף ותשוש, וכפי שציין בסוף עדותו "אני רוצה לציין שאני ער כמעט 40 שעות רצוף" (ת/9 עמוד 44 שורה 12).

בסוף חקירתו נעצר ולמחרת הוארך מעצרו על ידי שופט.

2. בפתח חקירתו השנייה (ת/10 מיום 23.1.01, כשהנאשם במעצר) ולאחר שהוזהר אמר שבשלב זה הוא בוחר בזכות השתיקה וכי לאחר שישתחרר מהמעצר יוועץ בעורך דינו ויחליט מה לעשות, והמשיך לבחור בזכות השתיקה גם בחקירות הבאות.

3. בעדותו בבית המשפט עמד נאשם 3 על הסיבה שהובילה אותו לבחור בזכות השתיקה:

"ש : אני רוצה שתסביר למה בחרת בזכות השתיקה.

ת : לפני הדיון על הארכת המעצר באבו-כביר נפגשתי עם עורך

דיני וסיפרתי לו כמובן את כל ההשתלשלות, מה קורה, איך



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

ההרגשות שלי וכו' והוא ייעץ לי לבחור בזכות השתיקה וזה מה שעשיתי.

ש : איזה רגשות, איזה הרגשות? מה סיפרת לו בעניין הזה?
 ת : אני עד אז לא פגשתי, בוא נגיד את הנציגים במדינת ישראל או נציגי החוק מעבר למה שכל בן אדם ממוצע פוגש, כשבאתי לשם זה לא.... היתה לי הרגשה ובטח שלא ישנתי במעצר ברחובות בלילה, התגבשה לי הרגשה שהחוקרים באו עם מסקנה ברורה ומה שהם רוצים זה פשוט לאשש אותה. אני חושב שגם ככה הנושאים מאוד מסובכים ועוד להסביר את זה למישהו שלא רוצה להבין זה משהו מאוד בעייתי ולכן החלטתי לשתוק באותה נקודת זמן. ובהמשך אם זה יגיע לכתב אישום וכו' להסביר את זה באיזשהו מקום אובייקטיבי שמישהו פתוח להאזין למה שיש לי להגיד כמו פה, בית המשפט הזה."

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 45 שורה 30 – עמוד 46 שורה 12).

זכות השתיקה כזכות יסוד של אזרח במדינה דמוקרטית

1. זכות השתיקה הינה זכות יסוד של אזרח במדינה דמוקרטית ככלל, אין שתיקתו של חשוד במשטרה משמשת ראיה נגדו בבית המשפט:

" עקרונית... 'שתיקה' של חשוד אינה יכולה לשמש ראיה לחובתו; שהרי זוהי זכות יסוד של כל אדם; ואין הדעת סובלת שעשיית שימוש בזכות יסוד - הזכות לחיסיון מפני הפללה עצמית - תהיה לו, לבעל הזכות המשתמש בה, לרועץ... הודיה, כ'התבטאות'... 'מדברתי' לחובת הנאשם כעד; להבדיל מ'שתיקה', שאינה 'אומרת' דבר.

לכן, הכלל הוא, שכאשר חשוד מגיב להאשמה המוצגת בפניו במסגרת חקירתו ב'שתיקה' - אין לפרש את שתיקתו לחובתו ואין לראות בה אפילו 'התנהגות מפלילה'. דברים אלו נכונים, גם כאשר בנסיבות העניין מתחייבת תגובה אחרת, לאמור: תגובה מכחישה באמירה מפורשת, או תגובה מסבירה באמירה מפורשת, ומכל מקום לא שתיקה".

(י. קדמי, על הראיות, חלק ראשון, התשס"ד-2003, בעמ' 17).



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

2. כך גם נקבע בפסק הדין גרציאני הנ"ל:
 "אכן, עומדת לו לחשוד זכות שתיקה מוחלטת בשלב החקירה וזכות בחירת קו ההגנה במהלך הדיון במשפטו; ואין הדעת סובלת שעשיית שימוש בזכות השתיקה או בזכות בחירתו של קו ההגנה, יהיו לו - כשלעצמם - לרועץ." (שם, בעמ' 850).
3. הפסיקה קבעה, כי מקום בו נעשה שימוש לרעה בזכות השתיקה, יהיה מחיר ראייתי לשתיקה, והיא יכולה לשמש חיזוק לראיות התביעה. אולם, אם סיפק הנאשם הסבר סביר לשתיקתו בחקירה - היא מאבדת מכוחה הראייתי:

"נתן חשוד הסבר סביר לשתיקתו בשלב החקירה, עשויה השתיקה לאבד את כוחה הראייתי - המצומצם לעניינה של גרסה מאוחרת כאמור - לחובת השותק...".
 (י. קדמי, על הראיות - חלק שני, התשס"ד-2003, בעמ' 714).

על מטרת החקירה המשטרית, על חובתם של החוקרים להיות פתוחים ובלתי "נעולים" על תזה, נאמר רבות בפסיקה, ויפים לענין זה דבריו של כב' השופט א. ברק בע"פ 721/801 מדינת ישראל נ' תורג'מן, פד"י לה(2), 466 בעמוד 462):

"... מטרת החקירה המשטרית אינה מציאת ראיות להרשעתו של חשוד, אלא מציאת ראיות לחשיפת האמת, בין אם זו עשויה להוביל לזיכוי של החשוד ובין אם היא עשויה להוביל להרשעתו...".

4. התביעה טוענת כי בע"פ 1888/02 מדינת ישראל נ' מקדאד, פ"ד נו(5), 221 נקבע כי כאשר חשוד שותק בחקירה לגבי חלק מהעבירות המיוחסות לו ומשיב לגבי חלק אחר, מדובר בהתנהגות מפלילה העשויה לשמש סיוע.
 בעניין מקדאד דובר על נאשם ששתק בחקירתו לגבי עבירת רצח ומסר גירסא לעניין עבירות אחרות. עיון בסעיף 18 לפסק הדין מעלה כי שתיקתו של הנ"ל לא היוותה גורם שהובא בחשבון לצורך הרשעתו. כב' השופט א. גרוניס אף מצא הסבר סביר לשתיקה:

"18. נראה שיש להבחין בין מרכיבים שונים בהתנהגותו של המשיב. מצד אחד, עומדת שתיקתו במהלך החקירה, בכל עת



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

שנשאל לגבי הרצח המסוים, ומצד שני, עומדים סירובו ליתן דגימת רוק, הפעולה לניקוי פייתו של הבקבוק והתגובה הקשה בעת שנתפסו תחתוניו. את שתיקתו של המשיב ניתן בהחלט להסביר כנובעת מרצון שלא להפליל את אחד מבני משפחתו. אם אחד מבני המשפחה עשה שימוש במסיכה, בידיעתו של המשיב, סביר הוא שהמשיב ישתוק בחקירה, שהרי אם ידבר עלול הוא להביא להפללתו של אותו בן משפחה. שונים פני הדברים כאשר בוחנים את המרכיבים האחרים בהתנהגותו של המשיב.

(...)

19. בערעור זה התעוררה השאלה האם צדק בית המשפט המחוזי משהחליט, בדעת רוב, לזכות את המשיב מעבירת רצח ומעבירה של ניסיון לרצח. במכונת השנייה, היא המכונת ממנה נורו היריות שגרמו למותו של אחד ולפציעתו של אחר, נמצא כובע גרב, שהינו למעשה מסיכה. בבדיקה ביולוגית התברר, כי במסיכה נמצא רוק, אשר המטען הגנטי שבו תואם, ברמת ודאות גבוהה ביותר, את ה-D.N.A של המשיב. העובדה שבמכונת השנייה נמצאה מסיכה ועליה רוק של המשיב, מהווה ראיה נסיבתית בעלת משקל רב נגד המשיב. המשיב לא נתן הסבר כיצד הגיעה המסיכה למכונת. אף על פי כן, אילו התמצו ראיותיה של המדינה במסיכה וברוק שנמצא בה, היה מקום לזיכוי של המשיב. ניתן היה להסביר את העובדה הנזכרת, ואף את שתיקתו של המשיב בחקירה, כנובעים מרצונו להמנע מלהפליל אחר מבני משפחתו. ברם, בנוסף למסיכה ולרוק הסתמכה המדינה אף על התנהגותו של המשיב מעת שהוא נדרש ליתן דגימת רוק. המשיב סירב וחזר וסירב לתת דגימה. לא זו אף זו, הוא עשה מאמץ למנוע אפשרות שניתן יהיה לקחת דגימה מפייתו בקבוק, אשר הוא שתה ממנו. נוסף על כך, המשיב התנהג בצורה נסערת במהלך חקירתו לגבי הרצח. תגובתו הייתה חריגה כאשר החוקרים תפסו את תחתוניו. כל אלה, במיוחד כאשר מצרפים אותם יחדיו, יוצרים מסכת של ראיות נסיבתיות שאינן מתיישבות עם האפשרות שהמשיב ביקש להגן על בן משפחה שלו, בידיעה שהלה



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

עשה שימוש במסיכה במהלך הרצח. ההסבר היחיד הוא שהמשיב ביקש להגן על עצמו בשל חששו כי יתגלה שהיה מעורב ברצח. הצירוף של המסיכה ועליה רוק של המשיב עם התנהגותו האמורה מובילים, בהכרח, לקביעה כי המשיב השתמש במסיכה במהלך הרצח.

- העולה מן האמור, מקדאד הורשע בשל סירובו לשתף פעולה במתן בדיקת רוק ובשל התנהגותו הכללית במהלך החקירה, ולא מפני ששמר על זכות השתיקה.
5. בענייננו אין מדובר בחשודים שבחרו על אילו נושאים להשיב ובאילו נושאים לשמור על זכות השתיקה, אלא בחשודים שהחליטו לשמור על זכות השתיקה בצורה גורפת החל משלב שכבר לא היה להם כל מוטיבציה או סיבה לשתף פעולה עם הרשות, לאור הנסיבות שנוצרו.
6. שמירה על זכות השתיקה בעת החקירה (להבדיל משתיקה בבית המשפט) עשויה לחזק את ראיות התביעה (אין המדובר בתוספת ראייתית מסוג חיזוק, כי אם בחיזוק כללי לראיות התביעה), אלא שאין לה כל משמעות בפני עצמה וכפי שכתב י. קדמי בספרו, על הראיות, חלק ראשון, הוצאת דיונון מהדורת 2003 בעמוד 267: "שתיקתו של חשוד אך מחזקת את ה"יש" אך אינה מצטברת אליו." קל וחומר שאין ללמוד ממנה מסקנות לחובתם של הנאשמים, כאשר ניתן הסבר לשתיקתם בחקירה.

טענת התביעה בדבר גרסה כנושה

1. אינני יכול לקבל את טענת התביעה בסיכומיה, כאילו נאשם 2 כבש את גרסתו עד לפרשת ההגנה בכדי לתפור לעצמו גרסה'. כבישת עדות היא מקום בו ההגנה נמנעת מלהביא את גרסתה ולעמת את עדי התביעה עימה. בכך מוכשלת האפשרות לבדוק את אמיתות ומהימנות התזה באמצעות עדי התביעה. דברים אלה עולים מפורשות מע"פ 5730/96 גרציאני נ' מ"י, תק-על 98(2), 843 (1998).
2. עיקרי טענותיו של נאשם 2 מצויים כבר בהודעותיו הארוכות ברשות ניירות ערך. במהלך המשפט, הציגה ההגנה לכל עדי התביעה, ובעיקר למומחה מטעמה, את טענותיה ואת התזה שלה. הם נשאלו לגבי חשיבות החוזים, עיתוי הפעילות, היקפי הפעילות, גובה הלימיטיס,



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

הסיכונים, ההתכסות בחוזים אחרי הפקיעה, הסיכונים בהחלפת מניות וניהול סיכונים, קשיי החלפה ועוד.

3. ההגנה הציגה לכל אחד מעדי התביעה את התזה שלה באופן מפורש וגלוי, לא ברמיזות ולא בעקיפין. תזת ההגנה חוזקה ונתמכה באמצעות עדי התביעה. ביחס לפקיעות, ההגנה הציגה לעדי התביעה בכלל ולמומחה התביעה בפרט, את היכולת לנצל הזדמנויות בימי פקיעה ולגרוף רווח, את הפעילות בשניות האחרונות בלימיטים גבוהים בימי פקיעה, את ההתכסות בחוזים אחרי הפקיעה, את נושא הקדמת הקניות, ואת ההסתכלות על כלל הפוזיציה. כל אלה פורטו והודגמו בהרחבה בסיכומינו. גם ביחס לפרשת פרטנר הוצגה התזה של ההגנה לעדי התביעה ולמומחה התביעה: התפיסה כי קיים דמיון בין ימי החלפה של מניות לימי פקיעה, הצורך לנהל סיכונים לקראת ביצוע החלפה של מניות, הסיבות לעיתוי הפעילות וללימיטים בפרטנר.

חלק ד' : סיכום ומסקנות:

על יסוד התשתית הראייתית שפורטה ולאור המסקנות העובדתיות והמשפטיות המפורטות מעלה, אני קובע כדלקמן:

1. רצונו של אדם להפיק רווחים כספיים עבור עצמו או עבור חברה שבעלותו, מעבר לכך שהוא טבעי לגמרי, הוא אף לגיטימי ורצוי. זאת ועוד, קביעת תמריצי רווח באמצעות בונוסים, דיבידנדים או בכל דרך אחרת היא פעולה לגיטימית, ואין מקום לבוא בטענות כלפי הנאשמים בגין כך.
2. שוק אופציות מדד המעו"ף הינו שוק יחיד ומיוחד וההסתכלות עליו ככל הנוגע ליישום הוראות סעיף 54 לחוק ניירות ערך ב"משקפיים" של בתי המשפט צריך להיעשות בזהירות הראויה.
3. בית המשפט בתוך עמו הוא יושב. תנודתיות שוק ההון לפני מועד פקיעת מדד המעו"ף הוא מן המפורסמות. חדשות לבקרים אנו עדים למקרים בהם פעילי המעו"ף "עושי שוק" מיטיבים את מצבם לפני הפקיעה בהתאם לפוזיציות שבחרו להם וגורמים עקב כך לשינויים בשערי מניות. במועד קביעת מדד הפקיעה מתנקזים האינטרסים המנוגדים של המשקיעים בשוק המעו"ף למספר דקות שבהן נקבע מדד הפתיחה של אותו יום. שלב



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- הפתיחה של המסחר ביום החמישי לפני יום השישי האחרון בכל חודש הוא סוער במיוחד. הפעילים השונים בשוק מזרימים את פקודות קניה ומכירה רבות. משקיעי נכס בסיס, ספקולנטים, פעילי המעו"ף, מנהלי תעודות סל ומנהלי קרנות על מדד ת"א 25, מזרימים פקודות קנייה ומכירה לעיתים בלימיט מקסימאלי.
4. הסיבה למחזורים הגבוהים ולתנודות החריגות במדד לקראת תום שלב הפתיחה היא העובדה שמועד זה הוא הנקודה היחידה במהלך חיי האופציות הרלוונטיות שבה המדד והאופציות נסחרים באותה עת.
- משקיע שאינו מיומן ופעיל באופן קבוע באופציות מדד המעו"ף עדיף שידיר רגליו משוק אופציות המעו"ף בעיקר ביום זה. משקיעים המשלבים פעילות של מסחר במניות ת"א 25 עם פעילות באופציות על מדד ת"א 25, הפוקעות באותו יום, חייבים לבצע פעולות בהתאם להרכב תיק הנכסים שלהם. פעילות זו משפיעה רבות על מחזורי המסחר ועל קביעת שערי המניות. סביר בעיני כי כך פעלו גם הנאשמים בשלושת האישומים בהם הואשמו.
5. לגישתי קיים שוני מהותי בין המסחר במניות, לבין המסחר בשוק המעו"ף ושיקוליהם ומטרותיהם של הפעילים בשוק המעו"ף שונים משיקולים ומטרותיהם של המשקיעים במניות. לאור שוני זה אין זה ראוי לבחון את התנהגות הנאשמים על פי המבחנים הכלכליים והמשפטיים שהוחלו בתיקי הרצת מניות רגילים.
- אני סבור, כי בהיות המסחר במעו"ף תחום שונה ונפרד, יש לבחון את התנהגות הנאשמים על רקע כללי המסחר של פעילי שוק המעו"ף על מאפייניהם השונים במיוחד ביום של החלפת מניות ובימי פקיעה.
6. בחינת האירועים נשוא כתב האישום, על רקע כללי המסחר הנהוגים בשוק המעו"ף, מובילה למסקנה, כי יש סבירות ממשית לגרסה כי הנאשמים פעלו מתוך שיקולים מקצועיים וכלכליים גרידא, תוך הפעלת הידע המקצועי והנסיון המעשי שצברו, ולפיכך אין במעשיהם כל עניין פלילי.
7. אני סבור שיש ממש בטענת הסנגוריה ולפיה אין זה ראוי ורצוי, לעשות שימוש בהליכים פליליים, בניסיון להטיל אחריות פלילית על הנאשמים בגין שיקוליהם הנוגעים בניהול סיכוניהם בדרך של ניתוח בדיעבד וב"תנאי מעבדה".



בתי המשפט

פ 004131/05

בית משפט השלום תל אביב-יפו

תאריך: 15/04/2008

בפני: כבוד השופט מנחם (מריו) קליין

- דרישת התביעה להרשיע את הנאשמים חרף העובדה שכל פעולותיהם בוצעו מסגרת כללי המסחר החלים עליהם כפעילי שוק המעו"ף ובמסגרת ניהול הסיכונים שלהם, אינה מקובלת עלי.
8. יתכן ויש מקום להסדיר בתקנות או בהנחיות הבורסה לניירות ערך באופן מדויק מה מותר ומה אסור לפעילי המעו"ף לבצע ביום הפקיעה, בדקות שלפני הפקיעה וב"זמן הפציעות" שנקבע. דבר שלא נעשה בהיקף הנדרש והמתבקש עד היום.
- אינני סבור שראוי שמלאכה חשובה זו תיעשה על ידי בית המשפט, בהליך פלילי המתקיים בפניו. זהו תפקידו של הרגולאטור ולא של בית המשפט.
9. סבורני כי כפי שרשויות האכיפה אינן נותנות את הדעת בשאלת הגדרה ברורה למונח "ניירות ערך", תוך רצון להרחיב את תכולת דיני ניירות ערך ככל הניתן (ראה **שרון חנס, איתי פיגנבאום, "עיון מחודש בהגדרת ניירות ערך בדין הישראלי"** משפט ועסקים, 5, תשס"ז, עמוד 76) כך אינן רואות לנכון לקבוע כללים ברורים לפעילי המעו"ף.
10. לאור כל האמור לעיל, לא עלה בידי המאשימה להוכיח, במידת ההוכחה הנדרשת בהליך הפלילי, את אשמתם של הנאשמים ביחס לעבירות אשר יוחסו להם בכתב האישום. ראיות המאשימה נסתרו על ידי עדויות ומוצגי ההגנה ונותר בליבי ספק ביחס לנכונות גרסת התביעה.
- משכך, התוצאה היא שהנני מזכה את הנאשמים מן העבירות של השפעה בדרכי תרמית על שער ניירות ערך, לפי סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 אשר יוחסו להם בכתב האישום, וזאת, מחמת הספק.

ניתן היום ' בניסן, תשס"ח (15 באפריל 2008) במעמד הנוכחים.

שופט מנחם (מריו) קליין



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאת – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

בענין: מדינת ישראל

המעוררת ע"י עו"ד גבי ציפי גז מפרקליטות מחוז ת"א (מיסוי וכלכלה)

נ ג ד

1. אופמת השקעות

ע"י ב"כ גיורא אדרת ו/או יפעת מנור-נהרי

2. גולן כהן

ע"י ב"כ עו"ד דן שיינמן ו/או נויט נגב

3. רונן רשף

עוה"ד אדרת גיורא בשם המשיבים 1 ו- 3

המשיבים

עוה"ד דן שיינמן ואח' בשם המשיבה 2

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
- 9
- 10
- 11
- 12
- 13
- 14
- 15
- 16
- 17
- 18
- 19
- 20

פסק-דין

1. ערעור המדינה על הכרעת הדין של בית-משפט השלום בתל-אביב - יפו בת"פ 4131/05 (כבי השופט מנחם (מריו) קליין), לפיה זוכו המשיבים לערעור (להלן: "המשיבים") מעבירות של השפעה בדרכי-תרמית על שער נייר ערך – עבירה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968. כתב האישום כולל שלושה אישומים:

- האישום הראשון - עסק בפעילות המשיבים במניית פרטנר ב- 31.7.01, ערב הכנסתה של מניית פרטנר למדד ת"א 25. על-פי הנטען באישום זה המשיבים פעלו על-מנת להעלות את שער מניית פרטנר בצורה פיקטיבית, כדי למקסם את רווחיהם;

- האישום השני - נסוב על פעילות המשיבים לקראת ה- 30.3.01, מועד פקיעת האופציות על מדד ת"א 25 בחודש מרץ 2001;

- האישום השלישי - עניינו פעילות המשיבים לקראת ה- 27.7.01, מועד פקיעת האופציות על מדד ת"א 25 בחודש יולי 2001. בכל האישומים יוחסה למשיבים השפעה בדרכי-תרמית על שער נייר ערך – עבירה לפי סעיף 54 (א)(2) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968.

המשיבים זוכו בבית-משפט קמא כליל. המדינה מערערת על זיכויים מן האישום הראשון בלבד, ובכך יעסוק פסק-דין זה.



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

2. המשיבים – כרטיס ביקור :

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10

11

12

13

14

15

16

17

18

19

20

21

22

23

24

25

26

27

28

29

30

אופמת השקעות בע"מ, משיבה מס' 1 בכתב האישום, חברה שפעלה בתקופה הרלוונטית במסחר במניות ובאופציות מעו"ף (להלן: "אופמת").

אופמת החזקות (2000) בע"מ, היתה בעלת החזקה מלאה באופמת השקעות בע"מ ובאופמת גלובל בע"מ (שלוש החברות יקראו להלן: "קבוצת אופמת").

אקסלנס השקעות בע"מ (להלן: "אקסלנס"), חברה ציבורית אשר פעלה בשוק ההון במספר תחומים, לרבות חיתום, ניהול קרנות, אגרות חוב, קופות גמל ועוד. אקסלנס החזיקה בתקופה הרלוונטית לכתב האישום ב- 50% ממניות אופמת אחזקות (2000) בע"מ, באמצעותה בוצעה פעילות הנוסטרו של אקסלנס בתחום המעו"ף.

גולן בן אשר כהן (להלן: "גולן"), משיב מס' 2, שימש בתקופה הרלוונטית לכתב האישום מנהל של קבוצת אופמת, לרבות של משיבה מס' 1, אופמת השקעות בע"מ. בין היתר, פעל עבור אופמת השקעות בע"מ במסחר במניות ובאופציות מעו"ף. גולן, ביחד עם אשתו שרון כהן, היו בעליה של אס.גי.סי החזקות בע"מ, אשר החזיקה 22% ממניות אופמת החזקות (2000) בע"מ.

דנון רשף (להלן: "רשף או דנון"), משיב מס' 3, שימש כמנהל מסחר בקבוצת אופמת, לרבות באופמת השקעות בע"מ, ופעל עבורה במסחר במניות ובאופציות מעו"ף. רשף, ביחד עם אשתו, שלומית רשף, היו בעליה של אנגיל ש.ר. החזקות בע"מ, שהחזיקה 14% ממניות אופמת אחזקות (2000) בע"מ.

כתב האישום (האישום הראשון):

3. במועדים הרלוונטיים לכתב האישום נסחרו מניות המעו"ף בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ (להלן: "הבורסה") בשיטת מסחר המכונה "שיטת הרצף" שאלה עיקריה:

א. מדובר בשיטת-מסחר המבוססת על מערכת ממוחשבת למסחר רציף. בשיטה זו נסחרים כל ניירות הערך באופן סימולטאני, רציף וממוחשב.

ב. המסחר בשיטת הרצף מתקיים באמצעות פקודות לקנייה ולמכירה של ניירות ערך, המוזרמות ממחשבי חברי הבורסה אל מחשב המסחר הנמצא בבורסה.



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

- ג. ככלל, במסחר הרציף, עיסקה בניירות ערך תתבצע רק כאשר יש "מפגש" בין פקודת-
 1 מכירה לפקודת-קנייה. במחשב הבורסה קבועים סדרי-קדימות ליצירת "מפגשים" מסוג
 2 זה, והם מבוצעים בהתאם לסדרי הקדימות הקבועים במחשב.
 3
 4 ד. שיטת הרצף כוללת שלושה שלבי מסחר עיקריים:
- ❖ **שלב טרום הפתיחה** - מתחיל בשעה 08:30 ומסתיים בשעה הנקבעת באופן
 5 אקראי מדי יום, בין 09:45 ל- 09:50 (עבור מניות תל-אביב 100).
 6
 7 ❖ **שלב הפתיחה** - מתחיל עם סיום שלב הטרומ פתיחה באותו נייר ערך, ונמשך
 8 מספר זקות. בשלב הפתיחה מתקיים, בכל נייר ערך בנפרד, מסחר רב-צדדי,
 9 שבסופו נקבע לכל נייר ערך שער פתיחה, על-פיו יבוצעו הפקודות שהוגשו בשלב
 10 טרום הפתיחה. שער הפתיחה נקבע לפי השער שבו הושג מחזור המסחר הגדול
 11 ביותר. אם מחזור המסחר הושג בכמה שערים, נקבע שער הפתיחה כשער הקרוב
 12 ביותר לשער הבסיס.
- ❖ **השלב הרציף** - מתקיים מסיום שלב הפתיחה עד השעה 16:45. בשלב הרציף
 13 מתבצעות מספר עיסקאות כמספר פקודות המכירה והקנייה שנפגשו. בשלב זה,
 14 נקבעים שערים שונים לכל עיסקה ועיסקה, בהתאם לפקודות הקנייה והמכירה
 15 אשר "נפגשו".
 16
 17 ❖ **שלב הנעילה** - מתחיל בכל נייר ערך מיד לאחר קביעת שער הנעילה בו, כאשר
 18 המועד המדויק נקבע על-ידי הבורסה באופן רנדומאלי (להלן: "שלב הנעילה או
 19 השלב הרנדומאלי"). שער הנעילה, מחושב לפי המותרים בעיסקאות האחרונות
 20 שנקשרו בשלושים הדקות האחרונות של שלב המסחר הרציף, ובלבד שסכומן
 21 המצטבר מגיע לסכום מינימום שנקבע. בשלב זה מבוצעות פקודות שהוגשו בשער
 22 הנעילה, כאשר העדיפות היא לפי הגבלת השער (עדיפות ראשונה) וזמן קבלת
 23 הפקודה (עדיפות שנייה).
- ❖ **שלב המסחר בשער הנעילה** - מיד לאחר קביעת שער הנעילה, מתנהל שלב
 24 המסחר בשער הנעילה, והוא שלב המסחר האחרון לאותו יום מסחר. בשלב זה
 25 מתנהלות כל העיסקאות ב"שער הנעילה". שער הנעילה, הנקבע בתום יום
 26 המסחר, הוא שער הבסיס ליום המסחר הבא.
 27
 28 אם לא בוצעה בנייר ערך מסויים כל עיסקה לאורך כל יום המסחר, יישאר שער
 29 המנייה ללא שינוי.
 30



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

4. ביום 3.7.01 נפתח בבורסה בתל-אביב מסחר במניות חברת פרטנר תקשורת בע"מ (להלן: "פרטנר"). עד לתאריך הנ"ל נסחרו מניות פרטנר בבורסת ניירות ערך בארצות הברית בלבד. מהתאריך הנ"ל נסחרה פרטנר גם בארה"ב וגם בבורסה בישראל. ב- 17.7.01 הודיעה הבורסה שמותאריך ה- 1.8.01 יתווספו למדד ת"א 25 (מדד המעו"ף) מספר מניות, וביניהן מניית פרטנר, ויגרעו אחרות (להלן: "ההחלפה"). השער הקובע, על-פיו נכנסה פרטנר למדד המעו"ף, היה שער הנעילה ביום 31.7.01.

אופמת סחרה בתקופה הרלוונטית באופציית מעו"ף ובמניות מעו"ף, אותן החזיקה כחלק מהרכב החזקות שלה ("פוזיציה") במניות המעו"ף. בעקבות הודעת הבורסה, שאפו המשיבים לאזן את הפוזיציה של החברה, כך שהאחזקות במניות המעו"ף יהיו על-פי המשקולות היחסיות שלהן במדד זה. האיוון נעשה על-ידי מכירה של המניות היוצאות וקנייה של המניות הנכנסות לסל המעו"ף, על-פי המשקולות היחסיות שלהן במדד הנ"ל.

להלן פירוט רכישות המשיבים בין התאריכים 23.7.01 עד 31.7.01 של מניית פרטנר:

תאריך	כמות (בע.נ.)	רכישה	בורסה
23.7.01	26,000	ארה"ב	
25.7.01	20,000	ישראל	
26.7.01	56,000	ישראל	
	24,000	ארה"ב	
30.7.01	75,549	ישראל	
	16,000	ארה"ב	
סה"כ	217,549		

16 המשיבים נזקקו ל- 158,000 ע.נ. נוספים על-מנת להשלים את המכסה החסרה (כלומר כ- 17 40% מניות נוספות). על-אף זאת, ביום 31.7.01 נמנעו המשיבים מלתת הוראות קנייה של מניות 18 פרטנר, עד לשניות ספורות לפני סיום המסחר בשלב הרצף. שער הנעילה של מניית פרטנר בבורסה 19 בתל-אביב הוא השער הקובע על-פיו נכנסה מניית פרטנר לחישוב המשקולות של מניות המעו"ף 20 בכמדד המעו"ף. מהפוזיציה אותה החזיקו המשיבים נבע, כי ככל ששער הנעילה של מניית פרטנר 21



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שמירא

- 1 ב- 31.7.01 יהיה גבוה יותר ביחס לשער הממוצע של רכישות המשיבים את מניית פרטנר, יגדל
2 הרווח שיפיקו, והמשיבים היו מודעים לכך.
- 3
- 4 5. לטענת התביעה, המשיבים פעלו על-מנת להעלות את שער הנעילה של מניית פרטנר ביום
5 31.7.01 בדרכי-תרמית כדלקמן:
- 6
- 7 שער הבסיס של מניית פרטנר ביום ה 31.7.01 עמד על 2540. כחלק מתכנון העבירה
8 וככהנה לה, על-פי כתב האישום, בוצע ניסוי בשעות הצהריים, שמטרתו לבדוק את האפשרות לפצל
9 הוראה לשתי פקודות בשערים שונים שישוגרו בו-זמנית: בשעה 12:02:09 ניתנה פקודה למכירת
10 158,256 מניות פרטנר בשער הגבוה ב- 19% משער הבסיס, ולאחר מספר דקות היא בוטלה.
11 בשעה 13:07:39 נתנו המשיבים, בו-זמנית, שתי הוראות מכירה נוספות למניית פרטנר. מכירה
12 אחת ב- 19.02% מעל שער הבסיס, וב- 13:07:42 מכירה שנייה בשער הגבוה ב-49.02% משער
13 הבסיס. הוראות אלו בוטלו לאחר מספר דקות (להלן: "הניסוי").
- 14
- 15 שניות ספורות לפני סיום שלב המסחר הרציף, בשעה 16:44:50, נתנו המשיבים בו-זמנית
16 שתי הוראות קנייה: הוראת-קנייה של 130,000 מניות בשער 3023, שער הגבוה ב- 19.02% משער
17 הבסיס; והוראה נוספת לקניית 28,000 מניות בשער 3785, שער הגבוה ב- 49.02% משער הבסיס.
18 הוראות אלה מהוות את ליבת כתב האישום. אליבא דהתביעה: בנותנם הוראות קנייה אלו, בסדר
19 זה ובשערים הגבוהים משמעותית משער הבסיס ומשער העיסקה האחרונה, בשניות האחרונות של
20 המסחר הרציף, ניצלו המשיבים את שיטת המסחר כדי להעלות את שעה של מניית פרטנר
21 ולהשפיע במירמה על שעה של המנייה. ההוראה הראשונה בוצעה באופן חלקי בכמות של 30,925
22 מניות בשווי של 921,402 ₪; ההוראה השנייה לא עברה תחילה, ועל מסך המחשב הופיעה התראה
23 לגבי שעה. משיב 2 הקיש את ההוראה שנית, והיא שוגרה ב- 16:45:01. מייד לאחר-מכן ניתנו
24 בשלב המסחר הרציף, באמצעות חברי-בורסה אחרים, מספר הוראות מכירה של מניות פרטנר
25 בשער זה וההוראה בוצעה במלואה. עיסקאות אלו קבעו את שער הנעילה על שער 3785 – שער
26 הגבוה ב- 49.02% משער הבסיס. בהוראות אלה, כך על-פי הנטען, ביקשו המשיבים להשפיע על
27 שער מניית פרטנר, תוך יצירת מצג שווא של מסחר תקין והוגן כלפי ציבור המשקיעים: "ללא
28 עיסקאות אלה, היה נקבע שער הנעילה של מניית פרטנר ביום 31.7.01 על 906, שער הנמוך
29 בלמעלה מ- 30% משער הנעילה של המנייה שנקבע בפועל, עקב הוראת הקנייה של הנאשמים"
30 (סעיף 19 לכתב האישום).
- 31



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 המשיבים המשיכו ורכשו את המכסה החטרה במניות פרטנר (להלן: "להתכסות במניית
2 פרטנר"), על-ידי קנייה בבורסת ארה"ב. בסיכומו של דבר, המשיבים הפיקו רווח כולל של כ- 4
3 מיליון ₪ בעקבות העלאת שער הנעילה, כשבאופן ישיר מהעלאת שער מניית פרטנר על-ידם, הם
4 הרוויחו סך של כ- 3.3 מיליון ₪.

5 בגין מעשים אלו, יוחסה למשיבים השפעה בדרכי-תרמית על שער נייר ערך, עבירה לפי
6 סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968.

טענות הצדדים בבית-משפט קמא (אישום ראשון)

7
8
9
10
11 בית-משפט קמא נדרש להכריע בין שתי תזות מתחרות:

12
13 6. תזת התביעה – גולן ורשף הינם שחקני-מעו"ף מיומנים ביותר, אשר תכננו מראש את
14 המניפולציה אשר הניבה להם רווח של 3.3 מיליון ₪. התביעה הגישה חוות-דעת מומחה (ת/16) של
15 פרופ' שמואל האוזר (להלן: "האוזר" או "פרופ' האוזר"), ששימש ככלכלן ראשי של הרשות
16 לניירות ערך, שעיקרי דבריו הם:

17
18 "ערב הכללת המנייה במדד ת"א-25, הפוזיציה של חברת אופמת בכלל
19 הנכסים היתה מאוזנת, דלתא נטו אפס (ראה נספח ה'). לחברת אופמת
20 נוצר רווח שנבע מההפרש בין השווי של חברת פרטנר, לפני נקבע משקל
21 מניית פרטנר במדד לבין העלות במועל בה רכשה חברת אופמת את כמות
22 המניות שנדרשה לה, לצורך החזקה ישירה במניות של יחידות נכס
23 הבסיסי" (עמ' 22 לחוות דעתו של פרופ' האוזר).

24
25 לטענת התביעה, גולן ורשף היו מודעים לכך שמניית פרטנר היא בעלת סחירות מוגבלת
26 בישראל (משום שנסחרה בישראל זמן קצר יחסית), ביחס למניות מעו"ף אחרות. השניים חזו
27 שיהיה חוסר במנייה בישראל בזמן נעילת השערים (כפי שמשקף ב- ת/7א). אי-לכך, אופמת,
28 שהיתה אמורה להתכסות ולרכוש כמות גדולה מאד של מניית פרטנר בגלל ההתלפה, השאירה
29 לרגע האחרון, בעיתוי של שניות ספורות לפני קביעת שער הנעילה, את פעולת ההתכסות בכמות
30 של כ- 40% מהכמות אותה רצתה לרכוש. הפעולה בשניות האחרונות למסחר נועדה למזער את
31 זמן התגובה של המשקיעים האחרים. בשניות האחרונות, לפני שנקבע שער הנעילה, שיגרה אופמת
32 ביקוש של מניות בלימיט של 19.02% מעל שער הבסיסי. פקודה זו "ניקתה" את ספר הפקודות



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 מהיצע קודם. מייד לאחר-מכן, שיגרה אופמת ביקוש בשער של 49.02% מעל שער הבסיס, לכמות
2 קטנה של מניות. פעולה זו, שבאה בעיתוי זה כשספר הפקודות ריק, גררה ביקוש מיידי למניות
3 בשער אטרקטיבי במיוחד, וכך קפץ שער הנעילה של המנייה בכ- 49%.

4
5 המניע הכלכלי, מומחיותם של הנוגעים בדבר, הדרך שבה פעלה אופמת, כמתואר לעיל,
6 והתוצאות החריגות, מובילות, לדעת התביעה, למסקנה אחת ויחידה והיא, שאנשי-אופמת
7 השפיעו על השער בדרכי-תרמית כדי להפיק רווח.

8
9 **7. תזת ההגנה - אינה שוללת את מומחיותם של גולן ורשף, אלא שהמיומנות (לשיטתה)**
10 **אינה מצביעה על כוונה לנצל אותה בדרכי-מירמה. אירוע ההחלפה של מניית פרטנר היה אירוע**
11 **חריג. התוצאה, קרי - "קפיצת" המנייה ב- 49%, היתה בלתי-צפויה ומפתיעה, ונבעה מ"כשל**
12 **שוק". פעילותם של אנשי-אופמת נבעה משיקולים כלכליים לגיטימיים ומתיישבת עם אסטרטגיה**
13 **של ניהול סיכונים.**

14
15 מטעם ההגנה הוגשה חוות-דעתו של פרופ' אבנר קלעי (להלן: "קלעי" או "פרופ' קלעי"),
16 47/נ. כללית הבהיר קלעי, כי קבוצת שחקני המעו"ף היא קבוצת-משקיעים מיוחדת ושונה משאר
17 המשקיעים בשוק ההון. ספציפית התמקד קלעי בניהול הסיכונים של אופמת. לשיטתו, כדי לאזן
18 את הסיכון הכרוך בחשיפה החדשה למניית פרטנר, חיבת היתה אופמת לרכוש את המנייה
19 במחיר הנעילה של היום הקובע. אם היה מובטח לה כי תקבל את הכמות המבוקשת בשלב הנעילה
20 של ה- 31.7.2001, ניתן היה לבצע את האיוון לחשיפה החדשה ללא סיכון. קנייה מוקדמת -
21 חושפת את החברה לסיכון של ירידת-שער המנייה בין הקנייה לשלב הנעילה של היום הקובע.
22 המתנה עד הרגע האחרון - חושפת את החברה לסיכון, כי לא יקבלו את הכמות הנדרשת. לפיכך,
23 היה מקום לגיבוש מדיניות של ניהול סיכונים. ההחלטה של אופמת להקטין את הסיכון על-ידי
24 רכישה מוקדמת של חלק מהכמות הנדרשת של מניות פרטנר ורכישה נוספת קרוב לסיום המסחר,
25 משקפת מדיניות שיש בה סבירות כלכלית בנסיבות הנתונות. עוד טען קלעי, כי מבחינה כלכלית
26 היו לחברת אופמת סיבות טובות לצפות כי בספר הפקודות יהיו היצע עם "לימיטיס" סבירים.
27 הפקודה של אופמת, שניתנה בלימיט כל-כך גבוה, היתה ניסיון ל: "Market Order", כלומר,
28 פקודה ללא הגבלת-מחיר שהיתה אמורה להיבלע בספר הפקודות. העובדה שבפועל הספר היה ריק
29 מפקודות ולא היו מוכרים, היתה מפתיעה. כפועל יוצא מכך, האפשרות שהפקודות ששיגרו יעלו
30 את השער, היתה בלתי-צפויה. אנשי-אופמת טענו, כי בעקבות בעייה במחשב, הם לא ידעו - בזמן
31 ששיגרו את הפקודה - שספר הפקודות ריק, והתוצאה הפתיעה אף אותם.

32



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

בדיעבד, אימץ בית-משפט קמא את גירסת ההגנה, ומכאן הזיכוי.

עיקרי ההכרעות הקשורות לאישום הראשון בבית-משפט קמא:

8. חוות-דעתם ועדותם של המומחים:

כאמור, לבית-משפט קמא הוגשו שתי חוות-דעת: של פרופ' האוזר, המומחה מטעם התביעה, ושל פרופ' קלעי, המומחה מטעם ההגנה.

לגבי פרופ' האוזר הדגיש בית המשפט, כי הוא יעץ במהלך האירועים לצוות החקירה של הרשות לניירות ערך (כזכור, פרופ' האוזר שימש ככלכלן ראשי ברשות), ואף היה מעורב בגיבוש כתב האישום. לא זו בלבד, במהלך כתיבת חוות-דעתו אף הציע עצמו כמועמד לתפקיד יו"ר הרשות: "אין המדובר בעד מומחה "קלאסי" - המנותק מהאירועים ומתחקירה. כפי שהובהר, פרופ' האוזר היה בקשר עם החוקרים, יעץ להם בתקופת החקירה והיה מעורב בצורה כזו או אחרת בגיבוש כתב האישום" (הכרעת הדין, עמ' 53). עוד הוסיף בית-משפט קמא, כי חוות-דעתו של פרופ' האוזר חרגה מהמסגרת של חוות-דעת מומחה והתיימרה לפסוק בסוגיות משפטיות. על-פי בקשת הסניגוריה, הורה בית-משפט קמא על מחיקת הפסקה העוסקת בסוגיות המשפטיות. באשר למומחיותו של פרופ' האוזר, אליבא דבית-משפט קמא, הגם שאין מחלוקת בעניין בקיאותו בשוק ההון, הרי הוא "לא עסק באופן פרקטי" בתחום המעו"ף ולא יעץ או ליווה פעילי-מעו"ף: "כאשר בית המשפט בוחן את מומחיותו של עד, עליו לבדוק כמוכח את מומחיותו בתחום הספציפי גשוא המשפט, ולא מומחיות כללית בתחום הרחב שנשוא המשפט הינו מקטע ייחודי במסגרת אותו תחום, המצריך מומחיות ספציפית ..." (עמ' 54 להכרעת הדין). מחקירתו הנגדית של האוזר עלה, כי לא היתה לו היכרות מספקת וספציפית עם שוק המעו"ף, הוא לא בדק עובדות מרכזיות ומהותיות לעניין המשפט, כגון, דפוסי-פעולה כלליים של אופמת ושל פעילי-מעו"ף אחרים בימי פקיעה והחלפה; היקפי-פעילות בימי פקיעה והחלפה; דפוסי הפעולה של אופמת ושל פעילי מעו"ף אחרים בהחלפות אחרות וכן לא בדק את דו"ח הישורטיסטים" (ה"שורטיסטים" הינם אותם פעילי-מעו"ף המחזיקים בנכס הבסיס בשורט, כלומר - פעילים הנמצאים בפוזיציה, לפיה ככל ששער המנייה יהיה נמוך יותר התשואה תעלה).

לעומתו, פרופ' קלעי, המומחה מטעם ההגנה, הגיש חוות-דעת מקיפה וממצה. לגביו קבע בית-משפט קמא:

32



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 "מקריאת חוות הדעת ועדותו בבית המשפט הבחנתי, כי העד בקיא
2 היטב במטרייה, הן בתחום התיאורטי והן בתחום הפרקטי, הוא ביצע
3 בדיקות מדוקדקות ויסודיות של הנתונים הקשורים לפעילות הנאשמים
4 ומסקנותיו מבוססות, הן על מחקר אמפירי והן על הידע המקצועי
5 והניסיון שצבר בתחום" (עמ' 55 להכרעת הדין).

6
7 להחלטתו של בית המשפט בעניין חוות הדעת שני היבטים מרכזיים:

8
9 א. מדובר בקביעה מהותית - קבלתה של חוות הדעת מטעם ההגנה, תוך
10 דחיית חוות הדעת הנגדית של מומחה התביעה, פתחה את הדלת והניחה
11 את התשתית לאימוץ תזת ההגנה.

12 ב. מדובר בקביעה עובדתית מובהקת, המתבססת, הן על בחינתם של הנתונים
13 הרלוונטים, לעניין הכשרתו מעמדו ונסיונו של המומחה, והן על התרשמותו של
14 בית המשפט ממידת הבקיאיות שהפגין.

היחודיות באירוע החלפת מניית פרטנר:

9.

15
16
17 מדד המעו"ף מורכב מ- 25 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר בבורסה, בהתאם
18 למשקלן היחסי. המשקיעים בשוק המעו"ף מחזיקים בנכס בסיס - סל המורכב מהמניות
19 האמורות, במשקלים דומים למשקלן של המניות במדד המעו"ף. נכס הבסיס מוחזק מול חוזים
20 עתידיים. לפיכך, על המשקיעים להחזיק, בכל נקודת זמן, בהרכב עדכני של קרן המניות, כדי
21 שהתנהגותה של הקרן, בכל נקודת-זמן, תהיה תואמת להתנהגותו של חוזה עתידי על מדד
22 המעו"ף. מכך מתחייב, כי כאשר משתנה הרכב המניות במדד המעו"ף, ביום החלפה, יש צורך
23 ברכישת המניות שנכנסות למדד ובמכירת המניות היוצאות, במשקולות המתאימים למשקלן
24 במדד. לפיכך, היה על אופמת לרכוש מניות פרטנר בכמות של כ- 376,000 מניות עד לסיום יום
25 המסחר של ה- 31.7.01:

26
27
28 "פעולה של החלפת מניות, אינה פעולה שכיחה ושגרתית אצל פעילי
29 המעו"ף, להבדיל מפעילות לדוגמא במסגרת פקיעות, שכן בעוד שפקיעה
30 מתרחשת אחת לחודש, הרי שהחלפת מניות מתבצעת לכל היותר
31 פעמיים בשנה. לפיכך, להבדיל מפעילותם השוטפת של הנאשמים
32 במסחר במעו"ף, במסגרתה הפגינו הנאשמים שליטה ומיומנות מלאה,



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו בבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 הרי שבהליך של החלפת מניות, לא נצבר ניסיון ארוך טווח ממנו ניתן
2 ללמוד על דפוסי-פעולה מועדפים. ... מבחינת מניית פרטנר, הייחודיות
3 בהחלפת המניות נשוא כתב האישום, באה לידי ביטוי בשלושה מובנים:
4 האחד, מדובר במנייה שנכנסה למודד ישירות מקבוצת היתר, דהיינו -
5 מבלי לעבור קודם לכן למודד ת"א 100, ולנאשמים לא היה כל ניסיון עם
6 מניות היתר, במיוחד בנושא הטכני של העברת פקודות (ככלל המניות
7 הנכנסות למודד ת"א 25 הינן מתוך מודד ת"א 100).
8 השני, מדובר במנייה שעתידה היתה להיכנס למודד ת"א 25 במשקל
9 גבוה יחסית של כ- 4%, ולפיכך, נדרשה רכישה בהיקף משמעותי.
10 והשלישי, מדובר במנייה זואלית, קרי - הנסחרת במקביל גם בארה"ב"
11 (עמ' 90 להכרעת הדין).

12 קביעה עובדתית זו, שהיא קריטית לפסק הדין, מבוססת על עדותו של החוקר אלי לוי ועל
13 עדויות המשיבים.

14
15
16 10. ההחלטות שהתקבלו בימי הפעילות נשוא כתב האישום הם תוצר של ניהול
17 סיכונים:

18
19 בית-משפט קמא קיבל את טענת המשיבים, כי מדובר במדיניות של ניהול סיכונים
20 (בהבדל ממניפולציה שמטרתה להשפיע על השער). בדרך לקביעה זו הגדיר בית המשפט את
21 הדילמה שעמדה בפני המשיבים:

22
23 "בעוד שרכישת מניות שעתידות להיכנס למודד, יוצרת חשיפה הנוגעת
24 לירידת ערך המנייה, הרי שרכישתן ברגע האחרון טומנת בחובה סיכון
25 הנוגע לאי קבלת הכמות" (עמ' 62 להכרעת הדין).

26
27 קיומה של דילמה זו אושרה על-ידי מומחה התביעה, פרופ' האוזר. במצב דברים זה, היה
28 על המשיבים לקבל החלטה בדבר האופן בו הן מעוניינים לנהל את סיכוניהם. במסגרת זו של
29 "ניהול הסיכונים", נתקבלה ההחלטה בדבר רכישת 60% מהמניות הנכנסות מבעוד מועד, ורכישת
30 40% הנותרים ברגע האחרון.
31



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 פרופ' האוזר טען אמנם, כי לגישתו הסיכון שבאי-קבלת הכמות משמעותי יותר מהסיכון
2 שבירידת שער המנייה, אולם אישר את גישת ההגנה, כי בסופו של דבר המדובר בניהול והערכה
3 של סיכונים, ומטבע הדברים כל אחד מנהל את סיכוניו באופן שונה.
4

5 התביעה טענה, כי העובדה שאופמת "התכסתה" מראש רק ב- 60% ממניות פרטנר
6 וחיכתה עד הרגע האחרון בנוגע ל- 40% ממניות פרטנר המשלימות את הכיסוי, מעידה על
7 המניפולציה.
8

9 בית-משפט קמא הסביר, כי החלפה של מניות היא אירוע שאינו רציף, שמשמעותו
10 התיאורטית הינה כי על כל שחקני המעו"ף לרכוש את המניות הנכנסות ולמכור את היוצאות או
11 לחיפך, במידה והפוזיציה שלהם הפוכה בדיוק במועד זה. הזמן הנכון באופן תיאורטי הינו ברגע
12 כניסתן למודד. אלא שבמצב העניינים של החלפה כגון זו, האפשרות לעשות את החלפה ברגע
13 הקובע הוא תיאורטי ועל-כן, הצפייה היא ששחקני המעו"ף יערכו לרכישה מבעוד מועד:
14

15 "במקרה הנדון, כידוע, בחרו הנאשמים לרכוש 60% מהמניות מבעוד
16 מועד, נוכח הסיכוי לרווח שעמד נגד עיניהם, אך לא היו מוכנים להגדיל
17 כמות זו מעבר לכך, ובחרו לרכוש את 40% הנותרים ב"רגע האחרון",
18 נוכח הסיכון שעמד לנגד עיניהם. ולפיכך, ברור כי אין ממש בטענת
19 התביעה" (עמ' 96 להכרעת הדין).
20

21 בית-משפט קמא הסביר, כי רכישת מניות מבעוד מועד, שאינן כלולות במודד המעו"ף,
22 טומנת בחובה השיפה לשינויים במחיר המנייה, שינויים שיכולים לנבוע, הן מאירועים הקשורים
23 ישירות למנייה והן מאירועים גלובליים המשליכים על כל הכלכלה. בפוזיציה שבה היתה שרוייה
24 חברת אופמת, אם מחיר הקניות הממוצע של מניות פרטנר על-ידי אופמת יהיה נמוך מהשער
25 הקובע, הרי שתהליך ההחלפה יניב לה רווח. לעומת זאת, אם ממוצע הקניות יהיה גבוה מהשער
26 הקובע, אופמת תפסיד:
27

28 "הסיכונים הינם, איפוא, כדלקמן:

29 בהקדמת קניות קיים סיכון במונח זה, שאם לאחר הקנייה ירד שער
30 המנייה מסיבה כלשהי, והשער הקובע יהיה נמוך מהמחיר הממוצע של
31 הקניות, ייגרם לאופמת נזק כספי. לעומת זאת, השארית כמות מניות
32 משמעותית לרכישה ב"רגע האחרון", טומנת בחובה את הסיכון של אי-



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' בדלינגר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 קבלת הכמות הנדרשת. שני הסיכונים הנ"ל: הם שעמדו לנגד עיניו של
2 משיב 2, עת קיבל ההחלטות בעניין החלפת המניות נשוא כתב האישום"
3 (עמ' 96 להכרעת הדין).
4

5 גם פרופ' האוזר נאלץ להודות בקיומם של הסיכונים דלעיל, באשר לכל אחת מהדרכים
6 שתבחרנה. אולם, לשיטתו, בשל העובדה שמניות הנכנסות למדד עלות בדרך-כלל, הסיכון באי-
7 קבלת הכמות הינו סיכון גדול ומשמעותי מהסיכון הקיים לעניין ערכה של המנייה.
8
9 מומחה ההגנה, פרופ' קלעי, עמד על הסיכון ששער מנייה ירד לפני הסגירה. במצב כזה,
10 ממוצע הקניות של אופמת גבוה יותר מהשער בזמן הקובע. במילים אחרות, אופמת היתה
11 מפסידה. לפיכך, נדרשת מדיניות של ניהול סיכונים. גולן, התייחס לסוגייה בעדותו ונתן דוגמאות
12 מהעבר (מניית בנק דיסקונט, מניית אפריקה-ישראל, כור וליטמן), בהן שערי-מניות שהיו אמורות
13 לעלות בעקבות החלפה, הפתיעו וירדו. בעניין דיסקונט ננקטה מדיניות אחרת ונרכשו מניות מבעוד
14 מועד, והתנהלות זו הביאה להפסד:
15

16 "אני יכול לתת דוגמאות, למשל, מהעבר. למשל, מניית בנק דיסקונט
17 הונפקה בו בשנת תשעים, ומשהו והיא היתה אמורה להיכנס למדד
18 המעוף. עכשיו, גם אותה מנייה ברגע שהיא הונפקה, מנייה לחברה די
19 גדולה, בנק די גדול, בנק דיסקונט, היה אמור גם להיכנס באיזור
20 הארבעה אחוז למדד המעוף, וזה היה מיד אחרי ההנפקה. מכיוון שגם
21 אנחנו חשבנו באותו זמן שעל מנייה כזו, בדרך-כלל, היא תעלה לקראת
22 הכניסה של המדד, הכנו רכישות לפני, ובסופו של דבר המנייה ירדה די
23 חזק לקראת הכניסה שלה" (עמ' 103 להכרעת הדין, המצטטת מתוך
24 פרוטוקול הדיון מיום 13.3.07).
25

26 11. גורמים נוספים, אשר פעילותם עשויה להשליך על ההחלטה ואותה לקחו המשיבים
27 בחשבון בבחירת עיתוי פעולתם, הינם ה"שורטיסטים". כפי שהוזכר לעיל, ה"שורטיסטים" הינם
28 אותם פעילי-מעו"ף האוחזים בפוזיציה הפוכה למשיבים, ולפיכך, אמורים ביום החלפה למכור
29 את המניות הנכנסות למדד המעו"ף, ולרכוש את היוצאות. בשבוע בו בוצעה החלפת המניות נשוא
30 כתב האישום, יצאה הבורסה בהודעה אודות קיומן של יתרות "שורטי" בהיקף של 200 מיליון ₪
31 בנכס בסיס. הנתון, לפיו ביום בו עליהם לרכוש את מניות פרטנר החסרות, ישנם גורמים
32 שאמורים ועתידיים למכור כמויות משמעותיות ביותר מהמנייה – סיטואציה שעלולה להביא לכך



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 ששערה של פרטנר יירד – מהווה גם הוא סיבה והצדקה לפעילות המשיבים "ברגע האחרון",
2 כששאיפת המשיבים היא לקנות את המניות, אחרי שה"שורטיסטים" מציעים את מניותיהם
3 למכירה.

4

5 גם כשמעבירים הוראות רכישה בסמוך לתום המסחר, עדיין נותר זמן לפעילים אחרים
6 להגיב לפקודות ולהעביר הוראות נוספות, אשר לא ניתן לדעת מראש כיצד הן תשפיענה על השער
7 הקובע. לענייננו, העובדה שההוראה של אופמת לא נבלעה בשכבות, כפי שסברו שיקרה, ובסופו
8 של דבר שער המנייה נקבע בעלייה של 49% מלמדת, כי גורמים בשוק הספיקו להגיב לפקודה
9 זו, שכן אחרת השער הקובע היה נקבע בלימיט הרבה יותר נמוך.

10

11 פרט לכל האמור לעיל קבע שופט בית-משפט קמא, כי התנהגות אופמת איננה התנהגות
12 חריגה – באותו יום חברה אחרת ושמה "אופק תאליי", התנהגה בצורה דומה ביותר:

13

14 "כעולה מ- ת/33, פעילות לקראת מועד קביעת שער הנעילה ביום
15 החלפת מניות, מאפיינת גם שחקני מעו"ף אחרים. כפי שעלה במהלך
16 המשפט, קיים דימיון רב, לדוגמא, בין פעילותה של אופק תאליי לבין
17 פעילותה של אופמת בכל הפרמטרים הרלבנטיים, קרי – היקף ההוראה,
18 העיתוי והלימיט, שכן גם הראשונה העבירה הוראה לרכישת כ-
19 150,000 ע.נ. בלימיט של 18% בשניות האחרונות (כ- 18 שניות בלבד
20 לפני אופמת)" (עמ' 106 להכרעת הדין).

21

22 12. פיצול הפקודות בלימיט של 19% ו 49%:

23

24 הוראות הקנייה שהועברו על-ידי אופמת, לרכישת הפרש הכמות הנדרשת בסך 158,000
25 ע"נ, ניתנו האחת - בלימיט 19% לרכישת 130,000 מניות פרטנר; והשנייה - בלימיט 49%
26 לרכישת 28,000 מניות פרטנר. המשיבים הסבירו, הן בהודעותיהם והן בעדותם, כי פקודות
27 הרכישה שהועברו על-ידי אופמת ניתנו בלימיטים גבוהים, במטרה לקבל את הכמות הדרושה
28 להם, כאמור, לשם איזון סל המניות שברשותם. כמו-כן, המשיבים עמדו על-כך, כי לימיטים אלו
29 היו זהים ללימיטים שהוכנסו בשעות הצהריים במסגרת "הניסוי", מכיוון שהתנהגות השוק מאז
30 הניסוי השני ועד למתן ההוראות תאמה את ציפיותיהם, אך במידה והשוק היה מתנהג אחרת, גם
31 הלימיטים שהיו נותנים היו משתנים בהתאם.

32



בתי המשפט

עפ 070384/08

בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

בית-משפט קמא קיבל את הסברי המשיבים וקבע, כי –

"פעילות המעו"ף בסמוך למועד החלפת מניות המדד, כאשר עליו לרכוש את הכמות הנותרת, הינה מוכוונת כמות ואיננה מוכוונת שער. דהיינו – במסגרת החלפת מניות, שחקן המעו"ף שואף לפעול לרכישת מלוא הכמות, על-מנת שבמועד ההחלפה כמות המניות הנכנסות תהיה תואמת למשקולות שלהן במדד, ולמחיר המנייה אין מבחינתו כל משמעות" (עמ' 107 להכרעת הדין).

אם הקונה הוא מוכוון כמות (כמו אופמת), שעל-כן הוא מעונין להזרים ביקוש ללא הגבלת מחיר, הדרך הטובה ביותר לעשות זאת היא על-ידי הוראות בלימיטים גבוהים:

"בבורסה בארה"ב מוכרת פקודת קנייה ומכירה המכונה: "Market Order", שמשמעותה - ביצוע הפעלה ללא הגבלת מחיר. מאחר ובבורסה בתל-אביב לא ניתן להעביר פקודה כזו (הגדרת "פקודת-שוק" בישראל שונה מהגדרתה בארה"ב), מי שמוכוון כמות (כמו אופמת), יתן, כאמור, הוראות בלימיטים גבוהים שמשמעותם דומה לפקודת שוק" (סוף עמ' 108 ותחילת עמ' 109 להכרעת הדין).

העדיפות שיש למשקיע לרכוש את הכמות המבוקשת על-פני משקיעים אחרים, תלויה בשני פרמטרים: גובה הלימיט וסדר הפעולות (העיתול), כאשר הפרמטר הראשון של הלימיט הינו בפועל החשוב והדומיננטי (בעוד הפרמטר השני נכנס לתוקף רק כשמדובר בהוראות בלימיטים זהים, ואז יש יתרון לפקודה הראשונה מבחינת העיתול).

גם עדי התביעה אורן פרלי ובוועד דורי, שהם אנשי-אופמת (אורן פרלי שימש כסוחר ובוועד דורי עסק מטעם אופמת במסחר בשוקים בחו"ל), אישרו בעדותם, כי מתן פקודות בלימיט מקסימאלי או בלימיטים גבוהים, הינה דרך פעולה המאפיינת שחקני-מעו"ף בימי פקיעה ובימי החלפת מניות – ימים בהם ישנה פעילות אינטנסיבית בשוק על-ידי שחקני המעו"ף. אלה האחרונים, פועלים בימים אלו במטרה לקבל את הכמות לה הם זקוקים לאיזון הסל, ולא משום שהם סבורים כי ערך הכלכלי של המניות מצדיק מתן פקודה בלימיט, שהינו משמעותית נמוך/גבוה מהלימיט בו הן נסחרות:

1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
20
21
22
23
24
25
26
27
28
29
30
31
32



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 "הנאשמים צפו כי פקודה בלימיט גבוה תגדיל בצורה ניכרת את
2 סיכוייהם לקבל את הכמות המבוקשת, אך יחד עם זאת, מאחר ובספר
3 הפקודות יהיו היצעים רבים - שכבות של הצעות מכירה עם לימיטים
4 נמוכים מ- 3785 - הפקודות שלהם "תבלענה" בשכבות, והקנייה בפועל
5 תתבצע בשערים נמוכים בהרבה מהלימיט" (עמ' 114 להכרעת הדין).

13. כשל השוק והתקלה במחשב:

8
9 בית-משפט קמא קיבל את גירסת המשיבים, כי בזמן ה"החלפה" - הצפי היה לשכבות
10 רבות של מוכרים בכלל ובמניית פרטנר בפרט, צפי שלא התממש, וזאת משלוש סיבות:

11
12 " ראשית, כל הפעילים בשוק יודעים ומודעים לקיומה של ההחלפה, וכי
13 שחקני המעו"ף חייבים לבצעה, קרי - לרכוש את המניות שנכנסות
14 ולמכור את היוצאות, ולפיכך, יהיו מעוניינים לנצל זאת באופן שיזרימו
15 היצעים לשוק" (עמ' 114 להכרעת הדין).

16
17 סיבה זו הוזכרה על-ידי רשף, ותמיכה לה היה ניתן למצוא בעדותו של גיל ארז, ששימש
18 באותה עת מנכ"ע בחדר מסחר בבנק איגוד:

19
20 "שנית, כפי שפרופ' האוזר ציין, מחירן של מניות שעתידות להיכנס
21 למדד בדרך-כלל עולה. לפיכך, ניתן לצפות כי משקיעים ירכשו מניות
22 אלה מראש ויציעו אותן למכירה בסמוך למועד קביעת השער ביוזעם, כי
23 יהיו רוכשים במחיר גבוה. שכן, שחקני המעו"ף חייבים לרכוש אותן
24 ואינם מתעניינים במחיר המנייה.

25
26 שלישית, בהיות מניית פרטנר מנייה דואלית, הנסחרת במקביל גם
27 בארה"ב, סביר להניח שגם ארביטראז'רים, שפועלים על פערי-מחיר
28 בין מחירי המניות בארץ למחירן בארה"ב, ינסו לבצע ספקולציות באופן
29 של מכירת המנייה בשער גבוה משערה בארה"ב והתכסות עליה
30 בארה"ב (ראה פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמ' 25 שורות 1 - 17) (עמ'
31 115 להכרעת הדין).



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' בדלינגר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 כד טען גם גולן בהודאתו ב-ת/9. לדבריו, ההנחה היתה, כי ביום הזה יהיו שכבות רבות
2 של מוכרים ופקודתה של אופמת "תבלע" בשכבות אלו.

3
4 גירסת המשיבים - לעניין הצפי למחזורי-מסחר גדולים ולשכבות של הצעות קנייה
5 ומכירה עם לימיטים סבירים - נתמכו על-ידי פרופ' קלעי ב- 47/מ ועל-ידי עדי התביעה אורן פרלי
6 ורוני בירס. בפועל, הצפי לא הוכיח את עצמו, וכאשר הזרימה אופמת את הבקשות, לא היו
7 שכבות מוכרים (כאשר שוגרה בשנית ההוראה בלימיט 49%, היתה במחשב הוראה אחת בלבד).
8 פרופ' קלעי התייחס לסוגייה וראה בתופעה החריגה "כשל שוק". כאמור, בית-משפט קמא קיבל
9 הערכה זו וקבע, כי הצפייה לקיומן של שכבות היצע שתאפשר קליטת הכמות המבוקשת, ללא
10 שינוי דרסטי במחיר המניות, הינה סבירה והגיונית, גם נוכח מצב השכבות שהיו במניות
11 המתחלפות האחרות (עמ' 117 להכרעת הדין).

12
13 המשיבים טענו, כי בזמן השיגור של הפקודה, היה עיכוב בשיגור הנתונים והמסך
14 "קפא", ולכן נוצר מצב של אי-ודאות אם הפקודות התקבלו או לא התקבלו (לאחר ניתוח
15 הקלטות התברר, שהעיכוב היה של חצי דקה, שהוא זמן ארוך במושגי הזמן בהם מתנהל שוק
16 המעו"ף). בפרק זמן זה הם לא היו מודעים למצב השכבות. גירסה זו, שנאמרה בבית המשפט,
17 נתמכת בדבריהם ברשות לניירות ערך (ת/1), בעדותו של אורן פרלי, עד התביעה אשר ישב בחדר
18 עם המשיבים והיה שותף להעברת הפקודות בפועל ואישר, כי היתה תקלה במחשב; ובתמליל
19 השיחה (ת/111א), בה גולן שואל את גיל מנבק אגוד שאלות בזמן אמת, המוכיחות שלא ראה
20 באותן שניות גורליות דבר במסכים שלהם. עובדה זו יצרה בלבול וחוסר ודאות.

21
22 בית-משפט קמא קיבל את גירסת המשיבים:

23
24 "אני מאמין כי גירסתם זו של הנאשמים, בדבר תקלה במערכת
25 המחשב, שלא איפשרה להם לראות כי קיימת רק שכבה אחת בשלב
26 שגור הוראת הקנייה בלימיט +49, הינה גירסת אמת" (עמ' 119 להכרעת
27 הדין).

28
29 משום שעליית שיערה של פרטנר ב- 49% היתה תרחיש לא צפוי, הופתעו המשיבים וכל מי
30 שהיה בחדר איתם באותה שעה:
31



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 "עד התביעה אורן פרלי, אישר בעדותו את טענת הנאשמים, כי לא חשבו
2 ששער מניית פרטנר יעלה ב- 49%+ (פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמ'
3 91 שורות 4 - 9), ובוועו דורי סיפר בהודעתו, ואישר זאת גם בעדותו, כי
4 ברגע שהתחוויר כי פרטנר נסגרה בעלייה של 49%+, היתה פליאה
5 גדולה של כל הנוכחים בחדר וכי הוא זוכר פרצופים המומים" (עמ' 120
6 להכרעת הדין).

7
8 גם בכך ראה בית-משפט תמיכה בגירסת המשיבים.

14. ההודעה על עיסקאות שגויות:

9
10
11
12 על-פי תקנון הבורסה, במקרה של תנועה של מעל 12%, לבורסה סמכות להודיע על עיסקה
13 שגוייה ולבטל את העיסקאות (להלן: "עיסקה שגוייה"). כך נהגה הבורסה במקרה הנוכחי, ואכן
14 יצאה הודעה על עיסקה שגוייה. ביוזעם כי העבירו פקודת-מכירה בלימים גבוה, הניחו המשיבים
15 כי מדובר בפקודה שהעבירו, כיוון שכך פנה גולן לעו"ד טל בנסון (חבר אישי שלו, שאף סיפר לו
16 כי טיפל בעבר בעניין של עיסקה שגוייה מול הבורסה), וביקש ממנו ליצור קשר מידי עם הבורסה
17 ולהודיע כי הפקודה היא של אופמת, וכי מבחינתה העיסקה איננה שגוייה.

18
19 מסקנת בית-משפט קמא, באשר להתנהלות המשיבים, כמתואר לעיל, היתה כי –

20
21 "מהתנהגות הנאשמים בעקבות הודעת הבורסה על "עיסקה שגוייה",
22 לא רק שלא ניתן להסיק מסקנות לחובתם, כפי שמבקשת התביעה, אלא
23 ההיפך הוא הנכון - ניתן ללמוד מכך על תום-לבם ועל אמונתם הכנה
24 והאמיתית כי הפקודות שניתנו היו נכונות, מקצועיות וכלכליות, הגם
25 שהובילו לתוצאה בלתי-צפויה ובלתי-רצויה. אני בהחלט תמים-דעים
26 עם טיעוני ההגנה, ולפיה לו היו הנאשמים סבורים כי פעלו בדרך בלתי-
27 לגיטימית משפטית ובלתי-סבירה כלכלית, הרי צריכים היו לתפוס
28 בשתי ידיים את ההזדמנות של הודעת הבורסה על עיסקה שגוייה,
29 לטעון כי טעו, ובכך לסיים את הפרשה!" (עמ' 122 להכרעת הדין).



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

15. פעילותם של המשיבים בבורסה, בשניות האחרונות של המסחר

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10

11

12

13

14

15

16

17

18

19

20

21

22

23

24

25

26

27

28

29

30

31

32

התביעה טענה, כי פעילותם זו של המשיבים בעיתוי זה, מצמצמת את זמן התגובה של המשקיעים האחרים (וודק: הדיון בנושא זה לא הוגבל לאישום הנוכחי, והתייחס גם "לפקיעות", נושא האישומים האחרים, שאינם עומדים לדיון לפנינו). בית-משפט קמא, עמד על-כך כי תקנון הבורסה אינו מכיל הוראה שאוסרת על פעילות שכזו, ולשיטתו אין מקום להסיק מסקנות לחובת המשיבים, בהתבסס על נקודת הזמן שבה פעלו:

"סבורני, כי לא ניתן ואין זה ראוי לקבוע נקודת-זמן שרירותית, כפי שהציע פרופ' האוזר בחוות-דעתו, ולומר כי עד לאותה נקודה פעילות יכולה להיחשב לגיטימית ולאחדיה פלילית, בין היתר, בהיותה מקצרת את זמן התגובה של הפעילים האחרים. יתירה מזו, מבחן המציאות הוכיח, כי משקיעים שהיו מעוניינים להגיב לפקודות שהועברו על-ידי אופמת אכן הגיבו" (עמ' 80 להכרעת הדין).

בית המשפט הסביר, כי זמן תגובתם של שחקני המעו"ף הינו מהיר ביותר ונאמד בשניות, וכי מדובר באנשים "מיומנים ומתוחכמים ביותר" – כלשונו. ובנוסף:

"... עלינו לזכור, כי הן פעילי-שוק המעו"ף והן שאר המשקיעים בשוק – שחלקם בעלי-אינטרסים מנוגדים – מודעים לקיומה של הפקיעה ולכך שפעילי-שוק מעו"ף עתידים לפעול במסגרתה בהיקפים גדולים ובלימיטים גבוהים, ולפיכך ערוכים ומחכים להזדמנויות אלו" (עמ' 83 להכרעת הדין).

בית המשפט הפנה גם לדברי פרופ' קלעי, בעניין זמני הפעילות. פרופ' קלעי עמד על-כך, כי דחיית המסחר עד לרגע האחרון, נובעת מהתנהגות כלכלית סבירה של שחקן בשוק המעו"ף.

16. האם היה מצג שווא בפעולתם של המשיבים?

1

2

3

4

5

6

בית-משפט קמא הציג תזה העולה, לטענתו, מתוך ניתוח תקדימים, ולפיה כדי להיות מורשעים בעבירות על-פי סעיף 54(א)(2), מקום שבו מדובר בעסקאות אמיתיות, יש לדרוש רכיב עצמאי של דרכי-תרמית המבוססת על קיומם של מצגי-שווא של ממש או של מעשי-מרמה



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 ברורים, במטרה להוות את ציבור המשקיעים. בנוסף ציין, כי בתקדימים הקיימים, המרמה
2 בוצעה במניות שהסחירות בהן מועטה ודלה, בהיקפים שכלל לא ניתן להשוות להיקפי המסחר
3 במניות המעו"ף, לעומת זאת:

4
5 "בענייננו, אין מחלוקת כי מדובר בהוראות אמיתיות, שאופמת שידרה
6 מתוך כוונה שיבוצעו, והן אכן בוצעו בפועל. הוראות אלה שודרו בגלוי
7 לבורסה, ממחשבי החברה, וכאשר ברור וידוע שהחברה היא ששדרה
8 אותן. לא התקיים כל אלמנט של הסתרה או הסוואה. כמו-כן, לא היה
9 כל מצג שווא. אופמת עמדה מאחורי פעולותיה. יתרה מכך, אופמת פעלה
10 במניות המעו"ף ובמניית פרטנר שנכנסה למדד המעו"ף. מדובר במניות
11 הסחירות ביותר בשוק ההון, שיש בהן היקפי מסחר גדולים מאד, ובכלל
12 זה של גופים מומחים ומוסדיים. הפעילות נעשתה בימי פקיעה וביום
13 החלפת מניות, ימים בהם המסחר במניות המעו"ף ערני במיוחד, ונמצא
14 במרכז תשומת הלב של שוק ההון" (עמ' 42 להכרעת הדין).

15
16 בדיעבד, נראה כי קביעה זו, או לפחות התזה המשפטית הגלומה בה, מהווה אחד
17 הנדבכים המרכזיים בערעור המדינה, ועל-כך בהמשך.

18
19 **17. מנגנון הרווח של המשיבים והתייחסות התביעה אליו כתמריץ לביצוע עבירות פליליות:**

20
21 התביעה טענה, כי הרווח שאותו התעתדו המשיבים להפיק כתוצאה מפעילותם, הוא
22 אשר הניע אותם להשפיע על שער המנייה. בית-משפט קמא לא ראה לקבל את הטענה וכך קבע:

23
24 "אינני יכול לקבל את טענת התביעה, לפיה תמריצי הרווח הביאו את
25 הנאשמים לעבור את העבירות המיוחסות להם בכתב האישום. זוהי
26 מסקנה מרחיקת לכת ומסוכנת שמשמעותה, כי בכל מבנה שכר בו גלום
27 בנוס ישנו תמריץ לעובד לעבור עבירות פליליות כדי למקסם את רווחיו.
28 מנגנון הרווח לפיו תוגמלו הנאשמים, הינו מנגנון מוכר ומקובל, הקיים
29 בתחומים רבים בכלכלה החופשית ובתחום הספציפי של המסחר
30 במעו"ף" (עמ' 64 להכרעת הדין).



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

18. שתיקת המשיבים בשלבים השונים של חקירותיהם ברשות ניירות ערד:

1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
20
21
22
23
24
25
26
27

לא היתה מחלוקת על-כך, שהמשיבים שתקו בשלבים מסויימים בחקירתם. עדיין סבר בית-משפט קמא, כי אין בשתיקתם כדי לטייע לראיות התביעה או לחזקן:

"שתיקתם, הן של נאשם 2 והן של נאשם 3, לאחר שלבי החקירה הראשונה ולאחר שנוכחו לדעת שחוקרי הרשות "ננעלו" על כיוון מסויים, וכל אשר מעוניינים לעשות הוא להשיג ראיות להרשעה ולא לקבל הודעותיהם ולנסות להבין את מניעיהם ולשקול האם יש במעשיהם משום מעשים פלילים אם לאו, לגיטימית בעיני, ואי-אפשר לזקוף שתיקה זו כנגד הנאשמים" (עמ' 168 להכרעת הדין).

בהמשך, ביקר בית-משפט קמא את דרך ניהול החקירה והגיע למסקנה, כי בעקבות האטימות כלפי הנחקרים, שכללה חקירה בעת מחלה או חקירה במצב של חוסר שינה, חדלו הנחקרים משלב מסויים לשתף פעולה:

"בענייננו, אין מדובר בחשודים שבחרו על אלו נושאים להשיב ובאלו נושאים לשמור על זכות השתיקה, אלא בחשודים שהחליטו לשמור על זכות השתיקה בצורה גורפת, החל משלב שכבר לא היה להם כל מוטיבציה או סיבה לשתף פעולה עם הרשות, לאור הנסיבות שנוצרו" (עמ' 173 להכרעת הדין).

אכן, שמירה על זכות השתיקה בעת החקירה (להבדיל משתיקה בבית המשפט), עשויה לחזק את ראיות התביעה (אין המדובר בתוספת ראייתית מסוג חיזוק, כי אם בחיזוק כללי לראיות התביעה). אולם, במקרה הנוכחי אין ללמוד ממנה מסקנות לחובתם של המשיבים, כאשר ניתן הסבר לשתיקתם בחקירה.



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 טענת התביעה בדבר גירסה כבושה: 19.

2

3 נדחתה טענת התביעה, לפיה גירסתו של משיב 2 - גולן - היתה גירסה כבושה:

4

5 "עיקרי טענותיו של נאשם 2 מצויים כבר בהודעותיו הארוכות ברשות

6 ניירות ערך. במהלך המשפט, הציגה ההגנה לכל עדי התביעה, ובעיקר

7 למומחה מטעמה, את טענותיה ואת התזה שלה. הם נשאלו לגבי

8 חשיבות החזים, עיתוי הפעילות, היקפי הפעילות, גובה הלימיטים,

9 הסיכונים, ההתכנסות בחזים אחרי הפקיעה, הסיכונים בהחלפת מניות

10 וניהול סיכונים, קשיי ההחלפה ועוד" (עמ' 173 להכרעת הדין).

11

12 סיכום: 20.

13

14 בדברי הסיכום, עמד בית המשפט על ייחודו של המסחר בשוק המעו"ף, וכפועל יוצא מכך

15 "יעץ" למשקיע שאינו מיומן להימנע מפעילות בשוק זה בזמנים מסויימים. בית המשפט עמד על

16 השוני בקריטריונים, לפיהם נבחנת התנהגות שחקני המעו"ף:

17

18 "משקיע שאינו מיומן ופעיל באופן קבוע באופציות מדד המעו"ף, עדיף

19 שידיר רגליו משוק אופציות המעו"ף, בעיקר ביום זה. משקיעים

20 המשלבים פעילות של מסחר במניות ת"א 25 עם פעילות באופציות על

21 מדד ת"א 25, הפוקעות באותו יום, חייבים לבצע פעולות בהתאם להרכב

22 תיק הנכסים שלהם. פעילות זו משפיעה רבות על מחזורי המסחר ועל

23 קביעת שערי המניות. סביר בעיני, כי כך פעלו גם הנאשמים בשלושת

24 האישומים בהם הואשמו. לגישתי, קיים שוני מהותי בין המסחר במניות,

25 לבין המסחר בשוק המעו"ף, ושיקוליהם ומטרותיהם של הפעילים בשוק

26 המעו"ף שונים משיקולים ומטרותיהם של המשקיעים במניות. לאור

27 שוני זה, אין זה ראוי לבחון את התנהגות הנאשמים על-פי המבחנים

28 הכלכליים והמשפטיים שהוחלו בתיקי הרצת מניות רגילים. אני סבור, כי

29 בהיות המסחר במעו"ף תחום שונה ונפרד, יש לבחון את התנהגות

30 הנאשמים על רקע כללי המסחר של פעילי-שוק המעו"ף על מאפייניהם

31 השונים, במיוחד ביום של החלפת מניות ובימי פקיעה" (עמ' 175 להכרעת

32 הדין).



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

בהתייחס לגופה של המחלוקת, הגיע בית המשפט למסקנה, כי –

"... יש סבירות ממשית לגירסה, כי הנאשמים פעלו מתוך שיקולים
מקצועיים וכלכליים גרידא, תוך הפעלת הידע המקצועי והנסיון המעשי
שצברו, ולפיכך, אין במעשיהם כל עניין פלילי" (עמ' 175 להכרעת הדין).

פעולותיהם של המשיבים בוצעו במסגרת כללי המסחר החלים עליהם כפעילי-שוק
המעו"ף ובמסגרת ניהול הסיכונים שלהם. ראיות המאשימה נסתרו על-ידי עדויות ומוצגי ההגנה
"ונותר בלבי ספק ביחס לנכונות גירסת התביעה". משכך, זוכו המשיבים, מחמת הספק, מן
העבירות שיוחסו להן בכתב האישום, ובכלל זה מהעבירות שיוחסו להם באישום הראשון.

הערעור

שני ראשים לערעור המדינה: הראשון - עניינו הפן המשפטי; והשני - עניינו הפן הראייתי

21. באשר לפן המשפטי – לטענת המדינה, שגה בית-משפט קמא ביישום ההלכה הפסוקה וקבע
הלכה חדשה, הפוכה להלכה הקיימת לגבי שחקני מעו"ף, לפיה קיים שוני מהותי בין המסחר
במניות לבין המסחר בשוק המעו"ף, שעל-כן חלים על שחקני המעו"ף כללים אחרים. מקביעתו של
בית-משפט קמא עולה, כי אין להחיל על שחקני המעו"ף את עבירת התרמית לפי סעיף 54א(2)
לחוק ויש להשאירה לתיקי "הרצת המניות הרגילים". פרשנות שכזו תביא – על-פי הנטען – לכך,
שציבור שלם של סוחרים בשוק ההון – שחקני המעו"ף – יוצאו מתחום האיסור הפלילי שבעבירת
התרמית. לטענת המדינה, יש לראות את המונח "דרכי-תרמית" כמתייחס לכל מסחר בבורסה,
ובכלל זה גם לשוק המעו"ף.

הבעיה הנוספת עליה מצביעה התביעה, היא הפרשנות המצמצמת אותה נקט בית-משפט
קמא לגבי הפירוש "דרכי-תרמית". אליבא דבית-משפט קמא, כדי להרשיע בעבירות על-פי סעיף
54א(2), במקום בו מתבצעות "עיסקאות אמיתיות", יש להוכיח קיומם של מצגי-שווא של ממש
או של מעשי-מרמה ברורים, במטרה להונות את ציבור המשקיעים. המדינה מוסיפה, כי במקרה
זה ניצלו המשיבים את שיטת המסחר כדי להעלות את שער מניית פרטנר, בכך שנתנו הוראות
קנייה באופן ובסדר שנתנו, בלימיטים גבוהים, ובשניות האחרונות של המסחר הרציף. גם אם
מדובר בפעולות "אמיתיות" (ולא פיקטיביות), יצרו אלה מצג שווא של מסחר תקין והוגן במניית
פרטנר כלפי ציבור המשקיעים. כתוצאה מכך, הפיקו המשיבים רווח כולל של כ- 4 מיליון ₪. יסוד



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו לבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 התרמית במקרה זה, טמון בדרך פעולתם של המשיבים במטרה להשפיע על השער, כשכוונת
2 התרמית בליבו של עושה הפעולה היא זו שהופכת אותה לאסורה.

3
4 22. בפן הראייתי, לטענת המדינה, התנהלות המשיבים ביום 31.7.01, לרבות הלימיט החריג,
5 עיתוי מתן ההוראות, פיצול והניסוי שנערך בצהריים, כמעידה על תכנון מוקדם מצידם ועל הצפי
6 שלהם כי מחיר שער המנייה יעלה בסוף היום. המדינה אף חולקת על טענת המשיבים, כי לא ראו
7 שכבות לפני מתן ההוראות בזמן אמת. המדינה מזכירה, כי ביום 26.7.01 התפרסם דו"ח חיובי על
8 מניית פרטנר. להשקפתה, היה בכך כדי לחזק את הערכת המשיבים, כי שער המנייה יעלה ולא
9 ירד. ביום 31.7.01 עקבו המשיבים במהלך כל יום המסחר אחרי המנייה, ויכלו על-כן לדעת, כי
10 היא במגמת עלייה. משכך, אין כל הסבר מניח את הדעת בהמתנתם עד לשניות האחרונות של
11 המסחר, לצורך רכישת יתרת המניות החסרה:

12
13 "אם אכן צפו המשיבים כבר מהצהריים ששער מניית פרטנר יעלה,
14 מדוע השאירו את רכישת כל הכמות הנותרת של מניות פרטנר לשניות
15 האחרונות של המסחר, תוך לקיחת סיכון שלא יקבלו את הכמות?
16 המסקנה ההגיונית היחידה היא, כי מטרת המשיבים לא היתה קניית
17 הכמות, אלא קביעת השער..." (עמ' 25 להודעת הערעור).

18
19 המדינה טוענת, כי בית המשפט התעלם לחלוטין מראיות מרכזיות שהוגשו על ידה. הדגש
20 הושם בהקשר זה על חודיות רוטן, להן לא נתן בית-משפט קמא את המשקל ההולם. בנוסף, בית-
21 משפט קמא לא התייחס למניע, לדרך פעולת המשיבים ביום המסחר, למשמעות הניסוי בשעות
22 הצהריים, התנהגותם במסחר לאחר העלאת השער על ידם, חוסר ההיגיון הכלכלי בדרך פעולתם
23 וראיות נוספות.

זיון:

המסגרת הנורמטיבית:

23. סעיף 54(א)(2) לחוק, קובע בזו הלשון:

30
31 "א) מי שעשה אחד מאלה, דינו - מאסר חמש שנים או קנס פי
32 חמישה מן הקנס כאמור בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין:



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1

...

2

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

3

..."

4

5

תכלית ההוראה הינה, להבטיח כי המסחר בשוק ניירות הערך יתנהל באופן תקין והוגן,

6

תוך שמירה על אמון הציבור בפעילות השוק (ראו: רע"פ 2184/96 חיים חרובי נ' מדינת ישראל

7

(להלן: פרשת "חרובי"); ע"פ 5383/97 טמפו נ' מדינת ישראל, פ"ד נד(1) 557 (להלן: פרשת

8

"טמפו"). בלשונו של בית המשפט בע"פ 5109/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 642 (להלן:

9

פרשת "ואקנין"):

10

11

"הוראה זו באה להגן על הציבור הרחב בכלל, ועל ציבור המשקיעים

12

בפרט, מפני תרמית בניירות ערך. היא נועדה להבטיח הגינות במסחר

13

בניירות ערך. היא באה למנוע יתרון בלתי-הוגן. היא באה לאפשר קיומו

14

של שוק ניירות ערך משוכלל ובורסה תקינה. היא מכוונת להבטיח מידע

15

אמין אשר יאפשר הערכת הסיכון והסיכוי בכל השקעה. היא מבוססת

16

על הצורך לקיים את אמון הציבור בשוק ניירות הערך" (שם, 653).

17

18

(ראו גם רע"פ 4827/95 ה' ג' פולק בע"מ נ' מדינת ישראל (לא פורסם, 9.6.97).

19

20

ובכתובה האקדמית:

21

22

"דיני ניירות ערך באים לתת מענה לחשש מהטעייה של משקיעים אשר

23

בחרו להשקיע את כספם במתווה של השקעה סבילה(פאסיבית), מבלי

24

שהם מעורבים בפעילות הכלכלית העומדת מאחורי ההשקעה ... היעדר

25

הגנה הולמת על משקיעים סבילים עלול לגרום תוצאות קשות למשק,

26

שכן אלו יפחדו להיפרד מכספם" (שרון חנס, איתי פיגנבאום, "עיון

27

מחודש בהגדרת ניירות ערך בדין הישראלי" משפט ועסקים, 5, תשס"ו,

28

עמ' 11).

29

30

סעיף העבירה נועד למנוע מהגורמים בשוק ליצור עיוות בהליך קבלת ההחלטות של

31

"המשקיע הסביר", ויתרון בלתי-הוגן (ראו: ע"א 1928/93 רשות ניירות ערך נ' גיבור סברינה

32

מפעלי טקסטיל בע"מ, פ"ד מט(3) 177; ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ'



בתי המשפט

עפ 070384/08

בית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 רשות ניירות ערך, פ"ד מו(2) 818). השמירה על כללי היגיון וההגיונות, מהווה תנאי מוקדם לעידוד
2 הציבור להשקיע בשוק ניירות הערך, ולצורך המשך קיומו של מסחר תקין, חופשי וראוי בבורסה.
3 בע"פ 70226/08 מדינת ישראל נגד יוסף (בן משה) גרינפלד (21.12.08) (להלן: "פרשת גרינפלד"),
4 שניתן לאחרונה נאמר:

5
6 "הוראת העונשין הקבועה בסעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך, נובעת
7 מאופייה המיוחד של ה"סחורה" שבבורסה: הואיל וקשה לציבור
8 המשקיעים להעריך את שווי ה"סחורה", שהרי לרוב הציבור אין
9 הכישרים של אנליסטים בעלי-ידע כלכלי ... לכן, חשוב ביותר
10 שהמסחר בבורסה יונחה בצורה שתבטיח ש"מחיר השוק" של המניות
11 אכן יקבע באופן חופשי, ללא התערבות חיצונית מניפולטיבית או
12 מלאכותית, ושהוא ישקף את נקודת המפגש האמיתית בין ההיצע
13 והביקוש ... פעילות בבורסה שתכליתה היא העלאת שער נייר הערך או
14 הורדתו ... משבשת את יכולתם של המשקיעים להעריך את "מחיר
15 השוק" של המנייה בצורה נכונה ...".

16
17 ובפרשת ואקנין - על-מנת לאפשר למשקיעי הבורסה לקבל החלטות מודעות ושקולות,
18 תוך בחינת הסיכון והסיכוי, יש להבטיח כי מחירי ניירות הערך בשוק, ישקפו את שיווי המשקל
19 האמיתי שבין ההיצע לבין הביקוש, ועל-פיו ייקבע מחיר נייר הערך (פרשת ואקנין, 657).

20
21 על-כך שזוהי תכליתה של ההוראה בסעיף 54(א)(2) לחוק עמד גם בית-משפט קמא:

22
23 "כדי להבטיח שאמון הציבור ואת תקינותו והגיונותו של השוק, הטיל
24 המחוקק על המשתתפים מסחר סייגים ואיסורים שמטרתם להבטיח
25 מסחר תקין והוגן בבורסה. איסורים אלה קבועים, בין היתר, גם בסעיף
26 54 לחוק ניירות ערך, והם נובעים מן הרצון להבטיח כי המחיר בשוק
27 ישקף פעילות בתום-לב ויהיה נקי ממניפולציות שמטרתן לכונן אותו
28 לרצונו של גורם מעוניין זה או אחר, ומכאן האינטרס הציבורי
29 שבאכיפתם" (עמ' 34 להכרעת הדין).

30
31 24. היסוד העובדתי של עבירת התרמית לפי סעיף 54(א)(2) לחוק, כולל שני מרכיבים: האחד -
32 השפעה על שער נייר הערך, שהוא הרכיב התוצאתי. בתינת הרכיב התוצאתי מחייבת השפעה



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 בפועל של פעילות הנאשם על תנודות השער של ניירות ערך (בנסיבות המקרה שלפנינו, אין צורך
2 להידרש לדעות השונות שהובעו בנושא זה – ראו: פרשת גדינפלד פסקאות 35, 36; פרשת חרובי
3 פסקה 14). השני - הרכיב ההתנהגותי: השימוש בדרכי התרמית להשגת התוצאה (ראו ע"פ
4 8620/96 מרקדו ג' מדינת ישראל, פ"ד (א)518, בעמ' 516 - 518; 520 - 524 (להלן: פרשת
5 "מרקדו").

6 לעניין הרכיב השני, הרכיב ההתנהגותי, הרי ששאלת "כשרותה" של הפעילות וקיומה של
7 פעולה בדרכי "תרמית" – יבחנו בהתאם לנסיבות המקרה, על בסיס הראיות שהובאו לפני בית
8 המשפט (השוו: פרשת מרקדו, 517). כדברי הנשיא ברק (כתוארו אז) בפרשת ואקנין:

9
10 "החיים עשירים מכל דמיון. אין זה ראוי לקבוע מראש "רשימה סגורה"
11 של מצבים האסורים על-פי הוראות סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך.
12 יש להימנע מהגדרות כוללניות, שעם ניסוחן נמצא מיד המקרה הנוסף
13 שאינו נכנס לתחומן, אך שההתנהגות על-פיו אסורה אף היא. בתחום חי
14 ותוסס זה של המסחר בשוק ניירות הערך, עדיפה גישה אינדוקטיבית,
15 הנעה ממקרה למקרה, ועל בסיס ניסיון החיים המצטבר מרחיבה
16 ומשכללת את תפיסותיה העקרוניות" (בעמ' 657).

17
18 כך, למשל, מתן הוראת-קנייה או מכירה, בהיעדר רצון אמיתי לקנות או למכור ובמטרה
19 להשפיע על מחיר המנייה, הינה פעולה אסורה ו"מלאכותית", ואם נלווית לפעולה זו גם מודעות
20 לדרכי התרמית וכוונה להשפיע על תנודות השער, מדובר בעבירה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק.

21
22 בפרשת מרקדו עמד השופט גולדברג על-כך, שעיסקאות המתבצעות במהלך המסחר
23 בבורסה, ומטרתן האמיתית היא לגרום לשינוי בשערו של נייר הערך, יחשבו כהשפעה בדרכי-
24 תרמית:

25
26 "גם כאשר המניפולציה נעשית באמצעות השתתפות במסחר
27 ("עיסקאות אמיתיות" כביכול), נוצר מצג שווא. שכן, בעוד שכלפי חוץ
28 נחזות העיסקאות כתמימות, וכבאות רק לשם קנייה או מכירה של נייר
29 הערך, הרי שלמעשה מטרתן האמיתית היא לגרום לשינוי בשערו של
30 נייר הערך. שעה שציפייתם של המשתתפים במסחר היא, כי הוא יהיה
31 הוגן ויאפשר להם לקבל החלטות מודעות, תוך שקילת הסיכון והסיכוי,
32 מנצל המניפולטור לרעה את כללי ה"משחק", לשם השגת מטרתו



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 (העלאת או הורדת השער). הוא מצטייר כמי ששומר על הכללים,
2 שלפיהם ישקף מחירו של נייר הערך את שווי המשקל בין היצע ממשי
3 לבין ביקוש ממשי, בעוד שהוא נוקט דרכי-תחבולה נסתרים מן העין"
4 (בעמ' 519).

5
6 והוא מוסיף –

7
8 "... עצם זיהוי השפעה על השער איננו זיהוי של השפעה מניפולטיבית.
9 זיהוייה של השפעה מניפולטיבית הוא בזיהוי כוונה פסולה אצל
10 המניפולטור" (בעמ' 520).

11
12 הווה אומר, כאשר פעולתו של המשקיע נעשית מתוך מטרה להשפיע על שער המנייה –
13 פעולתו פסולה. אולם, אם פעל המשקיע שלא מתוך הכוונה האמורה, הגם שפעולתו השפיעה על
14 השער – אין מדובר בפעולה פסולה. ובלשונו של השופט גולדברג:

15
16 "... כאשר פעולה במסחר נחזית על פניה להיות כשרה, דברים שבלבו
17 של העושה הם שהופכים אותה לאסורה. השתתפות במסחר, שנעשית
18 במטרה להשפיע על שער נייר ערך כתכלית העומדת בפני עצמה ובלי
19 שתשקף ביקוש או היצע כנים, היא פסולה, בעוד שאותה פעולה מממש,
20 אילו נעשתה שלא מתוך אותה מטרה, לא היתה נחשבת לפסולה" (שם).

21
22 ברוח דומה נקבע בפרשת טמפון, כי פעולת התערבות יזומה במסחר, שכל תכליתה היא
23 ההשפעה על השער, הינה בגדר פעולה אסורה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק.

24
25 לצורך ההמתשה בענייננו, לו היתה הכרעה עובדתית לפיה ידעו המשיבים כי אין שכבות
26 בספר הפקודות - כך שהפקודה לא יכולה להיבלע בשכבות קודמות, והיו מזרימים פקודה בלימית
27 גבות, כפי שהזרימו בשניות האחרונות לפני הנעילה - הדעת נותנת, כי הפקודה לא היתה יכולה
28 להתקבל כ- "Market Order" והיתה נחשבת לפעולה המהווה מעשה תרמית, הגם שלא היה בה
29 מצג שווא או אלמנט הסתרה והסוואה. לכך הסכים גם בא-כוח המשיבים (פרוטוקול הדיון
30 21/04/200 עמ' 59).

31



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 היסוד הנפשי של עבירת ההשפעה בדרכי-תרמית היא מודעות לרכיב ההתנהגותי של
2 העבירה, בעוד שלגבי התוצאה של השפעה על שער נייר הערך די בפזיזות (פרשת מרקדו, 524 -
3 525). המודעות הנדרשת בגדר היסוד הנפשי הינה:

4

5

"... הן לכך שמטרתה האמיתית של הפעולה היא ההשפעה על השער

6

והן לדרכי התרמית הננקטות על-ידיו לצורך השגת מטרה זו" (גרינפלד,

7

פיסקה 44).

8

9

25. עירוב מטרות

10

11

יש להבהיר, בצד האמור, כי גם במקרים בהם מדובר בעיסקה אמיתית המתבצעת

12

בבורסה, אין מדובר בהכרח בעיסקה כשרה. גם מי שמבצע עיסקה אמיתית, נדרש שלא לעשות כן

13

בדרך שתהיה בה משום התערבות במסחר ההוגן בבורסה ותגרום להשפעה על שער המנייה.

14

15

עמד על-כך בית המשפט בפרשת גרינפלד:

16

17

"על-מנת להרשיע נאשם בעבירה של השפעה בתרמית על שער ניירות

18

ערך, אין התביעה חייבת להוכיח כי זו היתה תכליתו היחידה של

19

הנאשם, שכן לא-פעם פועל הנאשם בסיטואציה של "עירוב מטרות":

20

הוא מעוניין לבצע עיסקה אמיתית בבורסה, אך יחד עם זאת שואף

21

להשפעה על השער, ומבצע את העיסקה בדרך שתשיג מטרה זו".

22

(בפיסקה 47).

23

24

ובהמשך:

25

26

"בהחלט יתכן מצב בו משקיע מאמין במנייה ומעוניין לרכוש מניות

27

נוספות, אך הוא מחליט לעשות זאת ביום מסחר מסויים באופן שיגרום

28

להעלאת שער המנייה או ימנע את ירידתו, תוך יצירת מצג שווא כלפי

29

המשקיע הסביר. כך גם יתכן כי אדם הפועל בבורסה מבקש באמת

30

למכור את מניותיו, אך הוא עושה זאת בדרך תרמיתית, שנועדה להשפיע

31

על השער, על-מנת לבצע את המכירה בשער הרצוי לו, ולא במחיר

32

השוק. מקרה שכזה נופל אף הוא לגידרו של סעיף 54(א)(2) לחוק, שכן



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 רכישת המניות במסחר היתה מלווה בכוונה להשפיע על השער בדרכי-
2 תרמית. אדם המבצע עיסקה אמיתית בבורסה, נדרש שלא לעשות כן
3 בדרכי-תרמית שנועדו להתערב במסחר ההוגן בבורסה, ולאפשר לו לבצע
4 את העיסקה בצורה שתשפיע על השער. העובדה שמדובר בעיסקה
5 אמיתית המתבצעת בבורסה, איננה אומרת בהכרח שמדובר בעיסקה
6 כשרה ... כללו של דבר: גם רכישה אמיתית של מניות על רקע כלכלי
7 אסורה, כאשר היא נעשית בדרך תרמית שנועדה להשיג כמטרה
8 עיקרית השפעה על השער ... מי שפועל במסחר בדרכים מניפולטיביות
9 שנועדו להשפיע על שער המנייה כתכלית עיקרית, מתוך מודעות לכך,
10 עובר את העבירה על-פי סעיף זה, גם אם התלוותה לפעילותו מטרה
11 משנית של קנייה או רכישה במסחר, וגם אם באופן עקרוני הוא סבר
12 שכדאי לרכוש או למכור את המנייה. שונים הם פני הדברים במקרה בו
13 פועל אדם במסחר במנייה מתוך מטרה עיקרית לרכוש או למכור את
14 המנייה ממניע כלכלי לגיטימי, כשהוא מודע לכך שפעולתו תשיג מטרה
15 נוספת – משנית אך רצויה מבחינתו – של הורדת או העלאת שער
16 המנייה ...". (בפיסקה 48).

17
18 הגם שמדובר במושכלות יסוד, נשוב ונוכיר כי ההכרעה בשאלה מה היתה המטרה במקרה
19 פלוני והאם מדובר בעיסקה אמיתית, במטרה להשפיע על השער, או מטרה מעורבת - היא הכרעה
20 עובדתית הנלמדת מכלל הראיות. הסבר כלכלי לפעילות זו או אחרת יכול שיעלה בקנה אחד עם
21 מטרת מירמה או מטרה מעורבת, ויכול שישלול קיומה של מטרה נוספת לצד המטרה האמיתית
22 המוצהרת. המסקנה בנושא זה היא לעולם פונקציה של הראיות שנבחנו.

23
24 סיכום ביניים בנקודה זו: לטובת התביעה ומבלי להכריע בכך, אנו מוכנים להניח כי
25 במקרים של מטרה מעורבת, כאשר המטרה להשפיע על השער הינה מטרה ממשית של צד
26 לעיסקה, אף אם אינה מוגדרת בהכרח כ"תכלית עיקרית", עובר אותו צד את העבירה לפי סעיף
27 זה. עדיין נדרשת התביעה להוכיח, מעבר לספק סביר, כי מטרת הצד לעיסקה היא השפעה על
28 השער.

29



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

שחקני המעו"ף – האם אמות מידה נורמטיביות שונות להתנהגותם?

1

2

3

4

5

6

7

8

9

10

11

12

13

14

15

16

17

18

19

20

21

22

23

24

25

26

27

28

29

30

31

32

26. מדובר בסוגייה שלה הקדישה המדינה נפח משמעותי, כאשר הטענה היא שגה בית-משפט קמא בקובעו, שיש לבחון את התנהגות המשיבים על-פי מבחנים שונים ממבחני הרצת המניות הרגילים. הגם שהדברים הובאו לעיל, נשוב ונצטט בקצרה את עמדתו ו"עצתו" של בית-משפט קמא:

"משקיע שאינו מיומן ופעיל באופן קבוע באופציות מדד המעו"ף, עדיף שידיר רגליו משוק אופציות המעו"ף בעיקר ביום זה ... לגישתי קיים שוני מהותי בין המסחר במניות לבין המסחר בשוק המעו"ף, ושיקוליהם ומטרותיהם של הפעילים בשוק המעו"ף שונים משיקוליהם ומטרותיהם של המשקיעים במניות. לאור שוני זה, אין זה ראוי לבחון את התנהגות הנאשמים על-פי המבחנים הכלכליים והמשפטיים שהוחלו בתיקי הרצת מניות רגילים" (עמ' 175 להכרעת הדין).

כדי להסיר ספק, נאמר בנושא זה כדלקמן: התשתית הנורמטיבית, גם לעניין שחקני המעו"ף, היא זו שנקבעה בהלכות שיצאו מלפני בית המשפט העליון, שעל עיקריהם עמדנו לעיל. אין לשחקני המעו"ף "חסינות" לעניין העבירה על-פי סעיף 54(א)(2) הנדונה, ואם התנהגותם תעלה לכלל תרמית לפי הקריטריונים המ"ל, הדעת נותנת כי יורשעו בעבירה זו. הזכרנו לעיל את דבריו של הנשיא (בדימוס) א' ברק בפרשת ואקנין, ולפיהם אין רשימה סגורה של התנהגויות המהוות מעשה תרמית:

"בתחום חי ותוסס זה של המסחר בשוק ניירות הערך, עדיפה גישה אינדוקטיבית, הנעה ממקרה למקרה, ועל בסיס נסיון החיים המצטבר מרחיבה ומשכללת את תפיסותיה העקרוניות".

אלא שלתוך "סלי" המרכיבים הבוחנים את התנהגותם, יש לצרף ולשקלל גם את הייחוד שבשוק המעו"ף, השיקולים הכלכליים והמטרות המכתיבות את הפעילות בו, במיוחד בימים של פקיעה והחלפה. נראה, כי לכך התכוון גם בית-משפט קמא. מכל מקום, אם סבר בית-משפט קמא שהתשתית הנורמטיבית שונה, הרי בכך שגה, והעמדנו בנושא זה דברים על מכונם.



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' בדלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

27. במאמר מוסגר אנו רואים להעיר כדלקמן: כזכור, יעץ בית-משפט קמא למשקיעים
שאינם מיומנים, להדיר רגליהם משוק זה בימי פקיעה והחלפה. הסניגורים טענו, כי אין חידוש
בעצה זו הנגזרת ממדריך המעוף של הבורסה שם כתוב:

"יצירת נגזרים, רכישתם ומכירתם (להלן – "השקעה בנגזרים"), עלולה
להיות כרוכה בדרגת סיכון גבוהה מאוד. לפיכך, מתאימה השקעה
בנגזרים רק למשקיע שבידו מלוא המידע והידע בכל הנוגע לנגזרים
ולסיכונים הכרוכים בהשקעה בהם".

אזהרות הבורסה הן בפני ההשקעות בנגזרים ולא על השקעה בניירות ערך, הנחשבת
להשקעה סולידית יותר (לענייננו, אך הנפגעים הישירים מפעולותיה של אופמת היו משקיעים
בעלי פוזיציה הפוכה). נגזרים הינם מכשירים פיננסיים אשר ערכם נגזר מנכס אחר, נכס הבסיס.
ניירות הערך הנגזרים העיקריים הינם אופציות וחוזים עתידיים. השאלה, האם נגזרים מהווים
ניירות ערך לכל דבר ועניין, היא שאלה מורכבת שהובעו לגביה דעות שונות שאיננו רואים לפרטן.
על-פני הדברים נראה, כי ההגנה על שוק ההון חייבת לכלול גם אותם כחלק מהמכשירים
הפיננסיים הנסחרים בבורסה. הרציונאליה החלה על המסחר בשוק זה והרצון "להבטיח הגינות
במסחר" ולמנוע יתרון בלתי-הוגן (פרשת ואקנין), רלוונטית גם לגביהם.

בחזרה לענייננו. על בסיס הנורמות המשפטיות שנסקרו לעיל, יש לבחון את המסכת
העובדתית שהוצגה.

28. לא היתה מחלוקת על הצורך של המשיבים לרכוש מניות פרטנר שנכנסות למדד,
במשקולות המתאימים למשקלן במדד, היינו כ- 376,000 מניות עד לסיום יום המסחר של ה-
31.7.01. המחלוקת בין הצדדים נסובה, כאמור, סביב המשמעות שיש לייחס לפעולת המשיבים
באותו יום מסחר. האם, כטענת המדינה, אופן רכישת המניות מצביע על מטרה להשפיע על שער
המנייה, או כטענת המשיבים, כי מדובר ברכישה מתוך שיקולים כלכליים לגיטימיים, ללא כוונה
להביא לעליית שער המנייה, וזו האחרונה היא פועל יוצא של "כשל שוק" בלתי-צפוי.

המדינה, המבקשת לשכנענו כי המשיבים פעלו בתרמית, במטרה להשפיע על שער המנייה,
הפנתה אותנו לראיות הנסיבתיות, שהוצגו בבית-משפט קמא, אשר על עיקרן כבר עמדנו לעיל.
לדידה, יש בכל אחת מהן ובצירופן גם יחד, כדי לבסס מסקנה זו. לצד משמעותן של הראיות
הנסיבתיות טוענת המדינה, כי ניתן לראות בהודעתו של רון בחקירה משום הודאה בביצוע



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 העבירה. נאמר כבר בשלב זה, כי – נוכח הטעמים עליהם נעמוד בהמשך – לא ניתן לבסס את
2 הרשעת המשיבים על דברים שאמר ריון בחקירתו. נבחן, איפוא, את הראיות הנסיבתיות אותן
3 תציגה המדינה. קודם שנוזקק לגופם של דברים נזכיר, כי אין מניעה להרשיע נאשם על בסיס
4 ראיות נסיבתיות בלבד. אולם, על-מנת לעשות כן, מוטלת על בית המשפט החובה לבחון את מכלול
5 הראיות הנסיבתיות ואת הסברי הנאשם במבחני ההיגיון וניסיון החיים, ורק אם המסקנה
6 המרשיעה גוברת באופן ברור והחלטי על כל תזה חלופית ולא נותרת כל מסקנה סבירה אחרת,
7 ניתן לומר שאשמות הנאשם הוכחה מעל לכל ספק סביר (ע"פ 10852/04 ניגים נ' מדינת ישראל (לא
8 פורסם, 12.2.2009); ע"פ 7141/07 מדינת ישראל נ' טראבין (לא פורסם, 3.11.2008)).

9

10 בחינת הראיות הנסיבתיות נעשית בשלושה שלבים:

11

12 "בשלב ראשון, נבחנת כל ראיה נסיבתית בפני עצמה, כדי לקבוע אם
13 ניתן להשתית עליה ממצא עובדתי; בשלב שני, נבחנת מסכת הראיות
14 כולה לצורך קביעה, האם היא מערבת, לכאורה, את הנאשם בביצוע
15 העבירה, כאשר הסקת המסקנה המפלילה היא תולדה של הערכה
16 מושכלת של הראיות, בהתבסס על ניסיון החיים ועל השכל הישר.
17 המסקנה המפלילה עשויה להתקבל גם מצירופן של כמה ראיות
18 נסיבתיות, אשר כל אחת בנפרד אמנם אינה מספיקה לצורך הפללה, אך
19 משקלן המצטבר מספיק לצורך כך; בשלב שלישי, מועבר הנטל אל
20 הנאשם להציע הסבר העשוי לשלול את ההנחה המפלילה העומדת נגדו.
21 הסבר חלופי למערכת הראיות הנסיבתית, העשוי להותיר ספק סביר
22 ביחס להנחה המפלילה את הנאשם, די בו כדי לזכותו. בית המשפט
23 מניח את התזה המפלילה של התביעה מול האנטי-תזה של ההגנה,
24 ובוחן האם מכלול הראיות הנסיבתיות שולל מעבר את גירסתו והסברו
25 של הנאשם" (ע"פ 9372/03 פון וייזל נ' מדינת ישראל, פ"ד נט(1) 745,
26 754 (2004)).

27

28 מוכנים אנו לצאת מתוך נקודת הנחה, כי הראיות שהביאה התביעה (לענין הכוונה
29 לחשפיע על שער מניית פרטנר), די בהן כדי להעביר אל המשיבים את הנטל ליתן הסבר חלופי
30 למשמעותן. המשיבים אכן המציאו הסבר, הסברם התקבל על-ידי בית-משפט קמא (סעיף 6
31 לסיכום בעמ' 175 להכרעת הדין), אשר קבע פוזיטיבית כי "אין במעשיהם כל עניין פלילי". בצד
32 האמור, ונוכח העובדה שבית משפט קמא לא ראה להורות על זיכוי מלא של המשיבים, אלא על



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 זיכוי מחמת הספק (סעיף 10 לסיכום), אין לנו אלא להניח כי, למצער, בהסברים החלופיים
2 שהמשיבים הציעו, יש כדי להטיל ספק בעוצמת הראיות המפלילות שהציגה המאשימה.

3

4 נפנה עתה לבחון את קביעות בית המשפט, המתייחסות לראשים השונים של הטענות
5 עליהן ביקשה התביעה לבסס את ההרשעה, ולמסקנות שהסיק מקביעות אלה.

6

7 את בחינתנו ינחו הכללים הידועים להתערבות ערכאת ערעור. בית-משפט שלערעור לא
8 יראה להתערב בממצאים שנקבעו בערכאה הדיונית לגבי עובדות או מהימנות של עדים, אלא-אם-
9 כן הממצאים שנקבעו אינם מתיישבים עם ראיות אמינות שהובאו, או שנפלה טעות היורדת
10 לשורשו של עניין בהערכת העובדות המוכחות. בית המשפט שלערעור יוכל להתערב בקביעות
11 הנסמכות על שיקולים של הגיון וסבירות, שבהם אין לערכאה הראשונה יתרון על ערכאת הערעור.
12 באופן דומה, רשאי בית המשפט שלערעור להתערב במסקנות שהסיק בית המשפט מן הממצאים
13 העובדתיים אם הן אינן סבירות או הגיוניות, או כאשר מסקנות אחרות מתבקשות מהממצאים.
14 ע"פ 10479/08 פלוני נ' מדינת ישראל (לא פורסם, 11.6.09).

15

16

ניתוח המסחר:

17

18 29. כאמור, המדינה טענה, כי אופן התנהלותם של המשיבים ביום המסחר של 31.7.01,
19 מצביע על כוונתם להשפיע על שער המנייה, ומוכיח כי לא היו מכווני-כמות אלא מכווני-שער.
20 לעניין זה הדגישה המדינה את נושא הניסוי שנערך בשעות הצהריים על-ידי המשיבים; מתן
21 הפקודות המפוצלות לקראת סיום המסחר; עיתוי מתן הפקודות; הלימיטיס הגבוהים שניתנו
22 בפקודות; והתנהלותם של המשיבים לאחר סיום המסחר. בהתייחסם להנמקותיהם של
23 המשיבים באשר לדרך פעולתם ותוך ניסיון להפריכם טענה המדינה כדלקמן:

24

25 א) אין ממש בטענה בדבר חששם של המשיבים מירידה של שער המנייה. לו מדובר היה
26 בחשש, לא היו המשיבים קונים את מרבית הכמות הדרושה זמן רב לפני הכניסה
27 למדד, אלא היו נוקטים בפעילות של רכישות מדורגות, כשהעיקר היה נרכש ביום
28 המסחר האחרון.

29

30 ב) ככלל וכידוע - מניות הנכנסות למדד ערכן עולה ולא יורד.

31



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

- 1 ג) פורסם דו"ח חיובי של חברת פרטנר, וגם בכך היתה אינדיקציה לכך שמחיר המנייה
2 יעלה ולא ירד. על-כך העיד גם משיב 2.
- 3
- 4 ד) גולן העיד בבית המשפט מספר רב של פעמים, כי הוא העריך בתחילת יום המסחר
5 שהמנייה תעלה.
- 6
- 7 לטענת התביעה, מכל האמור לעיל נובע, שהמשיבים ידעו והעריכו שהמנייה תעלה ולכן לא
8 היה מקום לקנות את המניות ברגעים האחרונים. רכישה מדורגת במהלך היום בשערי השוק,
9 היתה משרתת אף היא את המטרה של קניית כמות המניות במינימום חשיפה.
- 10
- 11 30. לא מצאנו בכל האמור לעיל סיבה להתערבותה של ערכאת הערעור במסקנות בית-משפט
12 קמא. החשיבות היא בעצם הקביעה, כי מדובר במדיניות של ניהול סיכונים, ומסקנה זו לא עלה
13 בידי המדינה להפריך. הדעת נותנת, כי כאשר מדובר במדיניות ובניהול - יכולות להיות דרכים
14 רבות ושונות, כאשר למנהלים שונים יכולות להיות השקפות שונות. לפיכך, היכולת להצביע על
15 דרכי-פעולה חלופיות (רכישה מדורגת וכו') אינה שוללת את הסבירות, וממילא אינה מצביעה על-
16 כך שגה בית משפט קמא כאשר נתן אמון בגירסת המשיבים, ולפיה מדובר בדרך פעולה
17 שנבחרה כדי להתמודד עם הסיכון ולא כדי להשפיע על השער. בית-משפט קמא אימץ את חוות-
18 דעתו של מומחה ההגנה פרופ' קלעי, ובחוות-דעת זו אכן מצויות תשובות לטענות שהעלתה
19 המדינה. פרופ' קלעי התייחס בחוות-דעתו, בין היתר, לנושא הסיכון שהיה כרוך בהחלפת
20 המניות על-ידי המשיבים. קנייה מוקדמת מדי של המניות היתה חושפת את המשיבים לסיכון של
21 ירידת השער במנייה, בשלב הנעילה של היום הקובע. לעומת זאת, המתנה עד לרגע האחרון,
22 חושפת את המשיבים לסיכון שלא יקבלו את מלוא כמות המניות הנדרשת. לדעתו של פרופ'
23 קלעי: "חברת אופמת החליטה על מדיניות סבירה מבחינה כלכלית, של הקטנת הסיכון על-ידי
24 רכישה מוקדמת של חלק מהכמות הנדרשת של מניות פרטנר, ורכישה של חלק לא מבוטל קרוב
25 ככל האפשר לסיום המסחר ביום הקובע" (בעמ' 53). עוד הוסיף, כי פעולות המשיבים ביום
26 המסחר של 31.7.01, "... מילאו צורך כלכלי לגייסימי, הן בטיבן והן בזמן שיגורן. העלייה
27 החריגה במחיר מניית פרטנר לא נבעה מפקודת קנייה חריגה, אלא מהיעדר מפתיע של
28 מוכרים" (בעמ' 10). בהמשך ציין פרופ' קלעי: "לחברת אופמת היו סיבות טובות לצפות כי ספר
29 הפקודות של מניית פרטנר, לקראת סיום המסחר ביום הקובע, יהיה עמוס בפקודות מכירה עם
30 לימיטים סבירים" (בעמ' 52). יום החלפת המניות במדד ידוע מבעוד מועד, "... וכל מנייה
31 מוחלפת נמצאת באור הזרקורים" (שם). מדובר ביום שבו הפעילות אינטנסיבית, ומחזורי
32 המסחר גדולים, וכך גם ההיצעים בספר הפקודות. משכך, בשעה 16:44:50, סמוך לסיום



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטות ת' שפירא

- 1 המסחר, כאשר שיגרו המשיבים את הוראת הקנייה השנייה, היה מצופה כי יהיו היצעים נוספים,
2 אשר ימותנו את עליית מחיר המנייה לשיעורים נמוכים בהרבה. להשקפתנו, גם הבורסה הכירה
3 בכך, שהיה כשל שוק מפתיע באותו מועד – היעדר מוכרים – ועל-כן שונתה שיטת המסחר. כיום,
4 לפי השיטה החדשה, מתבצע מסחר רב צדדי של המניות המתחלפות בשלב סיום המסחר ביום
5 הקובע בדומה לשלב ה"טרום פתיחה". ניתן אפוא לקנות את המניות הנכנסות למדד בדיוק בשער
6 הכניסה ללא חשיפה לשינויים בשער. אלא שבדיונונו נדרשים אנו למצב הדברים במועד הרלבנטי
7 לכתב האישום, אשר לא אפשר ביצוע החלפה כאירוע רציף, אלא חייב ניהול סיכונים במסגרת
8 שנסקרה לעיל.
9
- 10 31. המדינה הפנתה בהקשר זה לעדותו של המומחה מטעמה פרופ' האוזר, אשר העיד כי מתן
11 הוראה בלימיט של 49% מול ספר פקודות ריק, משמעותה הוודאית היא העלאת השער. אכן כך,
12 ולכך מסכימים המשיבים. אלא, שכאמור, הקביעה העובדתית היא, כי היה צפי לשכבות מוכרים
13 ובשל תקלת המחשב לא היו המשיבים מודעים להיעדר השכבות. נזכיר בהקשר זה כי ככלל, בית
14 המשפט שלערעור לא יטה להתערב בקביעת הערכאה הראשונה, אשר העדיפה עד מומחה של צד
15 אחד על פני העד המומחה של הצד האחר (י' קדמי, על סדר הדין בפלילים, מהדורת תשס"ג -
16 200, חלק שלישי, 1405, 1413 והפסיקה שצוטטה שם; פרשת גרינפלד, בפסקה 49). גם מטעם זה
17 אין מקום להתערבותנו. בפועל – אין אפילו צורך להכריע בין המומחים, משום שמדובר, כאמור,
18 בקביעה עובדתית שאינה נשענת על הוות-דעתם.
19
- 20 הצפי לשכבות מוכרים עלה כבר במסגרת חקירתו של רוני ברשות לניירות ערך (ת/9).
21 רוני ציין, כי נקודת המוצא של המשיבים היתה, כי בספר הפקודות מצויות שכבות של הוראות
22 מכירה "אם אתה שואל מה הנחתי, הנחתי שהיו שכבות מוכרים שאני אכנס לתוכם" (בעמ' 21).
23 רוני הדגיש, כי מתן הוראות הקנייה בלימיטים גבוהים, לא היתה כדי לגרום לעליית שער מניית
24 פרטנר, והוסיף: "זה לא צריך לקרות" (בעמ' 22). כמו-כן הבהיר, כי בגלל שהמשיבים לא ראו
25 בזמן אמת את השכבות, כאשר העבירו את הוראת הקנייה השנייה, לא ידעו שאין היצע מניות
26 בספר בשל העיכוב במחשב הבורסה. רק בסיום המסחר, ובדיעבד, התברר למשיבים כי לא
27 הצליחו לרכוש את כל כמות המניות שביקשו, במסגרת הוראת הקנייה הראשונה.
28
- 29 רוני חזר והדגיש בחקירתו: "אני קונה סמוך לשער הקובע את הכמויות שאני צריך
30 בלימיט שיבטיח שאני אקבל את כל שארית הסחורה" (בעמ' 30) וציין, כי המשיבים לא יכלו
31 להניח ששער הנעילה יגיע לשער אליו הגיע, שכן ההנחה היתה כי יש מוכרים נוספים בשוק. על
32 הפתעתם של המשיבים, בעקבות קביעת שער מניית פרטנר, נוכח עליית השער הבלתי-צפויה



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 לגירסתם, העיד בועז (בישיבת יום 16.10.06): "אני ישבתי בצד השני של החדר. מה שאני זוכר
2 ברגעים האלה זה היה הרבה פליאה, כאילו זה היה מאוד מפתיע" (בעמ' 9 לפרוט'). בית
3 המשפט, אשר קיבל הסברים אלה של המשיבים, הוסיף וציין כי הנחתם בדבר קיומן של שכבות
4 היצע רבות, נתמכת גם במצב שכבות הקנייה והמכירה במניות המתחלפות האחרות, ביום
5 המסחר של 31.7.01 (מ/43).

6

7

על-יסוד התשתית האמורה קבע בית המשפט בהכרעת הדין:

8

9

"הנאשמים צפו כי פקודה בלימיט גבוה תגדיל בצורה ניכרת את

10

סיכוייהם לקבל את הכמות המבוקשת, אך יחד עם זאת, מאחר ובספר

11

הפקודות יהיו היצעים רבים - שכבות של הצעות מכירה עם לימיטים

12

נמוכים מ- 3785 - הפקודות שלהם "תבלענה" בשכבות והקנייה בפועל

13

תתבצע בשערים נמוכים בהרבה מהלימיט" (בעמ' 114).

14

15 32. בנפרד מהמתווה הכללי של פעולת המשיבים, לא התעלם בית-משפט קמא מהנקודות

16

הפרטיקולריות שהעלתה המדינה, כמפורט לעיל, באשר לעיתוי פעולתם של המשיבים בשניות

17

האחרונות למסחר. בית המשפט עמד על-כך, שעיתוי זה של העברת ההוראות אינו מצביע בהכרח

18

על כוונה להשפיע על השער. לעניין זה הפנה גם להוראות הבורסה, אשר אינן אוסרות פעילות

19

בשניות האחרונות של המסחר, לפני תחילת הזמן הרנדומאלי, כמו גם לפעולתם של גורמים

20

אחרים בשוק המעו"ף, שהוזכרו לעיל (אופק תאליי ו"גמביט", כאשר גם אופק תאליי פעלה

21

באופן דומה של רכישת 40% מהמניות ברגע האחרון). בית המשפט הוסיף וציין, כי התרשם שהיו

22

שיקולים וסיבות, אשר הצדיקו את פעולת המשיבים ברגע האחרון של המסחר, ביום 31.7.01,

23

וביניהם פעולתם הצפויה של ה"שורטיסטים": "העובדה כי ביום בו עליהם לרכוש את מניות

24

פרטנר החסרות, ישנם גורמים שאמורים ועתידיים למכור כמויות משמעותיות ביותר מהמנייה –

25

עובדה שעלולה להוביל לכך ששערה של פרטנר יירד – מהווה גם היא סיבה והצדקה לפעילות

26

הנאשמים "ברגע האחרון" ... (בעמ' 104). לעניין ה"שורטיסטים" אנו רואים להוסיף כדלקמן:

27

אכן בדיעבד, בחכמה שאחר מעשה, יודעים אנו כי המכירה של ה"שורטיסטים" מצאה מקומה

28

מחוץ לבורסה, אולם מלכתחילה לא ניתן היה להניח כי כך יארע. ה"שורטיסטים" חוששים ששער

29

המנייה יעלה לאחר המכירה שלהם ועל-כן, ברור שהם ינסו למכור את המניות ברגע האחרון

30

(כאשר הצפי הוא לעלייה בשער המנייה). מכירה של ה"שורטיסטים" ברגע האחרון היתה מביאה

31

לירידת שערים ברגע האחרון וכן למילוי השכבות בהיצעים, לכן יש הגיון כלכלי בביצוע פעולה

32

ברגע האחרון. על רקע זה, כאשר קבע בית המשפט כי ה"שורטיסטים" ומוכרי מניות אחרים עמדו



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 בבסיס המניע של המשיבים לחכות לרגע האחרון, אין מקום להתערב. בהתייחס לאמירת המדינה
2 בדבר חוסר יכולת משקיעים להגיב לחוראה שניתנה בשניות האחרונות למסחר, הוסיף בית-משפט
3 קמא:

4

5 "העובדה שהחוראה של אופמת עמדה על המסך (ולא נבלעה בשכבות,
6 כפי שסברו שיקרה) ובסופו של דבר שער המנייה נקבע בעלייה של
7 +49% מלמדת, כי גורמים בשוק הספיקו להגיב לפקודה זו, שכן אחרת
8 השער הקובע היה נקבע בלימיט הרבה יותר נמוך..." (בעמ' 106).

9

10 ועל-כך נוכל לומר, כי אכן העובדות מדברות בעד עצמן.

11

12 כדי להשלים את התמונה, נתייחס גם לטענה כי שערה של מנייה הנכנסת לסל המעו"ף
13 עולה ולא יורד (שעל-כן, לא היה חשש לירידת ערכה). גם טענה זו אינה נקייה מספקות. בית
14 המשפט ציין דוגמאות בהן שער מנייה דווקא ירד, עובר לכניסתו למדד המעו"ף (עמ' 102 – 103
15 לעדות גולן בישיבת 13.3.07), וסיכון מעין זה היה קיים גם ביום החלפה בו עסקינו, מה גם
16 שבאותו שבוע בו בוצעה החלפת המניות נושא כתב האישום, יצאה הבורסה בהודעה אודות קיומן
17 של יתרות שורט בהיקף של 200 מיליון ₪ בנכס בסיס.

18

19 סוף דבר בנקודה זו: לא עלה בידי המדינה לשלול את סבירותו של החסבר שהציגו
20 המשיבים ואת הספק הסביר העולה ממנו, כפי שקבעה הערכאה הדיונית.

21

22 התקלה במחשב

23

24 33. לא מצאנו עילה להתערב גם בקביעתו העובדתית של בית המשפט, כי במועד שיגורה של
25 הוראת הקנייה בלימיט +49 היתה תקלה במערכת המחשב, שבעטייה לא ראו המשיבים כי קיימת
26 שכבת-מוכרים אחת בלבד.

27

28 בית-משפט קמא ביסס את קביעתו על האמון שנתן בגירסתם של המשיבים כדלקמן:
29 לדברי גולן: "... באותו רגע ... הסתכלתי על המסך של רונן ראיתי שמונה אחוז עליה. עכשיו מה
30 שאני חשבתי באותו רגע שבכלל לא שידרנו. זאת אומרת, שלא שידרנו לא את התשע-עשרה ולא
31 את הארבעים ותשע, שמה שנתקע זה שתי הפקודות. בגלל זה הסתכלתי על המסך של אורן
32 וראיתי אותה קוביה שהיה כתוב עליה נא להקליד את הלימיט. ראיתי שהלימיט שהיה צריך



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 להקליד, זה שלוש שבע שמונה חמש. הקלדתי ... המשכנו להסתכל על המחשבים, ועדיין לא
2 ראינו איזה שהוא איתות לגבי הביצועים שלנו, או לגבי שער הסגירה במנייה, או לגבי המסחר
3 במנייה באותו שלב" (בעמ' 135 - 136 לפרוט'). גם רונן העיד, כי המסך "קפא" וכי לא ניתן היה אף
4 לדעת אם הוראת הקנייה הראשונה שודרה. לכך נמצא חיזוק, הן בדברים שנאמרו בחקירתם
5 ברשות, הן בעדויות של אחרים שנכחו בעת האירוע (אורן ובוני), הן בתמליל שיחה שנערכה, בזמן
6 אמת בין גולן לבין נציג בנק איגוד בשם גיל (להלן – "גיל"), במועד הרלוונטי ביום המסחר 31.7.01
7 המשקף את ההתרחשות "בזמן אמת", כשהדברים שנאמרו ותומכים בגירסתם של המשיבים.
8
9 כאמור, מדובר בהכרעה עובדתית של הערכאה הדיונית, המבוססת על קביעת-מהימנות,
10 ועל חיזוקים משמעותיים, ולפיכך לא הונחה לפנינו עילה להתערבותה של ערכאת הערעור.
11

12 האם הוכחה כוונה להשפיע על השער בדרכי-תרמית או הוכחה להיות המשיבים מוכוונים שער?

13
14 34. המדינה טוענת, כי מתן הוראות הקנייה, שניות ספורות לפני נעילת המסחר, צריך היה
15 להביא את בית המשפט למסקנה, כי המטרה היתה להעלות את שער מניית פרטנר ולא להשיג את
16 כמות המניות החסרה, כנטען על-ידי המשיבים. טענה זו "מנקזת" לתוכה למעשה את כל השגותיה
17 של התביעה על החלטתו של בית-משפט קמא. אליבא דהמדינה: השילוב בין העיתוי בשבריר
18 השנייה האחרונה לבין השער ה"שערורייתי" של 49% הוא כה בוטה וחד-משמעי, עד שלא ניתן
19 לייחס למשיבים כל מניע אחר מלבד המניע של השפעה על שער המנייה. בדרך להוכחת טענה זו
20 סוקרת המדינה את כל ההתפתחויות הרלוונטיות של אותו יום. המשיבים, כך לטענת המדינה,
21 עקבו אחרי המסחר במניית פרטנר לאורך כל אותו יום, ויכלו לצפות כי הוראות קנייה בשיעורים
22 שניתנו, בשניות האחרונות של המסחר, כאשר מדובר בספר פקודות "ריק", ישפיעו באופן דרסטי
23 על שער מניית פרטנר. בעניין זה הפנתה באת-כוח המדינה למוצג ת/33, דו"ח הפקודות שהועברו
24 לבורסה ביום הרלוונטי, לפיו בשעה 16:44:31 העבירה אופק תאליי פקודת-רכישה גדולה של
25 150,000 ע"י בשער הגבוה ב- 18.11% משער הבסיס. אופק תאליי "ניקתה" למעשה את מלאי
26 מניות פרטנר שהיו מצויות באותו שלב בספר הפקודות, ובשלב זה עמד מלאי מניות פרטנר בשוק
27 על פחות מ- 5,000 מניות בשער מנייה זול מ- 19%+, ועוד 2,000 מניות בשער גבוה מ- 19%+.
28 לפיכך, בנקודת זמן זו, היה על המשיבים לראות כי לא היה היצע למניות פרטנר בספר הפקודות,
29 וגם אם ינתנו פקודות רכישה של 130,000 מניות בשער של 19%+ ו- 28,000 מניות בשער של
30 49%+ – כפי שעשו המשיבים – לא ניתן יהיה לקבל את כמות המניות המבוקשת. אם המשיבים
31 היו אכן מוכוונים-כמות ולא מוכוונים-שער וכוונתם היתה להשיג את כמות המניות הנדרשת ללא קשר



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

- 1 לשער המנייה, היה עליהם לראות כי לפי מצב הספר באותה עת, לא ניתן היה לקבל את הכמות
2 המבוקשת, באופן שבו ניתנו הפקודות. המדינה שבה ומפנה לאופציות האחרות שעמדו בפני
3 המשיבים כדי להשיג את הכמות המבוקשת. ספר הפקודות נותר ריק משכבות מכירה עד לשעה
4 16:45:01, ולטענת התביעה, על המשיבים היה לראות זאת. גם אם לא ראו את השכבות, כקביעתו
5 של בית-משפט קמא, מעידות פעולותיהם על הכוונה להשפיע על השער. אין להשוות בין פעולתם
6 של המשיבים לבין פעולתם של יתר שחקני המעויף בשוק, ובכלל זה, אופק תאליי וגמביט, שכן
7 האחרונות לא פעלו בשניות האחרונות בשערים לא הוגנים. אופק תאליי נתנה הוראת-קנייה בשער
8 הגבוה ב- 18% משער הבסיס, וגמביט נתנה הוראת-קנייה בשער הגבוה ב-14% משער הבסיס.
9 משכך, דבר לא הצדיק את מתן הוראת הקנייה השנייה של אופמת, הגבוהה ב- 49% משער
10 הבסיס. מדובר בפקודה "מופרכת" – כלשון באת-כוח התביעה, שהפנתה לחוות-דעתו של פרופ'
11 קלעי, שאף לפי גישתו, פקודת ה"מרקט" הממוצעת בארץ עומדת על כ- 12% מעל שער הבסיס.
12
- 13 המדינה סבורה, כי המשיבים היו מודעים לבעיית סחירות במניית פרטנר בשניות
14 האחרונות של המסחר, ולכן אין לקבל את טענתם בדבר "כשל שוק". לעניין זה מפנה המדינה
15 למסמך ת/7א, שנכתב ונערך על-ידי גולן זמן קצר לאחר הפרשה. המסמך נכתב כתגובה לכל
16 אותם פרסומים בעיתונות אודות הפרשה, אולם בסופו של יום הוא לא נשלח, תוך היעדרות
17 לבקשתו של רוני בירם, יו"ר אקסלנס. ממסמך זה עולה, לטענתה, כי גולן ידע אודות בעיית
18 הסחירות והזמינות במניית פרטנר. התביעה מציינת, כי יחד עם מסמך זה, שנתפס בחיפוש שנערך
19 בביתו של גולן לאחר מעצרו, נתפס מסמך נוסף (ת/7ב) – חוות-דעת שסיפק עו"ד בננסון למשיבים
20 כשבועיים לאחר הפרשה. כפי שזכרנו, עו"ד טל בננסון הינו חבר אישי של גולן, שהודיע לבורסה
21 בשם אופמת שלא מדובר בעסקה שגויה. בימים שלאחר הפרשה פנו גולן ורוני בירם לעו"ד
22 בננסון לספק להם חוות-דעת משפטית, שניתנה בדיעבד, לגבי כשרות פעולותיהם נשוא האישום
23 שלפנינו. התשתית העובדתית שבחוות הדעת, סופקה לעו"ד בננסון על-ידי המשיבים עצמם. גם
24 מחוות-דעת זו עולה, לטעמה של המדינה, כי בעיית הסחירות במניית פרטנר היתה ידועה.
- 25 עוד טענה המדינה, כי לא היה מקום לקבל את טענת המשיבים כי פעלו ברגע האחרון של
26 המסחר בשל חשש מ"השורטיסטים". טענה זו הועלתה על-ידי רוני בחקירתו ברשות, אך לא
27 הוזכרה כלל על-ידי גולן בחקירותיו. רק בעדותו בבית המשפט, הצטרף לטענתו זו של רוני.
- 28 המדינה מפנה לדבריו של רוני בחקירה, בדבר החשש שהשורטיסטים יורידו את שער
29 המנייה, בעוד שלהם יש אינטרס הפוך. גם מכאן יש ללמוד, לשיטת המדינה, כי המשיבים פעלו
30 להעלות את שער המנייה, וחזרו על מתן הוראת הקנייה בלימיט +49%, גם לאחר שהתקבלה
31 התראה במחשב, וגם כשלא ראו על מסך המחשב שכבות מוכרים.



בת"י המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

35. הארכנו בפירוט הטענות בראש פרק זה, משום שיש בהן, כאמור, מעין סיכום של כל טענות התביעה. חרף הפירוט ובעקבות בדיקה קפדנית של כל הנטען, לא מצאנו כי יש מקום להפוך את הקערה על-פיה. בית-משפט קמא קיבל את טענת המשיבה, כי הצפי היה לשכבות רבות ורק בגלל פעולותיה של אופק תאלי"י נוקו השכבות. המשיבים לא ידעו כי הם עובדים מול ספר פקודות "ריק" בגלל התקלה במחשב, כפי שהוסבר לעיל. זוהי קביעה עובדתית מובהקת, המבוססת על ממצאי אימון. טענתה של התביעה - כי היה על המשיבים לדעת כי ספר הפקודות ריק - איננה יכולה לכרסם במשקל ממצאי המהימנות שנקבעו לאחר שמיעת העדים הרלוונטיים. אלמלא פעולותיה של אופק תאלי"י, היו הפקודות נבלעות בשכבות ועליית השער לא היתה מתרחשת. המדינה סוּמַכַת את טענתה על העד המומחה פרופ' האוזר, שאמר שפעולה על ספר ריק משמעה העלאה וודאית של השער, ועל-כך אין חולקין, אלא שאין בכך התמודדות עם שאלת הידיעה.
- צמצום זמן התגובה, אותו מביאה התביעה כראייה, מוסברת על-ידי ההגנה בכך שאופמת לא צפתה לתגובה מצד המשקיעים האחרים. הכוונה היתה "היבלעות" בשכבות בלבד. לגבי הפיצול במצב של ספר ריק – בעקרון, המשיבים תשפו את עצמם למצב בו היו לקוחות הבורסה מוכרים תחילה את המניות שנמכרו בלימיט של 49%, ולאחר-מכן מספיקים למכור את המניות בלימיט של 19%. במצב כזה היה השער השני הוא זה שהיה מתקבל, כך שלאקראיות היה תפקיד מרכזי בתרחישים באותן שניות.
- קנייה בלימיטים גבוהים אופיינית לשחקני-מעו"ף, וניתן לראות את אופמת רוכשת בלימיטים גבוהים, גם במניות האחרות המתחלפות (לנושא המניות המתחלפות האחרות נתייחס בנפרד בהמשך). גם כשגולן מבצע שיחות-הנחייה עם נציגם בארה"ב, הוא מנחה אותו לרכוש את מניות פרטנר בלימיטים גבוהים, משום שהוא מעוניין להשיג את הכמות אליה אופמת מחוייבת.
- כמובחר בחוות-דעתו של פרופ' קלעי, מתן פקודת-קנייה בלימיט נתון, מציינת למעשה מהו הגבול העליון של נכונות הקונה לשלם עבור המנייה. בורסות שונות בעולם, מאפשרות לפעילי השוק ליתן פקודת-קנייה ללא הגבלת שער (Market order – פקודת-שוק). ההנחה הינה, שהשוק יתפקד כראוי, וכי היצעים יפגשו את פקודת השוק במחירים סבירים. לעניין זה הוסיף פרופ' קלעי בחוות-דעתו: "הצלחתן של פקודות שוק מצביעה על תפקודו של שוק ההון, בו אינטרסים של מוכרים ימתנו את עליות המחירים הגלומות בפקודות-קנייה אגרסיביות, והקונים ימתנו את נפילות המחירים" (בעמ' 58).



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

- 1 פרופ' קלעי הדגיש, כי גם בפרשה דנן, ציפיינים הסבירה של המשיבים, כאשר נתנו את
2 הוראת הקנייה השנייה, היתה לכך שהרכישה תיעשה במחירים נמוכים מהלימיט (והשוו לחקירתו
3 הנגדית של פרופ' האורז בעמ' 81 לפרוטוקול, ישיבת 27.12.06).
- 4
- 5 זו היתה גם גירסתם של המשיבים מלכתחילה.
- 6 בחקירתו הראשונה של רשף ברשות לניירות ערך (ת/9), התייחס רשף לנושא העברת
7 הוראות הקנייה בלימיטים גבוהים, ביום 31.7.01. לשאלת החוקר, מדוע העבירו המשיבים
8 הוראות שכאלה, הסביר רשף: "אם אני צריך לקנות, אני מכניס הוראות בלימיטים גבוהים"
9 (בעמ' 7). כמו-כן, כאשר נשאל על-ידי החוקר, מה לדעתו צפוייה להיות ההשלכה של הוראות אלה
10 על המסחר, השיב רשף, כי אם מצויים בשוק "מוכרים גדולים", כלשונו, לא צריכה להיות
11 להוראות אלה כל השלכה על מחיר המנייה, אולם אם אין מוכרים שכאלה, הרי "אז השער
12 יעלה עד שיש מוכרים" (בעמ' 8).
- 13
- 14 גם גולן, בחקירתו ברשות לניירות ערך, ביום 21.1.02 (ת/1), ציין כי כאשר הוא מבקש
15 לקבל את מלוא כמות המניות הדרושה, הוא נוהג להעביר לימיט כמעט מקסימלי ("אני חייב את
16 הכמות, לא מעניין אותי המחיר" (בעמ' 13)), וכי עד לאותו יום, לא היה מקרה שבו לא הצליח
17 לבצע את מלוא פקודת הרכישה בלימיט זה. לעניין יום המסחר, 31.7.01, הדגיש גולן כי ביקש
18 לקבל את מלוא כמות מניות פרטנר הנדרשות, על-מנת לאזן את נכס הבסיס לקראת החלפה,
19 ומשכך, העביר את הוראות הקנייה הראשונה והשנייה. לעניין הוראת הקנייה הראשונה ציין, כי זו
20 מולאה באופן חלקי בלבד. לעניין הוראת הקנייה השנייה, טען כי לא העלה על דעתו כי הוראה זו
21 תגרום לעליית שער מניית פרטנר ב-49%, כשדבריו הסיכוי לכך "סיכוי אפסי" (בעמ' 22). כאשר
22 לפיצול נוסף, כי לפי חוות דעת פרופ' קלעי, פיצול הוראת הקנייה מקטין את ההסתברות כי מחיר
23 המנייה יעלה עד ללימיט המקסימלי ומביא למיתון עליית השער (עמ' 11, 61, 62).
- 24
- 25 כאמור, בית-משפט קמא קיבל את הסברי המשיבים המתייחסים לפקודות המפוצלות,
26 וללימיט שנקבע. כפי שהבהרנו לעיל, בית המשפט אף קיבל את טענת המשיבים כי הצפי אכן היה
27 כי הפקודות "יתבלענה" בשכבות המוכרים, באופן שהקנייה בפועל תתבצע בשערים נמוכים
28 משמעותית מהלימיט, מהטעמים עליהם עמדנו. בנסיבות אלה, משהונחה על-ידי המשיבים משנה
29 סדורה, הנתמכת בחוות-דעת מומחה אותה ראה בית המשפט להעדיף על מומחה התביעה, ומשזו
30 מצביעה על הסבר ענייני אפשרי לפעולתם, בדרך שאינה נגועה במירמה ובכוונה להשפיע על שער
31 המנייה, אין כל סיבה להתערבות ערכאת הערעור. "הדרמטיות" שבה הוצג השילוב בין העיתוי
32 לשער יכול להוות תחילת הדרך, קרי- לעורר תשד, אולם הוא אינו יכול להוות תחליף לראיות של



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברליגר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 מממש. אנו מזכירים לעניין זה פעם נוספת, כי די היה בניטרול פעולותיה של אופק תאליי, שבוצעו
2 שניות לפני הוראת הקנייה של המשיבים, כדי להביא לכך שאלה האחרונות היו נבלעות בשכבות
3 המוכרים.

4

5

הניסוי בצהריים הוראות קנייה ממוצלות ולימיטים גבוהים

6

7 36. העובדות הרלוונטיות לא היו שנויות במחלוקת: המשיבים נתנו בצהרי יום 31.7.01
8 הוראות מכירה של מניות פרטנר בשערים הגבוהים ב 19.02% וב 49.02% משער הבסיס. בסיום
9 המסחר הזרימו המשיבים שתי הוראות קנייה בכמויות זהות ובשערים זהים להוראות המכירה
10 שניתנו במסגרת הניסוי. המדינה טענה, כי ניסוי זה מצביע על תכנון מוקדם של העבירה, על-כך
11 שידעו שהשערים יעלו עד סוף המסחר, וכן על-כך שהם הכירו את המסך של ה"הוראה הבודדת".
12 המשיבים טענו, כי עריכת הניסוי נדרשה לצורך בדיקת תקינות המערכת בהיבטים טכניים (כמו,
13 בדיקת המסכים החדשים), ובהתאם למתווה הרכישה עליו התליטו. יש לציין, שלא היה זה ניסוי
14 זהה לתרחיש של זמן הנעילה, משום שבניסוי הם מכרו מניות של פרטנר ובשעת האמת קנו מניות
15 של פרטנר (ועל-כן, לא יכלו לצפות את ההתראה שהופיעה על מסכייהם בזמן האמת). בית-משפט
16 קמא סבר, כי הניסוי אינו שולל את טענת ההגנה ואיננו סבורים כי יש להתערב בכך. הניסוי הוא
17 ראייה נסיבתית, וככזה חלים עליו הכללים שפורטו לעיל (ראו פסקה 28) בדבר בחינתה של ראייה
18 נסיבתית. עצם העובדה ששני הצדדים "אווחזים" בניסוי וכל אחד טוען "כולה שלי", דהיינו - רואה
19 בניסוי אסמכתא לחיזוק טענותיו, מצביעה על-כך שהניסוי בפני עצמו הוא נתון הטעון פרשנות
20 ואין בו אמירה מוחלטת. הניסוי עשוי להצביע על-כך כי עוד בשעות הצהריים, תכננו המשיבים
21 לבצע את הרכישות בשערים הנזכרים, כפי שאכן נעשה בפועל, בשעה שלא היה ידוע שספר
22 הפקודות יהיה ריק, ובכך לשלול את טענת התביעה בדבר ניצול ההזדמנות שספר הפקודות ריק,
23 על-מנת להעלות את השער, שהרי בזמן עריכת הניסוי, הצפי היה, כאמור, כי הפקודות תבלענה
24 בשכבות המוכרים. לא זו בלבד שבשעה זו לא יכלו המשיבים לצפות את כשל השוק שהביא
25 להיעדר שכבות מוכרים ולעליית שער המנייה, אלא אף זו – לא ניתן היה לצפות כי 18 שניות לפני
26 פעולת המשיבים "תנקה" אופק תאליי את שכבות המוכרים שהיו קיימות באותה עת, ותותיר את
27 ספר הפקודות ריק. יש בכך יש משום תימוכין לגירסת המשיבים, כי תכננו את הרכישה מבעוד
28 מועד, כפועל יוצא של אסטרטגיית ניהול הסיכונים שלהם, ואין מדובר בניצול הזדמנות של קיום
29 ספר ריק מפקודות, כדי להשפיע על השער.

30



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

פעילות במניות המתחלפות האחרות

- 1
2
3 37. לטענת המדינה, ניתן ללמוד על פעילותם של המשיבים במניית פרטנר, גם מפעילותם
4 באותו יום ביחס למניות המתחלפות האחרות. לעניין זה הדגישה המדינה, כי ביחס למניות
5 האחרות, המשיבים לא נתנו הוראות קנייה בלימיטים כה גבוהים (+49%), כפי שנתנו במניות של
6 פרטנר, דבר אשר מעיד בענייננו על כוונתם להשפיע על שער המנייה. כמו-כן טענה המדינה, כי
7 התנהלות המשיבים חריגה גם ביחס לפעילותם של יתר שחקני-שוק המעו"ף באותו מועד – ובכלל
8 זה, אופק תאלי"י ו"גמביטי".
9
10 השוואה בין פעילות המשיבים ביחס למניית פרטנר, לבין פעילותם ביחס למניות
11 המתחלפות האחרות, נערכה בחוות-דעתו של פרופ' קלעי. בחינה זו נערכה, כמוסבר בחוות הדעת,
12 על-סמך סטיית התקן של התשואה (נירמול), שיאפשר להשוות את מידת החריגה בפעילות. לעניין
13 זה ציין פרופ' קלעי: "אציין כי הלימיט המנומל, אותו שיגרה חברת אופמת לקניית מניית
14 פרטנר, הוא המתון (הפחות אגרסיבי) מבין שלושת הלימיטים המנומלים..." (בעמ' 12).
15
16 פרופ' קלעי הסביר בחוות-דעתו, כי בחן באותו אופן גם את התנהלות אופק תאלי"י ביום
17 31.7.01 ביחס למניית פרטנר וביחס למניות המתחלפות האחרות. התוצאה אליה הגיע, כי הלימיט
18 המקסימלי המנומל ששיגרה אופק תאלי"י במניות מבני-תעשייה ומניית הבינלאומי 5, גבוה
19 משמעותית מהלימיט המנומל ששיגרו המשיבים במניית פרטנר. בהתייחס לאמור, ציין פרופ'
20 קלעי: "מבאן, אינני מבין כיצד אפשר להתנייח לפקודה אשר שיגרה חברת אופמת לקניית
21 מניית פרטנר, כפקודה חריגה. מבין הפקודות עם הלימיט המקסימלי אשר נשלחו לשלוש
22 המניות הנכנסות למדד ת"א-25 באותה עת, הוראת הקנייה של פרטנר, אותה שיגרה חברת
23 אופמת, היא הפקודה המתונה (הפחות אגרסיבית) ביותר" (בעמ' 12).
24
25 פרופ' קלעי הוסיף בעניין זה, כי גם ביחס למניות המתחלפות האחרות, העבירו שחקני
26 המעו"ף בשוק, הוראות קנייה בלימיטים גבוהים, ובשניות האחרונות לסיום המסחר. כמו-כן
27 הוסיף פרופ' קלעי, כי במקרה של מניית מבני-תעשייה – כל הביקושים סופקו, ועליית המחיר
28 הייתה מזערית, דבר אשר מחזק את הטענה, כי מחירה של מניית פרטנר עלה בסיום המסחר בשל
29 חוסר מפתיע במוכרים.
30
31 לא מצאנו בהודעת הערעור של המדינה ובטיעוניה בפנינו התמודדות של ממש עם
32 מסקנותיו של קלעי. משמעותה של הפעילות ומשקלה כראייה נסיבתית, המוכיחה את כוונת



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 המשויבים, היא פונקצייה של החריגות, הן בהשוואה ליתר שחקני המעו"ף והן ביחס לעצמם,
2 שהרי זוהי בדיקת טענתה של המדינה. בהקשר זה, משחוכח כי באמת-מידה מקצועית שבדקה את
3 הפעילות תוך שימוש בפרמטרים מקובלים, לא ניתן למעשה להצביע על חריגות (בשני ההיבטים) -
4 מתפוגגת מאליה המשמעות המפלילה.

5

6

מניע הרווח

7

8 37. בדיון בפנינו הושם דגש רב על נושא זה. כאשר הרווח שמדובר בו, הוגדר על-ידי המדינה
9 כ"רווח נעול". המנגנון נוצר על-ידי שילוב בין מסחר במניות לבין מסחר בזירת האופציות. אכן,
10 מעשי התרמית המיוחסים למשיבים התבצעו במסחר במניות ולא באופציות, אולם היה על בית
11 המשפט לבחון גם את זירת האופציות "אשר הפעילות בה היא נדבך מרכזי בהפקת הרווח
12 הפעילות התרמיתית במניית פרטנר" (סעיף 2 לעיקרי הטיעון). לטענת המדינה. המשיבים יצרו
13 מנגנון שמקבע רווח (רווח נעול). הרווח הנעול הינו, ההפרש בין מחיר מניות פרטנר ברגע כניסתן
14 למדד המעו"ף, לבין מחיר הרכישה של המניות. רווח זה לא נפגע, גם אם שער המנייה ירד ביום
15 למחרת. מכאן, האינטרס הברור של המשיבים כי השער שבו תכנס מניית פרטנר למדד המעו"ף
16 יהיה גבוה ככל האפשר. בית-משפט קמא "סבר בטעות, כי מניע הרווח מיוחס לתמריצי הרווח
17 בשכר המשיבים... " (סעיף 2 לעיקרי הטיעון), ומסקנתו היתה, כי אלה "אינם יכולים להיות
18 הסבר לביצוע העבירות על-ידי המשיבים" (שם). לטענתם, לרווח האמיתי (הרווח הנעול) לא
19 התייחס בית המשפט, ובכך שגה. הסניגורים עתרו לדחייתה של טענת הרווח הנעול על הסף,
20 מהטעמים שיובהרו להלן, ולאחר שבחנו את הסוגייה נראה לנו, כי אין מנוס מקבלת עמדתה של
21 הסניגוריה.

22

23 נתחיל בבחינת ממצאיו של בית-משפט קמא. אכן, בדונו בנושא זה (בעמ' 64 להכרעת
24 הדין), לא התייחס בית-משפט קמא מפורשות למנגנון הרווח הנטען על-ידי המדינה, כי אם למתן
25 אחוזים מרווחי החברה לאורגניה. יחד עם זאת, לא ניתן לומר כי מניע הרווח נעלם מעיניו
26 לחלוטין. כך, למשל, רואים אנו כי במקום אחר (עמ' 5 פסקה 9 להכרעת הדין) הוזכרה טענת
27 המדינה, כי "המניע של הנאשמים של עשיית רווח המגולם בניצול הפער בין מחיר הקניות
28 המוקדמות של מניית פרטנר לבין המחיר בו מניית פרטנר נכנסה לסל המעו"ף". יתכן שהיה
29 מקום להרחיב בנושא זה ולהתמודד עימו חזיתית ולא כבדרך-אגב, אולם אין מדובר בראייה
30 שנשמטה מעיני בית-משפט, והיקף הדין אינו מקים עילה להתערבות ערכאת ערעור. זאת ועוד,
31 עיון בפרוטוקול מצביע על-כך, שהמונח רווח נעול עלה רק באופן עקיף ושולי בעדותו של העד
32 בועז דורי. המומחים פרופ' קלעי ופרופ' האוור, שנחקרו לאורך עמודים רבים, לא הזכירו אותו,



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 לא נחקרו לגביו ולא חיוו דעתם. גם אם לא נקבל, לפחות לא במלואה, את טענת הסניגורים כי
2 מדובר בשינוי חזית (משום שיש התייחסות מצומצמת לנושא גם בדיון בבית-משפט קמא) הנה
3 מדובר בטיעון מרכזי וחשוב שמיקומו ככזה, וההדגשים לגביו צריכים היו להיעשות בבית-משפט
4 קמא. לו כך היה נעשה, היה ניתן לבררו, הן בפן העובדתי והן ברמה המקצועית המתבססת על
5 העובדות. כערכאת ערעור אין בידינו כלים (שלא לדבר על-כך, כי לא יהיה זה מן הראוי) לבחון,
6 בשלב זה, את השילוב בין זירת האופציות והמסחר במניות פרטנר, שהוא היוצר את הרווח הנעול
7 לשיטת המדינה. אך מבלי להידרש לטענת הרחבת החזית, הרי באשר לעובדה הבסיסית, לפיה
8 המשיבים היו עתידים להרוויח משער כניסה גבוה של מניית פרטנר בשוק המעו"ף, בהנחה שהם
9 השלימו קניותיהם ואינם חשופים לסכנות, ובהנחה שהם רכשו את המניות להם נזקקו בשער
10 נמוך יותר, בכך, בפני עצמו, אין כל רבותא ולא היה צורך בניהול הדיון הארוך והמייגע בבית-
11 משפט קמא כדי להוכיח זאת. כל אדם המחזיק בנכס שערכו עלה בהשוואה להשקעה ברכישתו –
12 מרוויח, ואין לך אדם שאינו חפץ ברווח בכל פעילות עסקית שהוא מבצע, לרבות פעילות בבורסה.
13 הנטל המוטל על המדינה הוא, להוכיח כי המשיבים רצו להשפיע על שער המנייה, בין אם כמטרה
14 בלעדית ובין אם כמטרה חלקית (מבלי להתייחס לחיקף ה"חלקיות"). צפי לרווח אם השער
15 יעלה, איננו זהה לכוונה להעלות את השער במרמה. בהיבט הראייתי ניתן להתייחס למניע הרווח
16 ככל היותר כאל ראייה נסיבתית, וחזרנו שוב למושכלות היסוד בהקשר זה שסקרנו לעיל. בבחינת
17 למעלה מן הנדרש, נפנה גם בהקשר זה לפרשת גרינפלד, שם נפסק, כי המניע לפעילות הנאשם
18 בבורסה עשוייה להיחשב לעיתים כראייה נסיבתית להוכחת כוונת הנאשם להשפיע על השער
19 ("קיומו של מניע לבצע מניפולציה במסחר, עשוייה לחזק את המסקנה שזו אכן היתה תכלית
20 פעולתו של הנאשם...") (בפסיקה 46). עם זאת הודגש, כי לפי הדין בישראל, קיומו של מניע אינו
21 מעביר אל כתפי הנאשם את הנטל, אם כי הוא עשוי להיחשב כראייה נסיבתית משמעותית. אין
22 לשכוח כי גם כאשר קיים מניע, "אין להסיק מקיומו, כשלעצמו, מסקנה שבעל המניע מוכן
23 לפעול בדרך לא חוקית" (עי"פ 1182/99 הורביץ נ' מדינת ישראל, נד(4) 102, 162).

24
25 סיכום ביניים בנושא "מניע הרווח": מבלי להידרש לטענת הרחבת החזית, נקודת המוצא
26 היא, כי המשיבים חפצו ברווח. נאמר בשלב זה, כי מקובלת עלינו עמדת המדינה ולפיה פעילות
27 המשיבים לא היתה מכוונת-כמות בלבד. המשיבים למעשה לא כפרו בכך. גם אם מחלקן של
28 גירסאות המשיבים יכול להיווצר הרושם כי הם מכווני-כמות בלבד, הלכה למעשה ברור שלא זה
29 המצב גם לשיטתם, שהרי מרכיב המחיר הוא חלק מרכזי באסטרטגיית ניהול הסיכונים אותה הם
30 מציגים. אלא שבכך, כמובן, אין כל פגם, כל עוד המשיבים פועלים במסגרת הדין ואינם פועלים
31 בכוונה להשפיע על השער. הנטל המוטל על המדינה הוא להוכיח, כי המשיבים ביקשו להשפיע על
32 מחיר המנייה ונטל זה לא הורם.



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ז' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 האם התנהגות המשיבים לאחר העלאת השער של מניית פרטנר על ידם מלמדת על

2 דצונם בהעלאת השער?

3
4 38. נסיבה נוספת, אשר ממנה מבקשת המדינה ללמוד על-כך שהמשיבים היו מכווני-שער ולא
5 מכווני-כמות, הינה התמהמהות האחרונים בקניית כמות מניות פרטנר שחסרה להם לצורך
6 ה"התכסות", לאחר סיום המסחר בישראל. אם המשיבים היו אכן מכווני-כמות, ניתן היה לצפות
7 כי ירכשו את יתרת המניות החסרה בשער הנעילה, או ימהרו לקנותה בבורסה בארצות הברית.
8 באת-כוח התביעה הפנתה לדברים שמסר גולן בחקירתו ברשות לניירות ערך (ת/1), כי אינו זוכר
9 מדוע לא רכש את המניות בשער הנעילה, הגם שבשלב זה היה ניתן לרכוש כמות של 20,000 ע"ג
10 מניות פרטנר במחיר 3785 – לאחר עלייה של 49%. המדינה הוסיפה וטענה, כי גולן לא סיפק
11 תשובה ברורה גם לשאלה, מדוע בסמוך לאחר נעילת המסחר לא החלו ברכישת המניות בבורסה
12 בארה"ב. שקלנו גם נסיבה זו, ולא נראה לנו כי יש בה כדי לשנות את התמונה. כפי שאמרנו לעיל,
13 מקובל עלינו כי פעילות המשיבים לא היתה מכוונת כמות בלבד, ואין ספק כי רצו להשיא רווחים.
14 כיוון ששער המניות בארץ עלה והשער בארה"ב היה נמוך בצורה ניכרת, אין תימה בכך שהעדיפו
15 להשלים את רכישותיהם בארה"ב. בנוסף, באשר לחוסר המינדיות, אין לשכוח שסמוך לסיום
16 הפעילות בבורסה בתל-אביב לא היה בטחון האם נקנתה הכמות הקודמת, שעל-כן היה עליהם
17 לעצור ולכלכל את צעדיהם. בית-משפט קמא הצביע על-כך שהמשיבים היו מופתעים ולכן הפסיקו
18 **ו"עשו חושבים":**

19
20 **"בעקבות כל האירועים, עליית השער בצורה דרסטית, עריכת בירורים**
21 **על הכמות החסרה, התדהמה וההפתעה, ובהמשך ההודעה של הבורסה**
22 **על פעולה שגויה, החליטו הנאשמים לעצור, "לעשות חושבים" ולכלכל**
23 **את צעדיהם בצורה מושכלת וללא לחץ" (עמ' 123 להכרעת הדין).**

24
25 הצורך לשקול צעדים הוא אכן ענייני, והפנייה לארה"ב עניינית אף היא. הליך הקנייה
26 בארה"ב מסובך יותר מאשר בישראל: הוא נעשה באמצעות מתווך, אין תגובות מיידיות ויכולת
27 לדעת באיזה מחיר בוצעה הרכישה, שעל-כן גם השיהוי לעניין תחילת הפעילות בארה"ב אינה
28 אינדיקציה לכך שהכמות לא הכתיבה את פעולתם של המשיבים, גם אם ההחלטה הקונקרטית
29 כללה שיקולים נוספים לרבות הרווח.

30



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

39. פרסום הודעת הבורסה על עיסקה שגוייה

1
2
3 המדינה חולקת על מסקנת בית המשפט, כי התנהגות המשיבים לאתר פרסום ההודעה
4 האמורה מעידה על תום-ליבם, ומבקשת להסיק מסקנה הפוכה. לשיטתה, העובדה שהמשיבים
5 מיהרו להודיע לבורסה, באמצעות רוני בירס ועו"ד בנסון, כי הם מעוניינים בעיסקה, וכי אין
6 מדובר בפעולה שגוייה, מעידה על רצונם בעיסקה שהניבה להם רווח כה גדול. המשיבים לא היו
7 מופתעים מעליית השער החדה, וביקשו למנוע את ביטול העיסקה הרווחית על-ידי הבורסה, כיוון
8 שלא רצו לוותר על הרווח שהפיקו. הסניגוריה מצידה אוזנת במסקנת בית-משפט קמא, לפיה לו
9 היו מרגישים המשיבים באשמה ומבינים כי נתפסו, היו ממהרים לנצל את ההזדמנות לסיום
10 הפרשה. כפי שלמד בית-משפט קמא:

11
12 " ניתן ללמוד מכך על תום-לבם ועל אמונתם הכנה והאמיתית כי
13 הפקודות שניתנו היו נכונות, מקצועיות וכלכליות, הגם שהובילו לתוצאה
14 בלתי-צפויה ובלתי-רצויה. אני בהחלט תמים דעים עם טיעוני ההגנה
15 ולפיה, לו היו הנאשמים סבורים כי פעלו בדרך בלתי-לגיטימית
16 משפטית ובלתי-סבירה כלכלית, הרי צריכים היו לתפוס בשתי ידיים
17 את ההזדמנות של הודעת הבורסה על עיסקה שגוייה, לטעון כי טעו
18 ובכך לסיים את הפרשה!" (עמ' 122 להכרעת הדין).

19
20 לטעמנו, לא ניתן ללמוד מהתנהגותם בעניין זה דבר – לא לחובתם ולא על תום-ליבם.
21 הנאמר לגבי הניסוי ניתן להיאמר גם כאן. עצם העובדה ששני הצדדים מוצאים באותה ראייה
22 חיזוק לטענותיהם, מצביעה על-כך שבפני עצמו מדובר בנתון הטעון פרשנות ואין בו אמירה
23 מוחלטת.

40. התעלמות מהודיות ומאמירות מפלילות

24
25
26
27 לטענת המדינה, בית-משפט קמא התעלם מראיות מרכזיות, וביניהן, הודיותיו של רוני
28 בחקירות, מהן עלה כי המשיבים ביקשו להשתתף בקביעת שער מניית פרטנר, וממסמך שנכתב
29 על-ידי גולן (ת/א7), אשר היה בו כדי להפליל את המשיבים.
30
31 המדינה טוענת, כי משרון ביטא באופן מפורש, בחקירתו ברשות, את הכוונה להשפיע על
32 השער, היה על בית-משפט קמא להרשיע את המשיבים על בסיס הודאתו, שחיוק לה נמצא



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

- 1 בתשתית הראייתית שהוצגה (הכוללת את כל הסוגיות שנסקרו לעיל). בית-משפט קמא שגה גם,
 2 שלא ניתח את המסמך שנכתב על-ידי גולן לאחר הפרשה (ת/א7), שם תיאר את אירועי הפרשה
 3 ואת התשתית העובדתית. להשקפת המערער, דברים אלה מחזקים את הטענה, כי המשיבים
 4 ידעו בזמן אמת שמניית פרטנר היא בעלת סחירות וזמינות מוגבלים, לכן "ברגע האחרון" יהיה קל
 5 יותר להשפיע על שערה, שכן אז יש בשוק פחות "סתורה".
 6
 7 המדינה מוסיפה, כי בית המשפט התעלם מעדותו של רוני בירם, ממנה עולה כי ראה את
 8 האירוע כאירוע חריג, וכי המשיבים הסתירו ממנו את העובדות האמיתיות של הפרשה, ואת סיבת
 9 מתן הלימיט החריג של 49%. בית המשפט אף התעלם מדבריו של בועז בחקירתו ברשות לניירות
 10 ערך, לפיהם, הוא עצמו לא היה נוהג כפי שנהגו המשיבים באותו יום, ולא היה נותן לימיט של
 11 49%, כדי לא לגרום לעלייה דרסטית של שער המנייה. המדינה סבורה, כי היה על בית-משפט
 12 קמא לקבל את דבריו אלו, לפי סעיף 10א לפקודת הראיות.
 13
 14 עוד מציינת המדינה, כי היה מקום ליתן משקל לראיות נוספות, המצביעות על מודעות
 15 המשיבים לפליליות מעשיהם, ובכלל זה, תידרוך אנשי אופמת לקראת חקירתם ברשות; קבלת
 16 ייעוץ משפטי טרם החקירה והסתרת הליך הניסוי ומתן הוראות הקנייה בלימיט של 49% מרוני
 17 בירם.
 18
 19 בנפרד מן האמור, חולקת המדינה על קביעות בית-משפט קמא המתייחסות להתרשמותו
 20 ממומחה התביעה, פרופ' האוזר. כמו-כן חולקת המדינה על-כך שבית-משפט קמא הורה למתוק
 21 מחוות-דעתו של פרופ' האוזר, את החלק אשר קובע כי למשיבים היתה מודעות להשפיע על שער
 22 מניית פרטנר.
 23
 24 41. כפי שצויין לעיל, את ה"אצבע המאשימה" מפנה המדינה בעיקר להודעתו של רשף מיום
 25 21.1.02 (ת/9). בהודעת הערעור טענה המדינה באופן חד ופסקני, כי "טעה בית המשפט משנמנע
 26 להרשיע את המשיבים ... על בסיס הודאתו בתוספת דבר מה נוסף שהמערערות הוכיחה ..."
 27 (סעיף 40 להודעת הערעור). ההודעה ת/9, כפי הנטען, היא "בהירה וברורה" ומהווה הודאה
 28 ברכיבי עבירת התרמית המיוחסת למשיבים. בית-משפט קמא לא בחן את ההודעה, ובכך שגה. עד
 29 שאנו מגיעים לדיון בהודעה נעיר, כי עצם קיומה שולל את טענת המדינה באשר לשתיקת
 30 המשיבים (או מי מהם) והמשמעות הראייתית שיש לייחס לכך. ביחס לפרשת פרטנר שהיא,
 31 כאמור, הפרשה היחידה עליה מערערת המדינה - לא שתק רשף, שעל-כן הדין בנושא השתיקה
 32 הוא תיאורטי ולא רלוונטי. מכאן לדיון לגופו.



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

- 1 קראנו ושכנו וקראנו את ת/9, ולא נראה לנו כי האמור בה מבסס את טענתה הנחרצת של
2 המדינה כאילו מדובר ב**הודאה** בהבדל **מהודעה**.
- 3
- 4 כדי להעמיד דברים על דיוקם, נפתח בכך שאין ממש בטענה כאילו התעלם בית-משפט
5 קמא לחלוטין מ- ת/9. ה"נפח" שתופסת ההתייחסות הישירה ל- ת/9 בפסק הדין הארוך אכן
6 מצומצם, אולם די בדברים שנאמרו (ראו, למשל, עמ' 97 להכרעת הדין, פסקה 8) כדי להבהיר
7 שבית-משפט לא שכח אותה. מכל מקום, השאלה הרלוונטית היא, האם הודה רשף בכך שהתכוון
8 להשפיע בתרמית על שער המנייה.
- 9
- 10 ת/9 היא הודעה ארוכה, המשתרעת על פני 44 עמודים וגבייתה נמשכה שעות רבות. את
11 השאלה האם היא **הודאה**, יש לבחון תוך התייחסות למכלול הדברים שנאמרו בה, בהבדל מציטוט
12 משפט או משפטים בודדים שאינם משקפים את רוח הדברים הנושבת מן ההודעה. הודעה - אינה
13 "משחק סמנטי" בין חוקר לנחקר, שמטרתה למשוך את הנחקר בלשונו על-מנת ש"יפלוט" מילה
14 מסוימת. ההודעה אמורה לתעד את תשובותינו האותנטיות והמושכלות לשאלות שנשאל. בהינתן,
15 בדיעבד, צריכה להיעשות אף היא באותה הדרך, קרי - עמידה על תשובתו האמיתית של הנחקר.
16
- 17 לענייננו, המוטיב המוביל בהודעתו של רשף הינו, כי השער עניין אותו ושהוא היה ער לכך
18 ש"אם השער הקובע היה נמוך משער הקנייה שלנו את המניות, אזי היה נגרם הפסד". רשף,
19 לכל הדעות, לא היה מעוניין שאופמת תפסיד וכפועל יוצא מכך, היה מעוניין שהשער הקובע לא
20 יהיה נמוך משער הקנייה הממוצע שבו קנתה אופמת את מניית פרטנר. אלא, שכפי שאנו שבים
21 ואומרים לכל הדרך, רצון זה והבנה כי רווח או הפסד תלויים בשער, עדיין אינם מבססים את
22 רכיבי עבירת התרמית. כדי לעמוד בנטל המוטל עליה, על המדינה להוכיח כי נבחר קו פעולה
23 מסוים, שמטרתו להשפיע על השער בהבדל מקו פעולה שעל-פי השקפתו (של מי שבחר בו) יכול
24 לצמצם את הסיכון להפסד. גם כאשר קו הפעולה שנבחר יכול להשפיע על שער המנייה, אין די בכך
25 להוכחת הרכיב הנפשי בעבירת התרמית. נשוב ונזכיר את דבריו של בית המשפט העליון בפרשת
26 מרקדו, שהוזכרה לעיל, לפיהם "עצם זיהוי השפעה על השער איננו זיהוי של השפעה
27 מניפולטיבית"; ובפרשת גרינפלד: "גם רכישה אמיתית של מניות על רקע כלכלי, אסורה, כאשר
28 היא נעשית בדרך תרמיתית שנועדה להשיג כמטרה עיקרית השפעה על השער" (ההדגשה איננה
29 במקור).
- 30
- 31 בחזרה להודעה: לא פחות מ- 36 פעמים לאורך החודעה נדרש רשף להסביר את קו
32 הפעולה שבחר בו (הפיצול והלימיט הגבוה של הרכישה האחרונה). רשף נשאל וחזר ונשאל, אם



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 רצה להשפיע על השער. תשובתו העקבית לכל הדרך היתה. כי כוונתו היתה לצמצם את הסיכון
2 בכך שיבצע את הקנייה סמוך לזמן קביעת השער. בנוסף ציין, כי "נודע לנו שיש 200 מליון ש"ח
3 שודט נכס בסיס" (ת/9 עמ' 28). המשמעות היא, שאם ה"שורטיסטים" ימכרו, השער יורד.
4 ובמילים אחרות, נגרם לו הפסד :
5

6 "ת. המחשבים מאד מהירים היום בבורסה, אם אני מכניס הוראת
7 קנייה בשניות האחרונות למסחר אפשר להגיב ולמכור מול ההוראה
8 שלי גם מתחתי. היות והיו 200 מליון ש"ח נכס בסיס בשודט
9 שהשיקולים שלהם הפוכים לשלי, הם יכלו לפעול בהתאם, ולמכור
10 את פרטנר כי הם בשודט. הם צריכים למכור".
11

12 זו התשובה החוזרת על עצמה בווריאציות שונות.

13 פעם אחת (הפעם ה- 27) ענה רשף תשובה שונה:

14 "ש. ולכן חשוב היה לך להשתתף בקביעת השער הקובע בפרטנר
15 בארץ.
16 ת. הנחקר עושה פרצופים. "כן. היה חשוב לי להשתתף בקביעת
17 השער הקובע בארץ."
18
19
20

21 זהו הקטע אותו מצטטת המדינה בהודעת הערעור, כדי לבסס את טענתה כי מדובר
22 בהודאה. רוח התשובה, ה"פרצופים" המצויינים בפרוטוקול התקירה, כמו גם החזרה המדוייקת
23 על חלק מהשאלה, מצביעים על-כך שמדובר בתשובה צינית ואפילו סרקסטית ולא בתשובה
24 המשקפת הודאה בכך שהכוונה היתה לקבוע את השער. בוודאי לא הודאה בכוונה להשפיע
25 מניפולטיבית (פרשת מרקדו). המסקנה מקבלת משנה-תוקף בכך, שלאחר-מכן חוזר רשף
26 לתשובותיו הקודמות.
27

28 גם הקטעים הנוספים המצוטטים בהודעת הערעור (סעיף 42 להודעה), אינם משנים את
29 התמונה. רשף שב וחוזר על-כך, ששער נמוך היה גורם להפסד וכי לא רצה בכך. כאמור, ב"הודאה"
30 זו - אין כל רבותא. הצער שמביע רשף על העלייה הדרסטית של השער, שנגרמה בדיעבד, אינו
31 תחליף למחשבה פלילית שקדמה לביצוע המהלך.
32



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

42. באשר למסמך ת/7א - מדובר במסמך שנכתב על-ידי גולן (בכתב-יד), יומיים לאחר האירוע, ואותו התכוון למסור לעיתונות. מדובר במסמך מתריס ותוקפני, שמתייחס ספציפית - תוך אזכור שמות - לכתבות שהתפרסמו. על-פניו (אפילו מההיבט הפיזי של ריבוי המחיקות והתיקונים בו), מדובר במסמך שנכתב בסערת-נפש, בהבדל מגירסה מסודרת שניתן להסתמך עליה. אולם, גם תוך יציאה מנקודת הנחה שיש ליחס למסמך את מלוא המשקל, אין בו את מה שמבקשת המדינה לראות בו. לטענת המדינה, עולה מ- ת/7א כי "המשיבים ידעו בזמן אמת כי מניית פרטנר היא בעלת סחירות וזמינות מוגבלים" (סעיף 45 להודעת הערעור). המסקנה המתחייבת, לדעת המדינה, היא, שהמשיבים ידעו כי גם ברגע האחרון קל יותר להשפיע על השער של המנייה כי יש פחות סחורה. כפי שאנו מדגישים ושבים ומדגישים, גם ידיעה שפעולה מסויימת עלולה להשפיע על השער, אין די בה. שהרי על המדינה להוכיח כי מטרת מבצע העיסקה (גם אם לא כמטרה בלעדית) היתה השפעה על השער (פרשת גרינפלד). אולם, אין אפילו צורך לדון בסוגייה זו. לא מצאנו ב- ת/7 הודאה בנידעה מראש כי המנייה דלת-סחירות וזמינות. גולן מסיח האשמות במנהל הבורסה "שלא טרח לברר כמה סחורה צפה יש במנייה בישראל ומה היקף הפיזור". אלא שזו האשמה בדיעבד, בפועל המנייה ככלל לא היתה דלת-סחירות (הגם שבנקודת הזמן הקריטית לא היו שכבות מוכרים), וההתרסה משקפת חכמה שלאחר מעשה.
43. מסמך נוסף אליו מפנה המדינה הוא ת/7ב. ת/7ב היא חוות-דעת משפטית, שניתנה על-ידי עורך-דין בננסון שבועיים לאחר ההחלפה. לטענת המדינה: "מתוך חוות הדעת ניתן ללמוד כי המשיבים ניסו להסתיר את האלמנטים ה"מפליליים". אלמנטים אלה לא הוזכרו בחוות הדעת, והיעדרם מצביע על הבנת המשיבים באשר למשמעותם הפלילית". בגדר האלמנטים מונה המדינה את אופן שליחת ההודעה לבורסה, את העובדה שההוראות נתנו מראש בו-זמנית על-ידי פיצולן. לא נזכר הניסוי בצהריים ולא מוזכרת התקלה במחשב. באשר לנתון אחרון זה הטענה היא, כי היעדר התייחסות אליו מצביע על גירסה מתפתחת של המשיבים. נראה לנו שיש ממש בטענת המשיבים ולפיה, אם רצתה המדינה להסיק מסקנות לחובת המשיבים מן הדו"ח על בסיס מה שלא נאמר בו המעט שהיה עליה לעשות הוא להעיד את עו"ד בננסון. המדינה בחרה שלא לעשות זאת. כפי שאמרה ב"כ התביעה: "שקלנו להביא את עו"ד בננסון לעדות, צירפנו אותו לכתב האישום, ואחר כך חזרנו בנו, הסיבה לזה שחזרנו, שכל המידע שנמצא ב- ת/7(ב), עדות שהיתה בידים של עו"ד בננסון, לא הוסיפה לנו מאום" (עמ' 30 לפרוטוקול מיום 21.4.09). כיוון שכך, לא ניתן לדעת אם הפרטים לא סופקו, או שהוא בחר שלא לכוללם בחוות הדעת. נזכיר בהקשר זה, כי בפני בית-משפט קמא היתה עדותו של העד פרלי, לפיה הפרטים כולם סופקו לעו"ד בננסון. יש לזכור שמדובר בחוות-דעת לצרכים פנימיים, שהרקע לה היה פרסומים וביקורות



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

1 בעיתונות הכלכלית ולא חקירה ברשות לניירות ערך. בתור שכזו, ספק אם יש לה ערך ראייתי
2 כלשהו במיוחד כשההתייחסות היא ל"איין" ולא ל"יש", לסבטקסט ולא לטקסט.

3

4

סוף דבר

5

6 44. בתאריך 1.08.01 נכנסה מניית פרטנר לסל המעו"ף. ערב כניסתה לסל, שניות ספורות
7 לפני סיום המסחר בבורסה, בתאריך 31.7.01 ניתנה למשיבים הוראת-קנייה של 28,000 מניות
8 פרטנר בשער הגבוה ב- 49% משער הבסיס. הוראה זו הביאה לעליית השער ב- 49% ולאופמת רווח
9 של מיליוני שקלים. אין ספק כי עלייה זרסטית - כתוצאה מפקודה ששוגרה בשניות האחרונות -
10 מעוררת תחושה קשה, חוסר נחת וחשד כי מדובר בנויפולציה שמטרתה להביא להעלאת השער,
11 שאכן הביאה לתוצאה המקווה. לפיכך, היה מקום לפתיחה בחקירה ובעקבותיה להגשת כתב
12 האישום. אולם, חשד אינו תחליף לראיות של ממש. חרף הלבוש השונה שניסתה המדינה לעטות
13 עליו, פסק-דינו של בית-משפט קמא הוא פסק-דין עובדתי, ממצאיו החשובים נשענים על קביעות
14 מהימנות וקביעות עובדתיות נוספות ובכך, כידוע, ממעיטה ערכאת ערעור להתערב. לא מצאנו
15 ממש בטענה, כי בית-משפט התעלם מראיות מרכזיות ואת דברנו באשר לראיות הספציפיות
16 אליהן הפנתה התביעה, אמרנו בפיסקאות שהוקדשו לכך. ככל שמדובר בפן המשפטי, שמה
17 התביעה את הדגש על מספר היבטים מרכזיים: האחד- מפסק-דינו של בית-משפט קמא עולה, כי
18 הרשעה בעבירה על-פי סעיף 54(א)(2), תקום רק ממקום בו עשה העבריין מעשי-מירמה ברורים,
19 מצגי-שוא של ממש, פעילות מירמתית ספציפית ולא כאשר הפעילות בפני עצמה אינה מאופיינת
20 במירמה, אלא שנעשתה בכוונה להשפיע על השער. בכך שגה בית המשפט. מקובלת עלינו לעניין זה
21 עמדת התביעה. נפנה שוב לפרשת מרקדו, שהוזכרה מספר פעמים:

22

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

28

29 האמירה דלעיל ברורה ואינה טעונה פרשנות. יחד עם זאת, אין ספק שהיעדרה של פעולת
30 מירמה "חזיתית", המדברת בפני עצמה, מקשה את הוכחתם של ה"דברים שבלבו של העושה".
31 לעניין זה אין שוני בין הוכחת כוונה בעבירה, נושא הדיון הנוכחי, לבין הוכחת הכוונה בכל עבירה
32 פלילית אחרת. הוכחת הכוונה לעולם מוטלת על התביעה, והנטל עליה בהכרח כבד יותר כאשר



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

- 1 המעשים יכולים להתפרש במספר דרכים. לענייננו, מסקנתו של בית-משפט קמא כי הכוונה לא
 2 הוכחה, נשענה על הקביעה כי פעילות המשיבים במהלך יום ההחלפה (31.7.08) היו פועל יוצא של
 3 מדיניות ניהול הסיכונים, וכך על הקביעה בדבר תקלת המחשב וכשל שוק, שבעקבותיו ספר
 4 הפקודות היה ריק. זו כמו זו, קביעה עובדתית מובהקת. אין ספק כי קביעה הפוכה, לפיה ידעו
 5 המשיבים כי הם עובדים מול ספר פקודות ריק, היתה מביאה לתוצאה שונה. כפי שכבר הבהרנו,
 6 עיתוי פעולתם של המשיבים בשניות האחרונות למסחר אינו מצביע בהכרח על כוונה להשפיע על
 7 השער. נזכיר בהקשר זה, כי המדינה לא ערערה על הכרעתו של בית-משפט קמא בשני האישומים
 8 הנוספים, שנסבו על פעולה בשניות האחרונות בימי-פקיעה או החלפה.
 9
 10 צירוף הנתונים דלעיל, קרי - הקביעה העובדתית לפיה עצם הפעולה בשניות האחרונות
 11 עדיין אינה ראייה לקיום כוונה פלילית, וממצא עובדתי נוסף לפיו לא היו המשיבים מודעים לכך
 12 שספר הפקודות ריק, על רקע ממצאיו האחרים של בית-משפט קמא, סותם למעשה את הגולל על
 13 הערעור.
 14
 15 ההיבט הנוסף עליו הושם דגש, עניינו הטענה לפיה העניק בית המשפט מעין חסינות
 16 לשחקני המעו"ף מפני עבירת המירמה הנטענת, והתיר להם לבצע מניפולציות, ועם היתר זה לא
 17 ניתן להשלים.
 18
 19 איננו סבורים, כי זו המסקנה העולה מפסק-דינו של בית-משפט קמא, ומכל מקום, זו
 20 וודאי אינה ההלכה. שחקני המעו"ף כמוהם ככל פעיל אחר בבורסה, אמורים לפעול ביושר
 21 ובהגינות ולא מתוך מטרה להעלות את השער. אולם, בדרך לקביעה כי פעלו מתוך כוונה פלילית -
 22 על בית המשפט לשקלל, בין יתר הנתונים, את מאפייני שוק המעו"ף ואת ההשלכות שיש לכך
 23 להוכחת הכוונה.
 24
 25 ההיבט האחרון עניינו הכוונה הנדרשת. כפי שצינו בגוף פסק הדין, אנו מוכנים לצאת
 26 מנקודת הנחה כי מטרה מעורבת, הכוללת רכיב של רצון ממשי של צד לעיסקה להשפיע על השער,
 27 תביא להרשעה. אולם, אין להחליף בין רצון לרווח לרצון להשפיע על השער. הרצון להרוויח הוא
 28 לגיטימי ונשמת אפו של כל מסחר, לרבות סחר במניות. המטרה "בליבו של העושה" אותה יש
 29 להוכיח, היא רצון להעלות את השער. מטרה זו לא עלה בידי המדינה להוכיח.
 30



בתי המשפט

עפ 070384/08

בבית המשפט המחוזי בתל-אביב-יפו

בשבתו כבית-משפט לערעורים פליליים

בפני: כב' השופטת ד' ברלינר, נשיאה – אב"ד

כב' השופט ע' פוגלמן

כב' השופטת ת' שפירא

הערעור נדחה.

1

2

ניתן היום ו' כסלו, תש"ע (23 בנובמבר 2009) במעמד הצדדים.

3

4

5

6

תחיה שפירא, שופטת

עוזי פוגלמן, שופט

דבורה ברלינר, נשיאה

אב"ד