

**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****בעניין: מדינת ישראל****המעוררת ע"י עו"ד גב' 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****המשיבים עוה"ד אדרת גיורא בשם המשיבים 1 ו- 3****עוה"ד דן שיינמן ואח' בשם המשיבה 2**

לפסק-דין בשלום (15-04-2008): תפ 4131/05 מדינת ישראל נ' אופמת השקעות בע"מ שופטים: מנחם (מריו) קליין, עו"ד: ציפי גז, אופיר רוטשילד, גיורא אדרת, יפעת מנור-נהרי, דן שיינמן, נויט נגב, גל הררי-גולדמן לסיכומים חלק ב' בכתבי טענות (17-04-2008): תפ 4131/05 מדינת ישראל נ' אופמת השקעות - ב"כ עו"ד יפעת מנור-נהרי, עו"ד גיורא אדרת שופטים: מ. קליין, עו"ד: יפעת מנור-נהרי, גיורא אדרת לסיכומים חלק א' בכתבי טענות (17-04-2008): תפ 4131/05 מדינת ישראל נ' אופמת השקעות - ב"כ עו"ד גיורא אדרת, עו"ד יפעת מנור-נהרי שופטים: מ. קליין, עו"ד: גיורא אדרת, יפעת מנור-נ

חקיקה שאוזכרה:

[חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968: סע' \(א54\), \(2\)א54](#)

[פקודת הראיות \[נוסח חדש\], תשל"א-1971: סע' 10א](#)

ה

ר

י

כתבי עת:

[שרון חנס, איתי פינגבאום, "עיון מחודש בהגדרת "נייר-ערך", משפט ועסקים, כרך ז 11](#)

מיני-רציו:

\* נדחה ערעורה של המדינה על זיכויים מחמת הספק של הנאשמים מעבירות של השפעה בדרכי תרמית על שער מניית פרטנר. ביהמ"ש קיבל את הסכרם של הנאשמים למתן הוראות קנייה שניות ספורות לפני נעילת המסחר אשר הביא לעליית שער ב 49% ורווח של 4 מיליון ₪.

\* ניירות ערך – תרמית – השפעה על שער נייר ערך

\* עונשין – עבירות – ניירות ערך

\* עונשין – מחשבה פלילית – כוונה

ערעור המדינה על זיכויים מחמת הספק של הנאשמים מעבירות של השפעה בדרכי-תרמית על שער נייר ערך לפי סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך (להלן - החוק). המדינה טענה, בין היתר, כי שגה בית-משפט קמא בקובעו, שיש לבחון את התנהגות המשיבים על-פי מבחנים שונים ממבחני הרצת המניות הרגילים וכי מתן הוראות הקנייה, שניות ספורות לפני נעילת המסחר, צריך היה להביא את בית המשפט למסקנה, כי המטרה הייתה להעלות את שער מניית פרטנר ולא להשיג את כמות המניות החסרה, כנטען על-ידי המשיבים.

בית המשפט המחוזי דחה פה אחד את הערעור (השופטים ברלינר, פוגלמן ושפירא) ופסק כי:

ערב כניסתה של מניית פרטנר לסל המעו"ף, שניות ספורות לפני סיום המסחר בבורסה, ניתנה למשיבים הוראת-קנייה של 28,000 מניות פרטנר בשער הגבוה ב- 49% משער הבסיס. הוראה זו הביאה לעליית השער ב- 49% ולאופמת רווח של מיליוני שקלים. אין ספק כי עלייה דרסטית - כתוצאה מפקודה ששוגרה בשניות האחרונות - מעוררת תחושה קשה, חוסר נחת וחשד כי מדובר במניפולציה שמטרתה להביא להעלאת השער, שאכן הביאה לתוצאה המקווה.

מסקנתו של בית-משפט קמא כי הכוונה להשפיע על שער המנייה לא הוכחה, נשענה על הקביעה כי פעילות המשיבים במהלך יום ההחלפה היו פועל יוצא של מדיניות ניהול הסיכונים, וכן על הקביעה בדבר תקלת המחשב וכשל שוק, שבעקבותיו ספר הפקודות היה ריק. זו כמו זו, קביעה עובדתית מובהקת. אין ספק כי קביעה הפוכה, לפיה ידעו המשיבים כי הם עובדים מול ספר פקודות ריק, הייתה מביאה לתוצאה שונה. בית המשפט עמד על-כך, שעיתוי זה של העברת ההוראות אינו מצביע בהכרח על כוונה להשפיע על השער. לעניין זה הפנה גם להוראות הבורסה, אשר אינן אוסרות פעילות בשניות האחרונות של המסחר. בית המשפט הוסיף וציין, כי התרשם שהיו שיקולים וסיבות, אשר הצדיקו את פעולת המשיבים ברגע האחרון של המסחר, וביניהם פעולתם הצפויה של ה"שורטיסטים". צירוף הנתונים הלעיל, קרי - הקביעה העובדתית לפיה עצם הפעולה בשניות האחרונות עדיין אינה ראייה לקיום כוונה פלילית, וממצא עובדתי נוסף לפיו לא היו המשיבים מודעים לכך שספר הפקודות ריק, על רקע ממצאיו האחרים של בית-משפט קמא, סותם למעשה את הגולל על הערעור.

אין לשחקני המעו"ף "חסינות" לעניין העבירה על-פי סעיף 54(א)(2) לחוק, ואם התנהגותם תעלה לכלל תרמית הם יורשעו בעבירה זו. אלא שלתוך "סל" 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.

ההיבט האחרון עניינו הכוונה הנדרשת. ניתן לצאת מנקודת הנחה כי מטרה מעורבת, הכוללת רכיב של רצון ממשי של צד לעסקה להשפיע על השער, תביא להרשעה. אולם, אין להחליף בין רצון לרווח לרצון להשפיע על השער. המטרה "בליבו של העושה" אותה יש להוכיח, היא רצון להעלות את השער. מטרה זו לא עלה בידי המדינה להוכיח.

### פסק-דין

1. ערעור המדינה על הכרעת הדין של בית-משפט השלום בתל-אביב - יפו בת"פ 4131/05 [פורסם בנבו] (כב' 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 הנתען 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.

## 2. המשיבים – כרטיס ביקור ;

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.גיי.סי החזקות בע"מ, אשר החזיקה 22% ממניות אופמת החזקות (2000) בע"מ.

רונן רשף (להלן: "רשף או רוני"), 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 אנג'ל 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.

ג. ככלל, במסחר הרציף, עיסקה בניירות ערך תתבצע רק כאשר יש "מפגש" בין פקודת-מכירה לפקודת-קנייה. במחשב הבורסה קבועים סדרי-קדימות ליצירת "מפגשים" מסוג זה, והם מבוצעים בהתאם לסדרי הקדימות הקבועים במחשב.

ד. שיטת הרצף כוללת שלושה שלבי מסחר עיקריים:

❖ **שלב טרום הפתיחה** - מתחיל בשעה 08:30 ומסתיים בשעה הנקבעת באופן אקראי מדי יום, בין 09:45 ל-09:50 (עבור מניות תל-אביב 100).

❖ **שלב הפתיחה** - מתחיל עם סיום שלב הטרם פתיחה באותו נייר ערך, ונמשך מספר דקות. בשלב הפתיחה מתקיים, בכל נייר ערך בנפרד, מסחר רב-צדדי, שבסופו נקבע לכל נייר ערך שער פתיחה, על-פיו יבוצעו הפקודות שהוגשו בשלב טרום הפתיחה. שער הפתיחה נקבע לפי השער שבו הושג מחזור המסחר הגדול ביותר. אם מחזור המסחר הושג בכמה שערים, נקבע שער הפתיחה כשער הקרוב ביותר לשער הבסיס.

❖ **השלב הרציף** - מתקיים מסיום שלב הפתיחה עד השעה 16:45. בשלב הרציף מתבצעות מספר עיסקאות כמספר פקודות המכירה והקנייה שנפגשו. בשלב זה, נקבעים שערים שונים לכל עיסקה ועיסקה, בהתאם לפקודות הקנייה והמכירה אשר "נפגשו".

❖ **שלב הנעילה** - מתחיל בכל נייר ערך מיד לאחר קביעת שער הנעילה בו, כאשר המועד המדויק נקבע על-ידי הבורסה באופן רנדומאלי (להלן: "שלב הנעילה או השלב הרנדומאלי"). שער הנעילה, מחושב לפי המחירים בעיסקאות האחרונות שנקשרו בשלושים הדקות האחרונות של שלב המסחר הרציף, ובלבד שסכומן המצטבר מגיע לסכום מינימום שנקבע. בשלב זה מבוצעות פקודות שהוגשו בשער הנעילה, כאשר העדיפות היא לפי הגבלת השער (עדיפות ראשונה) וזמן קבלת הפקודה (עדיפות שנייה).

❖ **שלב המסחר בשער הנעילה** - מיד לאחר קביעת שער הנעילה, מתנהל שלב המסחר בשער הנעילה, והוא שלב המסחר האחרון לאותו יום מסחר. בשלב זה

מתנהלות כל העיסקאות ב"שער הנעילה". שער הנעילה, הנקבע בתום יום המסחר, הוא שער הבסיס ליום המסחר הבא. אם לא בוצעה בנייר ערך מסויים כל עיסקה לאורך כל יום המסחר, יישאר שער המנייה ללא שינוי.

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 שמתאריך 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 ההחזקות 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. האיזון 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	
<b>סה"כ</b>	<b>217,549</b>		

המשיבים נזקקו ל- 158,000 ע.נ. נוספים על-מנת להשלים את המכסה החסרה (כלומר כ- 40% מניות נוספות). על-אף זאת, ביום 31.7.01 נמנעו המשיבים מלתת הוראות קנייה של מניות פרטנר, עד לשניות ספורות לפני סיום המסחר בשלב הרצף. שער הנעילה של מניית פרטנר בבורסה בתל-אביב הוא השער הקובע על-פיו נכנסה מניית פרטנר לחישוב המשקולות של מניות המעו"ף במדד המעו"ף. מהפוזיציה אותה החזיקו המשיבים נבע, כי ככל ששער הנעילה של מניית פרטנר

ב- 31.7.01 יהיה גבוה יותר ביחס לשער הממוצע של רכישות המשיבים את מניית פרטנר, יגדל הרווח שיפיקו, והמשיבים היו מודעים לכך.

5. לטענת התביעה, המשיבים פעלו על-מנת להעלות את שער הנעילה של מניית פרטנר ביום 31.7.01 בדרכי-תרמית כדלקמן:

שער הבסיס של מניית פרטנר ביום ה 31.7.01 עמד על 2540. כחלק מתכנון העבירה וכהכנה לה, על-פי כתב האישום, בוצע ניסוי בשעות הצהרים, שמטרתו לבדוק את האפשרות לפצל הוראה לשתי פקודות בשערים שונים שישוגרו בו-זמנית: בשעה 12:02:09 ניתנה פקודה למכירת 158,256 מניות פרטנר בשער הגבוה ב- 19% משער הבסיס, ולאחר מספר דקות היא בוטלה. בשעה 13:07:39 נתנו המשיבים, בו-זמנית, שתי הוראות מכירה נוספות למניית פרטנר. מכירה אחת ב- 19.02% מעל שער הבסיס, וב- 13:07:42 מכירה שנייה בשער הגבוה ב- 49.02% משער הבסיס. הוראות אלו בוטלו לאחר מספר דקות (להלן: "הניסוי").

שניות ספורות לפני סיום שלב המסחר הרציף, בשעה 16:44:50, נתנו המשיבים בו-זמנית שתי הוראות קנייה: הוראת-קנייה של 130,000 מניות בשער 3023, שער הגבוה ב- 19.02% משער הבסיס; והוראה נוספת לקניית 28,000 מניות בשער 3785, שער הגבוה ב- 49.02% משער הבסיס. הוראות אלה מהוות את ליבת כתב האישום. אליבא דהתביעה: בנותנם הוראות קנייה אלו, בסדר זה ובשערים הגבוהים משמעותית משער הבסיס ומשער העיסקה האחרונה, בשניות האחרונות של המסחר הרציף, ניצלו המשיבים את שיטת המסחר כדי להעלות את שעה של מניית פרטנר ולהשפיע במירמה על שעה של המנייה. ההוראה הראשונה בוצעה באופן חלקי בכמות של 30,925 מניות בשווי של 921,402 ₪; ההוראה השנייה לא עברה תחילה, ועל מסך המחשב הופיעה התראה לגבי שעה. משיב 2 הקיש את ההוראה שנית, והיא שוגרה ב- 16:45:01. מייד לאחר-מכן ניתנו בשלב המסחר הרציף, באמצעות חברי-בורסה אחרים, מספר הוראות מכירה של מניות פרטנר בשער זה וההוראה בוצעה במלואה. עיסקאות אלו קבעו את שער הנעילה על שער 3785 – שער הגבוה ב- 49.02% משער הבסיס. בהוראות אלה, כך על-פי הנטען, ביקשו המשיבים להשפיע על שער מניית פרטנר, תוך יצירת מצג שווא של מסחר תקין והוגן כלפי ציבור המשקיעים: "ללא עיסקאות אלה, היה נקבע שער הנעילה של מניית פרטנר ביום 31.7.01 על 906, שער הנמוך בלמעלה מ- 30% משער הנעילה של המנייה שנקבע בפועל, עקב הוראת הקנייה של הנאשמים" (סעיף 19 לכתב האישום).

המשיבים המשיכו ורכשו את המכסה החסרה במניות פרטנר (להלן: "להתכסות במניית פרטנר"), על-ידי קנייה בבורסת ארה"ב. בסיכומו של דבר, המשיבים הפיקו רווח כולל של כ- 4 מיליון ₪ בעקבות העלאת שער הנעילה, כשבאופן ישיר מהעלאת שער מניית פרטנר על-ידם, הם הרוויחו סך של כ- 3.3 מליון ₪.

בגין מעשים אלו, יוחסה למשיבים השפעה בדרכי-תרמית על שער נייר ערך, עבירה לפי [סעיף 54\(א\)\(2\)](#) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968.

### טענת הצדדים בבית-משפט קמא\*אישום ראשון

#### **בית-משפט קמא נדרש להכריע בין שתי תזות מתחרות:**

6. **תזת התביעה** – גולן ורשף הינם שחקני-מעו"ף מיומנים ביותר, אשר תכננו מראש את המניפולציה אשר הניבה להם רווח של 3.3 מליון ₪. התביעה הגישה חוות-דעת מומחה (ת/16) של פרופ' שמואל האוזר (להלן: "האוזר" או "פרופ' האוזר"), ששימש ככלכלן ראשי של הרשות לניירות ערך, שעיקרי דבריו הם:

**"ערב הכללת המנייה במדד ת"א-25, הפוזיציה של חברת אופמת בכלל הנכסים היתה מאוזנת, דלתא נטו אפס (ראה נספח ה'). לחברת אופמת נוצר רווח שנבע מההפרש בין השווי של חברת פרטנר, לפיו נקבע משקל מניית פרטנר במדד לבין העלות בפועל בה רכשה חברת אופמת את כמות המניות שנדרשה לה, לצורך החזקה ישירה במניות של יחידות נכס הבסיס" (עמ' 22 לחוות דעתו של פרופ' האוזר).**

לטענת התביעה, גולן ורשף היו מודעים לכך שמניית פרטנר היא בעלת סחירות מוגבלת בישראל (משום שנסחרה בישראל זמן קצר יחסית), ביחס למניות מעו"ף אחרות. השניים חזו שיהיה חוסר במנייה בישראל בזמן נעילת השערים (כפי שמשקף ב- ת/7א). אי-לכך, אופמת, שהיתה אמורה להתכסות ולרכוש כמות גדולה מאד של מניית פרטנר בגלל ההחלפה, השאירה לרגע האחרון, בעיתוי של שניות ספורות לפני קביעת שער הנעילה, את פעולת ההתכסות בכמות של כ- 40% מהכמות אותה רצתה לרכוש. הפעולה בשניות האחרונות למסחר נועדה למזער את זמן התגובה של המשקיעים האחרים. בשניות האחרונות, לפני שנקבע שער הנעילה, שיגרה אופמת ביקוש של מניות בלימיט של 19.02% מעל שער הבסיס. פקודה זו "ניקתה" את ספר הפקודות מהיצע קודם. מייד לאחר-מכן, שיגרה אופמת ביקוש בשער של 49.02% מעל שער הבסיס, לכמות קטנה של מניות. פעולה זו, שבאה בעיתוי זה כשספר הפקודות ריק, גררה ביקוש מייד למניות בשער אטרקטיבי במיוחד, וכך קפץ שער הנעילה של המנייה בכ- 49%.

המניע הכלכלי, מומחיותם של הנוגעים בדבר, הדרך שבה פעלה אופמת, כמתואר לעיל, והתוצאות החריגות, מובילות, לדעת התביעה, למסקנה אחת ויחידה והיא, שאנשי-אופמת השפיעו על השער בדרכי-תרמית כדי להפיק רווח.

7. **תזת ההגנה** - אינה שוללת את מומחיותם של גולן ורשף, אלא שהמיומנות (לשיטתה) אינה מצביעה על כוונה לנצל אותה בדרכי-מירמה. אירוע ההחלפה של מניית פרטנר היה אירוע



חריג. התוצאה, קרי - "קפיצת" המנייה ב- 49%, היתה בלתי-צפויה ומפתיעה, ונבעה מ"כשל שוק". פעילותם של אנשי-אופמת נבעה משיקולים כלכליים לגיטימיים ומתיישבת עם אסטרטגיה של ניהול סיכונים.

מטעם ההגנה הוגשה חוות-דעתו של פרופ' אבנר קלעי (להלן: "קלעי" או "פרופ' קלעי"), 47/נ. כללית הבהיר קלעי, כי קבוצת שחקני המעו"ף היא קבוצת-משקיעים מיוחדת ושונה משאר המשקיעים בשוק ההון. ספציפית התמקד קלעי בניהול הסיכונים של אופמת. לשיטתו, כדי לאזן את הסיכון הכרוך בחשיפה החדשה למניית פרטנר, חייבת היתה אופמת לרכוש את המנייה במחיר הנעילה של היום הקובע. אם היה מובטח לה כי תקבל את הכמות המבוקשת בשלב הנעילה של ה- 31.7.2001, ניתן היה לבצע את האיזון לחשיפה החדשה ללא סיכון. קנייה מוקדמת - חושפת את החברה לסיכון של ירידת-שער המנייה בין הקנייה לשלב הנעילה של היום הקובע. המתנה עד הרגע האחרון - חושפת את החברה לסיכון, כי לא יקבלו את הכמות הנדרשת. לפיכך, היה מקום לגיבוש מדיניות של ניהול סיכונים. ההחלטה של אופמת להקטין את הסיכון על-ידי רכישה מוקדמת של חלק מהכמות הנדרשת של מניות פרטנר ורכישה נוספת קרוב לסיום המסחר, משקפת מדיניות שיש בה סבירות כלכלית בנסיבות הנתונות. עוד טען קלעי, כי מבחינה כלכלית היו לחברת אופמת סיבות טובות לצפות כי בספר הפקודות יהיו היצעים עם "לימיטים" סבירים. הפקודה של אופמת, שניתנה בלימיט כל-כך גבוה, היתה ניסיון ל: "**Market Order**", כלומר, פקודה ללא הגבלת-מחיר שהיתה אמורה להיבלע בספר הפקודות. העובדה שבפועל הספר היה ריק מפקודות ולא היו מוכרים, היתה מפתיעה. כפועל יוצא מכך, האפשרות שהפקודות ששיגרו יעלו את השער, היתה בלתי-צפויה. אנשי-אופמת טענו, כי בעקבות בעייה במחשב, הם לא ידעו - בזמן ששיגרו את הפקודה - שספר הפקודות ריק, והתוצאה הפתיעה אף אותם.

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 ומהחקירה. 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 חרחה 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 כמובן את מומחיותו בתחום הספציפי נשוא 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 ה"שורטיסטים" (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 :

**"מקריאת חוות הדעת ועדותו בבית המשפט הבחנתי, כי העד בקיא היטב במטרייה, 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"** (עמ' 55 להכרעת הדין).

להחלטתו של בית המשפט בעניין חוות הדעת שני היבטים מרכזיים :

- א. מדובר בקביעה מהותית - קבלתה של חוות הדעת מטעם ההגנה, תוך דחיית חוות הדעת הנגדית של מומחה התביעה, פתחה את הדלת והניחה את התשתית לאימוץ תזת ההגנה.
- ב. מדובר בקביעה עובדתית מובהקת, המתבססת, הן על בחינתם של הנתונים הרלוונטים, לעניין הכשרתו מעמדו ונסיגו של המומחה, והן על התרשמותו של בית המשפט ממידת הבקיאות שהפגין.

#### 9. הייחודיות באירוע החלפת מניית פרטנר:

מדד המעו"ף מורכב מ- 25 המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר בבורסה, בהתאם למשקלן היחסי. המשקיעים בשוק המעו"ף מחזיקים בנכס בסיס - סל המורכב מהמניות האמורות, במשקלים דומים למשקלן של המניות במדד המעו"ף. נכס הבסיס מוחזק מול חוזים

עתידיים. לפיכך, על המשקיעים להחזיק, בכל נקודת זמן, בהרכב עדכני של קרן המניות, כדי שהתנהגותה של הקרן, בכל נקודת-זמן, תהיה תואמת להתנהגותו של חוזה עתידי על מדד המעו"ף. מכך מתחייב, כי כאשר משתנה הרכב המניות במדד המעו"ף, ביום החלפה, יש צורך ברכישת המניות שנכנסות למדד ובמכירת המניות היוצאות, במשקולות המתאימים למשקלן במדד. לפיכך, היה על אופמת לרכוש מניות פרטנר בכמות של כ- 376,000 מניות עד לסיום יום המסחר של ה- 31.7.01 :

**"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. ... מבחינת מניית פרטנר, הייחודיות בהחלפת המניות נשוא כתב האישום, באה לידי ביטוי בשלושה מובנים: האחד, מדובר במנייה 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). השני, מדובר במנייה שעתידה היתה להיכנס למדד ת"א 25 במשקל גבוה יחסית של כ- 4%, ולפיכך, נדרשה רכישה בהיקף משמעותי. והשלישי, מדובר במנייה דואלית, קרי - הנסחרת במקביל גם בארה"ב" (עמ' 90 להכרעת הדין).**

קביעה עובדתית זו, שהיא קריטית לפסק הדין, מבוססת על עדותו של החוקר אלי לוי ועל עדויות המשיבים.

#### **10. ההחלטות שהתקבלו בימי הפעילות נשוא כתב האישום הם תוצר של ניהול סיכונים:**

בית-משפט קמא קיבל את טענת המשיבים, כי מדובר במדיניות של ניהול סיכונים (בהבדל ממניפולציה שמטרתה להשפיע על השער). בדרך לקביעה זו הגדיר בית המשפט את הדילמה שעמדה בפני המשיבים:

**"בעוד שרכישת מניות שעתידות להיכנס למדד, יוצרת חשיפה הנוגעת לריזק ערך המנייה, הרי שרכישתן ברגע האחרון טומנת בחובה סיכון הנוגע לאי קבלת הכמות" (עמ' 62 להכרעת הדין).**

קיומה של דילמה זו אושרה על-ידי מומחה התביעה, פרופ' האוזר. במצב דברים זה, היה על המשיבים לקבל החלטה בדבר האופן בו הן מעוניינים לנהל את סיכונים. במסגרת זו של "ניהול הסיכונים", נתקבלה ההחלטה בדבר רכישת 60% מהמניות הנכנסות מבעוד מועד, ורכישת 40% הנותרים ברגע האחרון.

פרופ' האוזר טען אמנם, כי לגישתו הסיכון שבאי-קבלת הכמות משמעותי יותר מהסיכון שבירידת שער המנייה, אולם אישר את גישת ההגנה, כי בסופו של דבר המדובר בניהול והערכה של סיכונים, ומטבע הדברים כל אחד מנהל את סיכוניו באופן שונה.

התביעה טענה, כי העובדה שאופמת "התכסתה" מראש רק ב- 60% ממניות פרטנר וחיקתה עד הרגע האחרון בנוגע ל- 40% ממניות פרטנר המשלימות את הכיסוי, מעידה על המניפולציה.

בית-משפט קמא הסביר, כי החלפה של מניות היא אירוע שאינו רציף, שמשמעותו התיאורטית הינה כי על כל שחקני המעוף לרכוש את המניות הנכנסות ולמכור את היוצאות או להיפך, במידה והפוזיציה שלהם הפוכה בדיוק במועד זה. הזמן הנכון באופן תיאורטי הינו ברגע כניסתן למדד. אלא שבמצב העניינים של החלפה כגון זו, האפשרות לעשות את החלפה ברגע הקובע הוא תיאורטי ועל-כן, הצפייה היא ששחקני המעוף יערכו לרכישה מבעוד מועד :

**"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" (עמ' 96 להכרעת הדין).**

בית-משפט קמא הסביר, כי רכישת מניות מבעוד מועד, שאינן כלולות במדד המעוף, טומנת בחובה חשיפה לשינויים במחיר המנייה, שינויים שיכולים לנבוע, הן מאירועים הקשורים ישירות למנייה והן מאירועים גלובליים המשליכים על כל הכלכלה. בפוזיציה שבה היתה שרוייה חברת אופמת, אם מחיר הקניות הממוצע של מניות פרטנר על-ידי אופמת יהיה נמוך מהשער הקובע, הרי שתהליך החלפה יניב לה רווח. לעומת זאת, אם ממוצע הקניות יהיה גבוה מהשער הקובע, אופמת תפסיד :

**"הסיכונים הינם, איפוא, כדלקמן:**

**בהקדמת קניות קיים סיכון במונח זה, שאם לאחר הקנייה ירד שער המנייה מסיבה כלשהי, והשער הקובע יהיה נמוך מהמחיר הממוצע של הקניות, ייגרם לאופמת נזק כספי. לעומת זאת, 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 משיב 2, עת קיבל ההחלטות בעניין החלפת המניות נשוא כתב האישום" (עמ' 96 להכרעת הדין).**

גם פרופ' האוזר נאלץ להודות בקיומם של הסיכונים דלעיל, באשר לכל אחת מהדרכים שתבחרנה. אולם, לשיטתו, בשל העובדה שמניות הנכנסות למדד עולות בדרך-כלל, הסיכון באי-קבלת הכמות הינו סיכון גדול ומשמעותי מהסיכון הקיים לעניין ערכה של המנייה.

מומחה ההגנה, פרופ' קלעי, עמד על הסיכון ששער מנייה ירד לפני הסגירה. במצב כזה, ממוצע הקניות של אופמת גבוה יותר מהשער בזמן הקובע. במילים אחרות, אופמת היתה מפסידה. לפיכך, נדרשת מדיניות של ניהול סיכונים. גולן, התייחס לסוגייה בעדותו ונתן דוגמאות מהעבר (מניית בנק דיסקונט, מניית אפריקה-ישראל, כור וליטמן), בהן שערי-מניות שהיו אמורות לעלות בעקבות החלפה, הפתיעו וירדו. בעניין דיסקונט נקטה מדיניות אחרת ונרכשו מניות מבעוד מועד, והתנהלות זו הביאה להפסד:

**"אני יכול לתת דוגמאות, למשל, מהעבר. למשל, מניית בנק דיסקונט הונפקה בו בשנת תשעים, ומשהו והיא היתה אמורה להיכנס למדד המעוף. עכשיו, גם אותה מנייה ברגע שהיא הונפקה, מנייה לחברה די גדולה, בנק די גדול, בנק דיסקונט, היה אמור גם להיכנס באיזור הארבעה אחוז למדד המעוף, וזה היה מיד אחרי ההנפקה. מכיוון שגם אנחנו חשבנו באותו זמן שעל מנייה כזו, בדרך-כלל, היא תעלה לקראת הכניסה של המדד, הכנו רכישות לפני, ובסופו של דבר המנייה ירדה די חזק לקראת הכניסה שלה" (עמ' 103 להכרעת הדין, המצטטת מתוך פרוטוקול הדיון מיום 13.3.07).**

11. גורמים נוספים, אשר פעילותם עשוייה להשליך על ההחלטה ואותה לקחו המשיבים בחשבון בבחירת עיתוי פעולתם, הינם ה"שורטיסטים". כפי שהוזכר לעיל, ה"שורטיסטים" הינם אותם פעילי-מעוף האוחזים בפוזיציה הפוכה למשיבים, ולפיכך, אמורים ביום החלפה למכור את המניות הנכנסות למדד המעוף, ולרכוש את היוצאות. בשבוע בו בוצעה החלפת המניות נשוא כתב האישום, יצאה הבורסה בהודעה אודות קיומן של יתרות "שורט" בהיקף של 200 מיליון ₪ בנכס בסיס. הנתון, לפיו ביום בו עליהם לרכוש את מניות פרטנר החסרות, ישנם גורמים שאמורים ועתידיים למכור כמויות משמעותיות ביותר מהמנייה – סיטואציה שעלולה להביא לכך ששערה של פרטנר יירד – מהווה גם הוא סיבה והצדקה לפעילות המשיבים "ברגע האחרון", כששאיפת המשיבים היא לקנות את המניות, אחרי שה"שורטיסטים" מציעים את מניותיהם למכירה.

גם כשמעבירים הוראות רכישה בסמוך לתום המסחר, עדיין נותר זמן לפעילים אחרים להגיב לפקודות ולהעביר הוראות נוספות, אשר לא ניתן לדעת מראש כיצד הן תשפיענה על השער הקובע. לענייננו, העובדה שההוראה של אופמת לא 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.

פרט לכל האמור לעיל קבע שופט בית-משפט קמא, כי התנהגות אופמת איננה התנהגות חריגה – באותו יום חברה אחרת ושמה "אופק תאל"י", התנהגה בצורה דומה ביותר:

**"כעולה מ- ת/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.נ. בלימיט של +18% בשניות האחרונות (כ- 18 שניות בלבד לפני אופמת)"** (עמ' 106 להכרעת הדין).

## 12. פיצול הפקודות בלימיט של 19% ו 49%:

הוראות הקנייה שהועברו על-ידי אופמת, לרכישת הפרש הכמות הנדרשת בסך 158,000 ע"נ, ניתנו האחת - בלימיט +19% לרכישת 130,000 מניות פרטנר; והשנייה - בלימיט +49% לרכישת 28,000 מניות פרטנר. המשיבים 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. כמו-כן, המשיבים 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.

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 החלפה 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 מעוניין 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, תלוייה 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).

גם עדי **התביעה** אורן פרלי ובוטז דורי, שהם אנשי-אופמת (אורן פרלי שימש כסוחר ובוטז דורי עסק מטעם אופמת במסחר בשווקים 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 ערכן הכלכלי של המניות מצדיק מתן פקודה בלימיט, שהינו משמעותית נמוך/גבוה מהלימיט בו הן נסחרות:

**"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, והקנייה בפועל תתבצע בשערים נמוכים בהרבה מהלימיט" (עמ' 114 להכרעת הדין).**

### 13. כשל השוק והתקלה במחשב:

בית-משפט קמא קיבל את גירסת המשיבים, כי בזמן ה"החלפה" - הצפי היה לשכבות רבות של מוכרים בכלל ובמניית פרטנר בפרט, צפי שלא התממש, וזאת משלוש סיבות:

**" ראשית, כל הפעילים בשוק יודעים ומודעים לקיומה של החלפה, וכי שחקני המעו"ף חייבים לבצעה, קרי - לרכוש את המניות שנכנסות**

**ולמכור את היוצאות, ולפיכך, יהיו מעוניינים לנצל זאת באופן שיזרימו היצעים לשוק" (עמ' 114 להכרעת הדין).**

סיבה זו הוזכרה על-ידי רשף, ותמיכה לה היה ניתן למצוא בעדותו של גיל ארז, ששימש באותה עת מְבַצֵע בחדר מסחר בבנק איגוד :

**"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 המעו"ף 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, עמ' 25 שורות 1 - 17)" (עמ' 115 להכרעת הדין).**

כך טען גם גולן בהודאתו ב- 9/ת. לדבריו, ההנחה היתה, כי ביום הזה יהיו שכבות רבות של מוכרים ופקודתה של אופמת "תבלע" בשכבות אלו.

גירסת המשיבים - לעניין הצפי למחזורי-מסחר גדולים ולשכבות של הצעות קנייה ומכירה עם לימיטים סבירים - נתמכו על-ידי פרופ' קלעי ב- 47/נ ועל-ידי עדי התביעה אורן פרלי ורוני בירם. בפועל, הצפי לא הוכיח את עצמו, וכאשר הזרימה אופמת את הבקשות, לא היו שכבות מוכרים (כאשר שוגרה בשנית ההוראה בלימיט 49%, היתה במחשב הוראה אחת בלבד). פרופ' קלעי התייחס לסוגייה וראה בתופעה החרגה "כשל שוק". כאמור, בית-משפט קמא קיבל הערכה זו וקבע, כי הצפייה לקיומן של שכבות היצע שתאפשר קליטת הכמות המבוקשת, ללא שינוי דרסטי במחיר המניות, הינה סבירה והגיונית, גם נוכח מצב השכבות שהיו במניות המתחלפות האחרות (עמ' 117 להכרעת הדין).

המשיבים טענו, כי בזמן השיגור של הפקודה, היה עיכוב בשיגור הנתונים והמסך "קפא", ולכן נוצר מצב של אי-ודאות אם הפקודות התקבלו או לא התקבלו (לאחר ניתוח הקלטות התברר, שהעיכוב היה של חצי דקה, שהוא זמן ארוך במושגי הזמן בהם מתנהל שוק המעו"ף). בפרק זמן זה הם לא היו מודעים למצב השכבות. גירסה זו, שנאמרה בבית המשפט, נתמכת בדבריהם ברשות לניירות ערך (ת/1), בעדותו של אורן פרלי, עד התביעה אשר ישב בחדר עם המשיבים והיה שותף להעברת הפקודות בפועל ואישר, כי היתה תקלה במחשב; ובתמליל



השיחה (ת/111א), בה גולן שואל את גיל מבנק אגוד שאלות בזמן אמת, המוכיחות שלא ראה באותן שניות גורליות דבר במסכים שלהם. עובדה זו יצרה בלבול וחוסר ודאות.

בית-משפט קמא קיבל את גירסת המשיבים :

**"אני מאמין כי גירסתם זו של הנאשמים, בדבר תקלה במערכת המחשוב, שלא איפשרה להם לראות כי קיימת רק שכבה אחת בשלב שגור הוראת הקנייה בלימיט +49%, הינה גירסת אמת" (עמ' 119 להכרעת הדין).**

משום שעליית שיעור פרטנר של פרטנר ב- 49% היתה תרחיש לא צפוי, הופתעו המשיבים וכל מי שהיה בחדר איתם באותה שעה :

**"עד התביעה אורן פרלי, אישר בעדותו את טענת הנאשמים, כי לא חשבו ששער מניית פרטנר יעלה ב- 49% (פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמ' 91 שורות 4 - 9), ובוועד דורי סיפר בהודעתו, ואישר זאת גם בעדותו, כי ברגע שהתחוויר כי פרטנר נסגרה בעלייה של 49%, היתה פליאה גדולה של כל הנוכחים בחדר וכי הוא זוכר פרצופים המומים" (עמ' 120 להכרעת הדין).**

גם בכך ראה בית-משפט תמיכה בגירסת המשיבים.

#### **14. ההודעה על עיסקאות שגויות:**

על-פי תקנון הבורסה, במקרה של תנודה של מעל 12%, לבורסה סמכות להודיע על עיסקה שגוייה ולבטל את העיסקאות (להלן: "עיסקה שגוייה"). כך נהגה הבורסה במקרה הנוכחי, ואכן יצאה הודעה על עיסקה שגוייה. בידוע כי העבירו פקודת-מכירה בלימיט גבוה, הניחו המשיבים כי מדובר בפקודה שהעבירו, כיוון שכך פנה גולן לעו"ד טל בנסון (חבר אישי שלו, שאף סיפר לו כי טיפל בעבר בעניין של עיסקה שגוייה מול הבורסה), וביקש ממנו ליצור קשר מיידית עם הבורסה ולהודיע כי הפקודה היא של אופמת, וכי מבחינתה העיסקה איננה שגוייה.

מסקנת בית-משפט קמא, באשר להתנהלות המשיבים, כמתואר לעיל, היתה כי –

**"מהתנהגות הנאשמים בעקבות הודעת הבורסה על "עיסקה שגוייה", לא רק שלא ניתן להסיק מסקנות לחובתם, כפי שמבקשת התביעה, אלא ההיפך 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. 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 עיסקה שגוייה, לטעון כי טעו, ובכך לסיים את הפרשה!" (עמ' 122 להכרעת הדין).

**15. פעילותם של המשיבים בבורסה, בשניות האחרונות של המסחר**

התביעה טענה, כי פעילותם זו של המשיבים בעיתוי זה, מצמצמת את זמן התגובה של המשקיעים האחרים (ודוק: 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 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" (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?**

בית-משפט קמא הציג תזה העולה, לטענתו, מתוך ניתוח תקדימים, ולפיה כדי להיות מורשעים בעבירות על-פי [סעיף 54\(א\)\(2\)](#), מקום שבו מדובר בעיסקאות אמיתיות, יש לדרוש רכיב עצמאי של דרכי-תרמית המבוססת על קיומם של מצגי-שווא של ממש או של מעשי-מרמה ברורים, במטרה להונות את ציבור המשקיעים. בנוסף ציין, כי בתקדימים הקיימים, המרמה בוצעה במניות שהסחירות בהן מועטה ודלה, בהיקפים שכלל לא ניתן להשוות להיקפי המסחר במניות המעו"ף, לעומת זאת:

"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 ששדרה אותן. לא התקיים כל אלמנט של הסתרה או הסוואה. כמו-כן, לא היה כל מצג שווא. אופמת עמדה מאחורי פעולתיה. 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 ערני במיוחד, ונמצא במרכז תשומת הלב של שוק ההון" (עמ' 42 להכרעת הדין).

בדיעבד, נראה כי קביעה זו, או לפחות התזה המשפטית הגלומה בה, מהווה אחד הנדבכים המרכזיים בערעור המדינה, ועל-כך בהמשך.

#### 17. מנגנון הרווח של המשיבים והתייחסות התביעה אליו כתמריץ לביצוע עבירות פליליות:

התביעה טענה, כי הרווח שאותו התעתדו המשיבים להפיק כתוצאה מפעילותם, הוא אשר הניע אותם להשפיע על שער המנייה. בית-משפט קמא לא ראה לקבל את הטענה וכך קבע:

"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 בונס ישנו תמריץ לעובד לעבור עבירות פליליות כדי למקסם את רווחיו. מנגנון הרווח לפיו תוגמלו הנאשמים, הינו מנגנון מוכר ומקובל, הקיים בתחומים רבים בכלכלה החופשית ובתחום הספציפי של המסחר במעו"ף" (עמ' 64 להכרעת הדין).

#### 18. שתיקת המשיבים בשלבים השונים של חקירותיהם ברשות ניירות ערך:

לא היתה מחלוקת על-כך, שהמשיבים שתקו בשלבים מסויימים בחקירתם. עדיין סבר בית-משפט קמא, כי אין בשתיקתם כדי לסייע 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.

#### 19. טענת התביעה בדבר גירסה כבושה:

נדחתה טענת התביעה, לפיה גירסתו של משיב 2 - גולן - היתה גירסה כבושה:

**"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 הלימיטים, הסיכונים, ההתכנסות בחוזים אחרי הפקיעה, הסיכונים בהחלפת מניות וניהול סיכונים, קשיי ההחלפה ועוד" (עמ' 173 להכרעת הדין).**

#### 20. סיכום:

בדברי הסיכום, עמד בית המשפט על ייחודו של המסחר בשוק המעו"ף, וכפועל יוצא מכך "יעץ" למשקיע שאינו מיומן להימנע מפעילות בשוק זה בזמנים מסויימים. בית המשפט עמד על השוני בקריטריונים, לפיהם נבחנת התנהגות שחקני המעו"ף:

**"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. 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" (עמ' 175 להכרעת הדין).

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.

## הערער

### 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 54\(א\)\(2\)](#), 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 התרמית במקרה זה, טמון בדרך פעולתם של המשיבים במטרה להשפיע על השער, כשכוונת התרמית בליבו של עושה הפעולה היא זו שהופכת אותה לאסורה.

22. בפן הראייתי, לטענת המדינה, התנהלות המשיבים ביום 31.7.01, לרבות הלימיט החרגי, עיתוי מתן ההוראות, פיצול והניסוי שנערך בצהריים, מעידה על תכנון מוקדם מצידם ועל הצפי שלהם כי מחיר שער המנייה יעלה בסוף היום. המדינה אף חולקת על טענת המשיבים, כי לא ראו שכבות לפני מתן ההוראות בזמן אמת. המדינה מזכירה, כי ביום 26.7.01 התפרסם דו"ח חיובי על מניית פרטנר. להשקפתה, היה בכך כדי לחזק את הערכת המשיבים, כי שער המנייה יעלה ולא ירד. ביום 31.7.01 עקבו המשיבים במהלך כל יום המסחר אחרי המנייה, ויכלו על-כן לדעת, כי היא במגמת עלייה. משכך, אין כל הסבר מניח את הדעת בהמתנתם עד לשניות האחרונות של המסחר, לצורך רכישת יתרת המניות החסרה:

**"אם אכן צפו המשיבים כבר מהצהריים ששער מניית פרטנר יעלה, מדוע השאירו את רכישת כל הכמות הנותרת של מניות פרטנר לשניות האחרונות של המסחר, תוך לקיחת סיכון שלא יקבלו את הכמות? המסקנה ההגיונית היחידה היא, כי מטרת המשיבים לא היתה קניית הכמות, אלא קביעת השער..." (עמ' 25 להודעת הערעור).**

המדינה טוענת, כי בית המשפט התעלם לחלוטין מראיות מרכזיות שהוגשו על ידה. הדגש הושם בהקשר זה על הודיות רונן, להן לא נתן בית-משפט קמא את המשקל ההולם. בנוסף, בית-משפט קמא לא התייחס למניע, לדרך פעולת המשיבים ביום המסחר, למשמעות הניסוי בשעות הצהריים, התנהגותם במסחר לאחר העלאת השער על ידם, חוסר ההיגיון הכלכלי בדרך פעולתם וראיות נוספות.

**דין:**

**המסגרת הנורמטיבית:**

23. [סעיף 54\(א\)\(2\)](#) לחוק, קובע בזו הלשון:

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

...

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

תכלית ההוראה הינה, להבטיח כי המסחר בשוק ניירות הערך יתנהל באופן תקין והוגן, תוך שמירה על אמון הציבור בפעילות השוק (ראו: [רע"פ 2184/96 חיים חרובי נ' מדינת ישראל](#) (להלן: פרשת "חרובי"); [ע"פ 5383/97 טמפו נ' מדינת ישראל, פ"ד נד\(1\) 557](#) (להלן: פרשת "טמפו")). בלשונו של בית המשפט בע"פ 5109/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 642 (להלן: פרשת "ואקנין"):

"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" (שם, 653).

(ראו גם [רע"פ 4827/95 ה' ג' פולק בע"מ נ' מדינת ישראל](#) (פורסם בנבו, [9.6.97]).

ובכתובה האקדמית:

"דיני ניירות ערך באים לתת מענה לחשש מהטעייה של משקיעים אשר בחרו להשקיע את כספם במתווה של השקעה סבילה(פאסיבית), מבלי שהם מעורבים בפעילות הכלכלית העומדת מאחורי ההשקעה ... היעדר הגנה הולמת על משקיעים סבילים עלול לגרום תוצאות קשות למשק, שכן אלו יפחדו להיפרד מכספם" (שרון חנס, [איתי פיגנבאום, "עיון מחודש בהגדרת ניירות ערך בדן הישראלי"](#) משפט ועסקים, 5, תשס"ז, עמ' 11).

סעיף העבירה נועד למנוע מהגורמים בשוק ליצור עיוות בהליך קבלת החלטות של "המשקיע הסביר", ויתרון בלתי-הוגן (ראו: [ע"א 1928/93 רשות ניירות ערך נ' גיבור סברנינה מפעלי טקסטיל בע"מ, פ"ד מט\(3\) 177](#); [ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד מו\(2\) 818](#)). השמירה על כללי היושר וההגינות, מהווה תנאי מוקדם לעידוד הציבור להשקיע בשוק ניירות הערך, ולצורך המשך קיומו של מסחר תקין, חופשי וראוי בבורסה.



בע"פ [70226/08 מדינת ישראל נגד יוסף \(בן משה\) גרינפלד](#) [פורסם בנבו] (21.12.08) (להלן: "פרשת גרינפלד"), שניתן לאחרונה נאמר:

"הוראת העונשין הקבועה בסעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך, נובעת מאופייה המיוחד של ה"סחורה" שבבורסה: הואיל וקשה לציבור המשקיעים להעריך את שווי ה"סחורה", שהרי לרוב הציבור אין הכישרים של אנליסטים בעלי-ידע כלכלי ... לכן, חשוב ביותר 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 ... פעילות בבורסה שתכליתה היא העלאת שער נייר הערך או הורדתו ... משבשת את יכולתם של המשקיעים להעריך את "מחיר השוק" של המנייה בצורה נכונה ...".

ובפרשת ואקנין - על-מנת לאפשר למשקיעי הבורסה לקבל החלטות מודעות ושקולות, תוך בחינת הסיכון והסיכוי, יש להבטיח כי מחירי ניירות הערך בשוק, ישקפו את שיווי המשקל האמיתי שבין ההיצע לבין הביקוש, ועל-פיו ייקבע מחיר נייר הערך (פרשת ואקנין, 657).

על-כך שזוהי תכליתה של ההוראה [בסעיף 54\(א\)\(2\)](#) לחוק עמד גם בית-משפט קמא:

"כדי להבטיח 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" (עמ' 34 להכרעת הדין).

24. היסוד העובדתי של עבירת התרמית לפי [סעיף 54\(א\)\(2\)](#) לחוק, כולל שני מרכיבים: האחד - השפעה על שער נייר הערך, שהוא הרכיב התוצאתי. בחינת הרכיב התוצאתי מחייבת השפעה בפועל של פעילות הנאשם על תנודות השער של ניירות ערך (בנסיבות המקרה שלפנינו, אין צורך להידרש לדעות השונות שהובעו בנושא זה - ראו: פרשת גרינפלד פסקאות 35, 36; פרשת חרובי פסקה 14). השני - הרכיב ההתנהגותי: השימוש בדרכי התרמית להשגת התוצאה (ראו [ע"פ 8620/96 מרקדו נ' מדינת ישראל](#), פ"ד נא(5) 481, בעמ' 516 - 518; 520 - 524 (להלן: פרשת "מרקדו").

לעניין הרכיב השני, הרכיב ההתנהגותי, הרי ששאלת "כשרותה" של הפעילות וקיומה של פעולה בדרכי "תרמית" – יבחנו בהתאם לנסיבות המקרה, על בסיס הראיות שהובאו לפני בית המשפט (השוו: פרשת מרקדו, 517). כדברי הנשיא ברק (כתוארו אז) בפרשת ואקנין:

"החיים עשירים מכל דמיון. אין זה ראוי לקבוע מראש "רשימה סגורה" של מצבים האסורים על-פי הוראות סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך. יש להימנע מהגדרות כוללניות, שעם ניסוחן נמצא מיד המקרה הנוסף שאינו נכנס לתחומן, אך שההתנהגות על-פיו אסורה אף היא. בתחום חי ותוסס זה של המסחר בשוק ניירות הערך, עדיפה גישה אינדוקטיבית, הנעה ממקרה למקרה, ועל בסיס ניסיון החיים המצטבר מרחיבה ומשכללת את תפיסותיה העקרוניות" (בעמ' 657).

כך, למשל, מתן הוראת-קנייה או מכירה, בהיעדר רצון אמיתי לקנות או למכור ובמטרה להשפיע על מחיר המנייה, הינה פעולה אסורה ו"מלאכותית", ואם נלווית לפעולה זו גם מודעות לדרכי התרמית וכוונה להשפיע על תנודות השער, מדובר בעבירה לפי [סעיף 54\(א\)\(2\)](#) לחוק.

בפרשת מרקדו עמד השופט גולדברג על-כך, שעיסקאות המתבצעות במהלך המסחר בבורסה, ומטרתן האמיתית היא לגרום לשינוי בשער של נייר הערך, יחשבו כהשפעה בדרכי-תרמית:

"גם כאשר המניפולציה נעשית באמצעות השתתפות במסחר ("עיסקאות אמיתיות" כביכול), נוצר מצג שווא. שכן, בעוד שכלפי חוץ נחזות העיסקאות כתמימות, וכבאות רק לשם קנייה או מכירה של נייר הערך, הרי שלמעשה מטרתן האמיתית היא לגרום לשינוי בשער 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, שלפיהם ישקף מחירו של נייר הערך את שווי המשקל בין היצע ממשי לבין ביקוש ממשי, בעוד שהוא נוקט דרכי-תחבולה נסתרים מן העין" (בעמ' 519).

– והוא מוסיף –

"... עצם זיהוי השפעה על השער איננו זיהוי של השפעה מניפולטיבית. זיהויה של השפעה מניפולטיבית הוא בזיהוי כוונה פסולה אצל המניפולטור" (בעמ' 520).

הווה אומר, כאשר פעולתו של המשקיע נעשית מתוך מטרה להשפיע על שער המנייה – פעולתו פסולה. אולם, אם פעל המשקיע שלא מתוך הכוונה האמורה, הגם שפעולתו השפיעה על השער – אין מדובר בפעולה פסולה. ובלשונו של השופט גולדברג:

**"... כאשר פעולה במסחר נחזית על פניה להיות כשרה, דברים שבליבו 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" (שם).**

ברוח דומה נקבע בפרשת **טמפו**, כי פעולת התערבות יזומה במסחר, שכל תכליתה היא ההשפעה על השער, הינה בגדר פעולה אסורה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק.

לצורך ההמחשה בענייננו, לו היתה הכרעה עובדתית לפיה ידעו המשיבים כי אין שכבות בספר הפקודות - כך שהפקודה לא יכולה להיבלע בשכבות קודמות, והיו מזרימים פקודה בלימיט גבוה, כפי שהזרימו בשניות האחרונות לפני הנעילה - הדעת נותנת, כי הפקודה לא היתה יכולה להתקבל כ- "Market Order" והיתה נחשבת לפעולה המהווה מעשה תרמית, הגם שלא היה בה מצג שווא או אלמנט הסתרה והסוואה. לכך הסכים גם בא-כוח המשיבים (פרוטוקול הדיון 21/04/200 עמ' 59).

היסוד הנפשי של עבירת ההשפעה בדרכי-תרמית היא מודעות לרכיב ההתנהגותי של העבירה, בעוד שלגבי התוצאה של השפעה על שער נייר הערך די בפזיזות (פרשת **מרקדו**, 524 - 525). המודעות הנדרשת בגדר היסוד הנפשי הינה:

**"... הן לכך שמטרתה האמיתית של הפעולה היא ההשפעה על השער והן לדרכי התרמית הננקטות על-ידיו לצורך השגת מטרה זו" (גרינפלד, פיסקה 44).**

## 25. עירוב מטרות

יש להבהיר, בצד האמור, כי גם במקרים בהם מדובר בעיסקה אמיתית המתבצעת בבורסה, אין מדובר בהכרח בעיסקה כשרה. גם מי שמבצע עיסקה אמיתית, נדרש שלא לעשות כן בדרך שתהיה בה משום התערבות במסחר ההוגן בבורסה ותגרום להשפעה על שער המנייה.

עמד על-כך בית המשפט בפרשת גרינפלד:

"על-מנת להרשיע נאשם בעבירה של השפעה בתרמית על שער ניירות ערך, אין התביעה חייבת להוכיח כי זו היתה תכליתו היחידה של הנאשם, שכן לא-פעם פועל הנאשם בסיטואציה של "עירוב מטרות": הוא מעוניין לבצע עיסקה אמיתית בבורסה, אך יחד עם זאת שואף להשפעה על השער, ומבצע את העיסקה בדרך שתשיג מטרה זו". (בפיסקה 47).

ובהמשך:

"בהחלט יתכן מצב בו משקיע מאמין במנייה ומעוניין לרכוש מניות נוספות, אך הוא מחליט לעשות זאת ביום מסחר מסויים באופן שיגרום להעלאת שער המנייה או ימנע את ירידתו, תוך יצירת מצג שווא כלפי המשקיע הסביר. כך גם יתכן כי אדם הפועל בבורסה מבקש באמת למכור את מניותיו, אך הוא עושה זאת בדרך תרמיתית, שנועדה להשפיע על השער, על-מנת לבצע את המכירה בשער הרצוי לו, ולא במחיר השוק. מקרה שכזה נופל אף הוא לגידרו של סעיף 54(א)(2) לחוק, שכן רכישת המניות במסחר היתה מלווה בכוונה להשפיע על השער בדרכי-תרמית. אדם המבצע עיסקה אמיתית בבורסה, נדרש שלא לעשות כן בדרכי-תרמית שנועדו להתערב במסחר ההוגן בבורסה, ולאפשר לו לבצע את העיסקה בצורה שתשפיע על השער. העובדה שמדובר בעיסקה אמיתית המתבצעת בבורסה, איננה אומרת בהכרח שמדובר בעיסקה כשרה ... כללו של דבר: גם רכישה אמיתית של מניות על רקע כלכלי אסורה, כאשר היא נעשית בדרך תרמיתית שנועדה להשיג כמטרה עיקרית השפעה על השער ... מי שפועל במסחר בדרכים מניפולטיביות שנועדו להשפיע על שער המנייה כתכלית עיקרית, מתוך מודעות לכך, עובר את העבירה על-פי סעיף זה, גם אם התלוותה לפעילותו מטרה משנית של קנייה או רכישה במסחר, וגם אם באופן עקרוני הוא סבר שכדאי לרכוש או למכור את המנייה. שונים הם פני הדברים במקרה בו פועל אדם במסחר במנייה מתוך מטרה עיקרית לרכוש או למכור את המנייה ממניע כלכלי לגיטימי, כשהוא מודע לכך שפעולתו תשיג מטרה נוספת – משנית אך רצויה מבחינתו – של הורדת או העלאת שער המנייה ...". (בפיסקה 48).

הגם שמדובר במושכלות יסוד, נשוב ונזכיר כי ההכרעה בשאלה מה היתה המטרה במקרה פלוני והאם מדובר בעיסקה אמיתית, במטרה להשפיע על השער, או מטרה מעורבת - היא הכרעה עובדתית הנלמדת מכלל הראיות. הסבר כלכלי לפעילות זו או אחרת יכול שיעלה בקנה אחד עם

מטרת מירמה או מטרה מעורבת, ויכול שישלול קיומה של מטרה נוספת לצד המטרה האמיתית המוצהרת. המסקנה בנושא זה היא לעולם פונקציה של הראיות שנבחנו.

סיכום ביניים בנקודה זו: לטובת התביעה ומבלי להכריע בכך, אנו מוכנים להניח כי במקרים של מטרה מעורבת, כאשר המטרה להשפיע על השער הינה מטרה ממשית של צד לעיסקה, אף אם אינה מוגדרת בהכרח כ"תכלית עיקרית", עובר אותו צד את העבירה לפי סעיף זה. עדיין נדרשת התביעה להוכיח, מעבר לספק סביר, כי מטרת הצד לעיסקה היא השפעה על השער.

### שחקני המעו"ף – האם אמות מידה נורמטיביות שונות להתנהגותם:

26. מדובר בסוגייה שלה הקדישה המדינה נפח משמעותי, כאשר הטענה היא ששגה 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"עצותו" 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 הנ"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 "סל" המרכיבים הבוחנים את התנהגותם, יש לצרף ולשקלל גם את הייחוד שבשוק המעוף, 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 מכוונם.

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, אכן 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 הנסתרים 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 רונן בחקירה משום הודאה בביצוע

העבירה. נאמר כבר בשלב זה, כי – נוכח הטעמים עליהם נעמוד בהמשך – לא ניתן לבסס את הרשעת המשיבים על דברים שאמר רוני בחקירתו. נבחן, איפוא, את הראיות הנסיבתיות אותן הציגה המדינה. קודם שנזקק לגופם של דברים נזכיר, כי אין מניעה להרשיע נאשם על בסיס ראיות נסיבתיות בלבד. אולם, על-מנת לעשות כן, מוטלת על בית המשפט החובה לבחון את מכלול הראיות הנסיבתיות ואת הסברי הנאשם במבחני ההיגיון וניסיון החיים, ורק אם המסקנה המרשיעה גוברת באופן ברור והחלטי על כל תזה חלופית ולא נותרת כל מסקנה סבירה אחרת, ניתן לומר שאשמת הנאשם הוכחה מעל לכל ספק סביר (ע"פ 10852/04 ניג'ם נ' מדינת ישראל [פורסם בבנו], 12.2.2009); (ע"פ 7141/07 מדינת ישראל נ' טראבין [פורסם בבנו], 3.11.2008).

בחינת הראיות הנסיבתיות נעשית בשלושה שלבים:

**"בשלב ראשון, נבחנת כל ראיה נסיבתית בפני עצמה, כדי לקבוע אם ניתן להשתית עליה ממצא עובדתי; בשלב שני, נבחנת מסכת הראיות כולה לצורך קביעה, האם היא מערבת, לכאורה, את הנאשם בביצוע העבירה, כאשר הסקת המסקנה המפלילה היא תולדה של הערכה מושכלת של הראיות, בהתבסס על ניסיון החיים ועל השכל הישר. המסקנה המפלילה עשויה להתקבל גם מצירופן של כמה ראיות נסיבתיות, אשר כל אחת בנפרד אמנם אינה מספיקה לצורך הפללה, אך משקלן המצטבר מספיק לצורך כך; בשלב שלישי, מועבר הנטל אל הנאשם להציע הסבר העשוי לשלול את ההנחה המפלילה העומדת נגדו. הסבר חלופי למערכת הראיות הנסיבתית, העשוי להותיר ספק סביר ביחס להנחה המפלילה את הנאשם, די בו כדי לזכותו. בית המשפט מניח את התזה המפלילה של התביעה מול האנטי-תזה של ההגנה, ובוחן האם מכלול הראיות הנסיבתיות שולל מעבר את גירסתו והסברו של הנאשם" (ע"פ 9372/03 פון וייזל נ' מדינת ישראל, פ"ד נט(1) 754, 745 (2004).**

מוכנים אנו לצאת מתוך נקודת הנחה, כי הראיות שהביאה התביעה (לעניין הכוונה להשפיע על שער מניית פרטנר), די בהן כדי להעביר אל המשיבים את הנטל ליתן הסבר חלופי למשמעותן. המשיבים אכן המציאו הסבר, הסברם התקבל על-ידי בית-משפט קמא (סעיף 6 לסיכום בעמ' 175 להכרעת הדין), אשר קבע פוזיטיבית כי **"אין במעשיהם כל עניין פלילי"**. בצד האמור, ונוכח העובדה שבית משפט קמא לא ראה להורות על זיכוי מלא של המשיבים, אלא על זיכוי **מחמת הספק** (סעיף 10 לסיכום), אין לנו אלא להניח כי, למצער, בהסברים החלופיים שהמשיבים הציעו, יש כדי להטיל ספק בעוצמת הראיות המפלילות שהציגה המאשימה.

נפנה עתה לבחון את קביעות בית המשפט, המתייחסות לראשים השונים של הטענות עליהן ביקשה התביעה לבסס את ההרשעה, ולמסקנות שהסיק מקביעות אלה.

את בחינתנו ינחו הכללים הידועים להתערבות ערכאת ערעור. בית-משפט שלערעור לא יראה להתערב בממצאים שנקבעו בערכאה הדיונית לגבי עובדות או מהימנות של עדים, אלא-אם-כן הממצאים שנקבעו אינם מתיישבים עם ראיות אמינות שהובאו, או שנפלה טעות היורדת לשורשו של עניין בהערכת העובדות המוכחות. בית המשפט שלערעור יוכל להתערב בקביעות הנסמכות על שיקולים של הגיון וסבירות, שבהם אין לערכאה הראשונה יתרון על ערכאת הערעור. באופן דומה, רשאי בית המשפט שלערעור להתערב במסקנות שהסיק בית המשפט מן הממצאים העובדתיים אם הן אינן סבירות או הגיוניות, או כאשר מסקנות אחרות מתבקשות מהממצאים. [ע"פ 10479/08 פלוני נ' מדינת ישראל](#) (פורסם בנבו), 11.6.09.

### ניתוח המסחר ;

29. כאמור, המדינה טענה, כי אופן התנהלותם של המשיבים ביום המסחר של 31.7.01, מצביע על כוונתם להשפיע על שער המנייה, ומוכיח כי לא היו מכווני-כמות אלא מכווני-שער. לעניין זה הדגישה המדינה את נושא הניסוי שנערך בשעות הצהריים על-ידי המשיבים; מתן הפקודות המפוצלות לקראת סיום המסחר; עיתוי מתן הפקודות; הלימיטים הגבוהים שניתנו בפקודות; והתנהלותם של המשיבים לאחר סיום המסחר. בהתייחסם להנמקותיהם של המשיבים באשר לדרך פעולתם ותוך ניסיון להפריכם טענה המדינה כדלקמן:

(א) אין ממש בטענה בדבר חששם של המשיבים מירידה של שער המנייה. לו מדובר היה בחשש, לא היו המשיבים קונים את מרבית הכמות הדרושה זמן רב לפני הכניסה למדד, אלא היו נוקטים בפעילות של רכישות מדורגות, כשהעיקר היה נרכש ביום המסחר האחרון.

(ב) ככלל וכידוע - מניות הנכנסות למדד ערכן עולה ולא יורד.

(ג) פורסם דו"ח חיובי של חברת פרטנר, וגם בכך היתה אינדיקציה לכך שמחיר המנייה יעלה ולא ירד. על-כך העיד גם משיב 2.

(ד) גולן העיד בבית המשפט מספר רב של פעמים, כי הוא העריך בתחילת יום המסחר שהמנייה תעלה.

לטענת התביעה, מכל האמור לעיל נובע, שהמשיבים ידעו והעריכו שהמנייה תעלה ולכן לא היה מקום לקנות את המניות ברגעים האחרונים. רכישה מדורגת במהלך היום בשערי השוק, היתה משרתת אף היא את המטרה של קניית כמות המניות במינימום חשיפה.



30. לא מצאנו בכל האמור לעיל סיבה להתערבותה של ערכאת הערעור במסקנות בית-משפט קמא. החשיבות היא בעצם הקביעה, כי מדובר במדיניות של ניהול סיכונים, ומסקנה זו לא עלה בידי המדינה להפריך. הדעת נותנת, כי כאשר מדובר במדיניות ובניהול - יכולות להיות דרכים רבות ושונות, כאשר למנהלים שונים יכולות להיות השקפות שונות. לפיכך, היכולת להצביע על דרכי-פעולה חלופיות (רכישה מדורגת וכו') אינה שוללת את הסבירות, וממילא אינה מצביעה על-כך ששגה בית משפט קמא כאשר נתן אמון בגירסת המשיבים, ולפיה מדובר בדרך פעולה שנבחרה כדי להתמודד עם הסיכון ולא כדי להשפיע על השער. בית-משפט קמא אימץ את חוות-דעתו של מומחה ההגנה פרופ' קלעי, ובחוות-דעת זו אכן מצויות תשובות לטענות שהעלתה המדינה. פרופ' קלעי התייחס בחוות-דעתו, בין היתר, לנושא הסיכון שהיה כרוך בהחלפת המניות על-ידי המשיבים. קנייה מוקדמת מדי של המניות היתה חושפת את המשיבים לסיכון של ירידת השער במנייה, בשלב הנעילה של היום הקובע. לעומת זאת, המתנה עד לרגע האחרון, חושפת את המשיבים לסיכון שלא יקבלו את מלוא כמות המניות הנדרשת. לדעתו של פרופ' קלעי: **"חברת אופמת החליטה על מדיניות סבירה מבחינה כלכלית, של הקטנת הסיכון על-ידי רכישה מוקדמת של חלק מהכמות הנדרשת של מניות פרטנר, ורכישה של חלק לא מבוטל קרוב ככל האפשר לסיום המסחר ביום הקובע"** (בעמ' 53). עוד הוסיף, כי פעולות המשיבים ביום המסחר של 31.7.01, **"... מילאו צורך כלכלי לגיטימי, הן בטיבן והן בזמן שיגורן. העלייה החריגה במחיר מניית פרטנר לא נבעה מפקודת קנייה חריגה, אלא מהיעדר מפתיע של מוכרים"** (בעמ' 10). בהמשך ציין פרופ' קלעי: **"לחברת אופמת היו סיבות טובות לצפות כי ספר הפקודות של מניית פרטנר, לקראת סיום המסחר ביום הקובע, יהיה עמוס בפקודות מכירה עם לימיטים סבירים"** (בעמ' 52). יום החלפת המניות במדד ידוע מבעוד מועד, **"... וכל מנייה מוחלפת נמצאת באור הזרקורים"** (שם). מדובר ביום שבו הפעילות אינטנסיבית, ומחזורי המסחר גדולים, וכך גם ההיצעים בספר הפקודות. משכך, בשעה 16:44:50, סמוך לסיום המסחר, כאשר שיגרו המשיבים את הוראת הקנייה השנייה, היה מצופה כי יהיו היצעים נוספים, אשר ימתנו את עליית מחיר המנייה לשיעורים נמוכים בהרבה. להשקפתו, גם הבורסה הכירה בכך, שהיה כשל שוק מפתיע באותו מועד – היעדר מוכרים – ועל-כן שונתה שיטת המסחר. כיום, לפי השיטה החדשה, מתבצע מסחר רב צדדי של המניות המתחלפות בשלב סיום המסחר ביום הקובע בדומה לשלב ה"טרום פתיחה". ניתן אפוא לקנות את המניות הנכנסות למדד בדיוק בשער הכניסה ללא חשיפה לשינויים בשער. אלא שבדיוננו נדרשים אנו למצב הדברים במועד הרלבנטי לכתב האישום, אשר לא אפשר ביצוע החלפה כאירוע רציף, אלא חייב ניהול סיכונים במסגרת שנסקרה לעיל.

31. המדינה הפנתה בהקשר זה לעדותו של המומחה מטעמה פרופ' האוזר, אשר העיד כי מתן הוראה בלימיט של 49% מול ספר פקודות ריק, משמעותה הוודאית היא העלאת השער. אכן כך, ולכך מסכימים המשיבים. אלא, שכאמור, הקביעה העובדתית היא, כי היה צפי לשכבות מוכרים ובשל תקלת המחשב לא היו המשיבים מודעים להיעדר השכבות. נזכיר בהקשר זה כי ככלל, בית המשפט שלערעור לא יטה להתערב בקביעת הערכאה הראשונה, אשר העדיפה עד מומחה של צד אחד על פני העד המומחה של הצד האחר (י' קדמי, **על סדר הדין בפלילים, מהדורת תשס"ג -**

200, חלק שלישי, 1405, 1413 והפסיקה שצוטטה שם; פרשת גרינפלד, בפסקה 49). גם מטעם זה אין מקום להתערבותנו. בפועל – אין אפילו צורך להכריע בין המומחים, משום שמדובר, כאמור, בקביעה עובדתית שאינה נשענת על חוות-דעתם.

הצפי לשכבות מוכרים עלה כבר במסגרת חקירתו של רונן ברשות לניירות ערך (ת/9). רונן ציין, כי נקודת המוצא של המשיבים היתה, כי בספר הפקודות מצויות שכבות של הוראות מכירה "אם אתה שואל מה הנחתי, הנחתי שהיו שכבות מוכרים שאני אכנס לתוכם" (בעמ' 21). רונן הדגיש, כי מתן הוראות הקנייה בלימיטים גבוהים, לא היתה כדי לגרום לעליית שער מניית פרטנר, והוסיף: "זה לא צריך לקרות" (בעמ' 22). כמו-כן הבהיר, כי בגלל שהמשיבים לא ראו בזמן אמת את השכבות, כאשר העבירו את הוראת הקנייה השנייה, לא ידעו שאין היצע מניות בספר בשל העיכוב במחשב הבורסה. רק בסיום המסחר, ובדיעבד, התברר למשיבים כי לא הצליחו לרכוש את כל כמות המניות שביקשו, במסגרת הוראת הקנייה הראשונה.

רונן חזר והדגיש בחקירתו: "אני קונה סמוך לשער הקובע את הכמויות שאני צריך בלימיט שיבטיח שאני אקבל את כל שארית הסחורה" (בעמ' 30) וציין, כי המשיבים לא יכלו להניח ששער הנעילה יגיע לשער אליו הגיע, שכן ההנחה היתה כי יש מוכרים נוספים בשוק. על הפתעתם של המשיבים, בעקבות קביעת שער מניית פרטנר, נוכח עליית השער הבלתי-צפויה לגירסתם, העיד בועז (בישיבת יום 16.10.06): "אני ישבתי בצד השני של החדר. מה שאני זוכר ברגעים האלה זה היה הרבה פליאה, כאילו זה היה מאוד מפתיע" (בעמ' 9 לפרוט'). בית המשפט, אשר קיבל הסברים אלה של המשיבים, הוסיף וציין כי הנחתם בדבר קיומן של שכבות היצע רבות, נתמכת גם במצב שכבות הקנייה והמכירה במניות המתחלפות האחרות, ביום המסחר של 31.7.01 (נ/43).

על-יסוד התשתית האמורה קבע בית המשפט בהכרעת הדין:

**"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 והקנייה בפועל תתבצע בשערים נמוכים בהרבה מהלימיט" (בעמ' 114).**

32. בנפרד מהמתווה הכללי של פעולת המשיבים, לא התעלם בית-משפט קמא מהנקודות הפרטיקולריות שהעלתה המדינה, כמפורט לעיל, באשר לעיתוי פעולתם של המשיבים בשניות האחרונות למסחר. בית המשפט עמד על-כך, שעיתוי זה של העברת ההוראות אינו מצביע בהכרח על כוונה להשפיע על השער. לעניין זה הפנה גם להוראות הבורסה, אשר אינן אוסרות פעילות בשניות האחרונות של המסחר, לפני תחילת הזמן הרנדומאלי, כמו גם לפעולתם של גורמים אחרים בשוק המעו"ף, שהוזכרו לעיל (אופק תאלי"ו ו"גמביטי", כאשר גם אופק תאלי"י פעלה

באופן דומה של רכישת 40% מהמניות ברגע האחרון). בית המשפט הוסיף וציין, כי התרשם שהיו שיקולים וסיבות, אשר הצדיקו את פעולת המשיבים ברגע האחרון של המסחר, ביום 31.7.01, וביניהם פעולתם הצפויה של ה"שורטיסטים": **"העובדה כי ביום בו עליהם לרכוש את מניות פרטנר החסרות, ישנם גורמים שאמורים ועתידיים למכור כמויות משמעותיות ביותר מהמנייה – עובדה שעלולה להוביל לכך ששערה של פרטנר יירד – מהווה גם היא סיבה והצדקה לפעילות הנאשמים "ברגע האחרון" ..."** (בעמ' 104). לעניין ה"שורטיסטים" אנו רואים להוסיף כדלקמן: אכן בדיעבד, בחכמה שאחר מעשה, יודעים אנו כי המכירה של ה"שורטיסטים" מצאה מקומה מחוץ לבורסה, אולם מלכתחילה לא ניתן היה להניח כי כך יארע. ה"שורטיסטים" חוששים ששער המנייה יעלה לאחר המכירה שלהם ועל-כן, ברור שהם ינסו למכור את המניות ברגע האחרון (כאשר הצפי הוא לעלייה בשער המנייה). מכירה של ה"שורטיסטים" ברגע האחרון היתה מביאה לירידת שערים ברגע האחרון וכן למילוי השכבות בהיצעים, לכן יש הגיון כלכלי בביצוע פעולה ברגע האחרון. על רקע זה, כאשר קבע בית המשפט כי ה"שורטיסטים" ומוכרי מניות אחרים עמדו בבסיס המניע של המשיבים לחכות לרגע האחרון, אין מקום להתערב. בהתייחס לאמירת המדינה בדבר חוסר יכולת משקיעים להגיב להוראה שניתנה בשניות האחרונות למסחר, הוסיף בית-משפט קמא:

**"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 ..."** (בעמ' 106).

ועל-כך נוכל לומר, כי אכן העובדות מדברות בעד עצמן.

כדי להשלים את התמונה, נתייחס גם לטענה כי שערה של מנייה הנכנסת לסל המעו"ף עולה ולא יורד (שעל-כן, לא היה חשש לירידת ערכה). גם טענה זו אינה נקייה מספקות. בית המשפט ציין דוגמאות בהן שער מנייה דווקא ירד, עובר לכניסתו למדד המעו"ף (עמ' 102 – 103 לעדות גולן בישיבת 13.3.07), וסיכון מעין זה היה קיים גם ביום החלפה בו עסקינו, מה גם שבאותו שבוע בו בוצעה החלפת המניות נושא כתב האישום, יצאה הבורסה בהודעה אודות קיומן של יתרות שורט בהיקף של 200 מיליון ₪ בנכס בסיס.

סוף דבר בנקודה זו: לא עלה בידי המדינה לשלול את סבירותו של ההסבר שהציגו המשיבים ואת הספק הסביר העולה ממנו, כפי שקבעה הערכאה הדיונית.

**התקלה במחשב**

33. לא מצאנו עילה להתערב גם בקביעתו העובדתית של בית המשפט, כי במועד שיגורה של הוראת הקנייה בלימיט +49 היתה תקלה במערכת המחשב, שבעטייה לא ראו המשיבים כי קיימת שכבת-מוכרים אחת בלבד.

בית-משפט קמא ביסס את קביעתו על האמון שנתן בגירסתם של המשיבים כדלקמן: לדברי גולן: "... באותו רגע ... הסתכלתי על המסך של רונן ראיתי שמונה אחוז עליה. עכשיו מה שאני חשבתי באותו רגע שבכלל לא שידרנו. זאת אומרת, שלא שידרנו לא את התשע-עשרה ולא את הארבעים ותשע, שמה שנתקע זה שתי הפקודות. בגלל זה הסתכלתי על המסך של אורן וראיתי אותה קוביה שהיה כתוב עליה נא להקליד את הלימיט. ראיתי שהלימיט שהיה צריך להקליד, זה שלוש שבע שמונה חמש. הקלדתי ... המשכנו להסתכל על המחשבים, ועדיין לא ראינו איזה שהוא איתות לגבי הביצועים שלנו, או לגבי שער הסגירה במנייה, או לגבי המסחר במנייה באותו שלב" (בעמ' 135 - 136 לפרוט'). גם רונן העיד, כי המסך "קפא" וכי לא ניתן היה אף לדעת אם הוראת הקנייה הראשונה שודרה. לכך נמצא חיזוק, הן בדברים שנאמרו בחקירתם ברשות, הן בעדויות של אחרים שנכחו בעת האירוע (אורן ובוועז), הן בתמליל שיחה שנערכה, בזמן אמת בין גולן לבין נציג בנק איגוד בשם גיל (להלן – "גיל"), במועד הרלוונטי ביום המסחר 31.7.01 המשקף את ההתרחשות "בזמן אמת", כשהדברים שנאמרו תומכים בגירסתם של המשיבים.

כאמור, מדובר בהכרעה עובדתית של הערכאה הדיונית, המבוססת על קביעת-מהימנות, ועל חיזוקים משמעותיים, ולפיכך לא הונחה לפנינו עילה להתערבותה של ערכאת הערעור.

### **האם הוכחה כוונה להשפיע על השער בדרכי-תרמית או הוכחה לחיות המשיבים מכווני שער@**

34. המדינה טוענת, כי מתן הוראות הקנייה, שניות ספורות לפני נעילת המסחר, צריך היה להביא את בית המשפט למסקנה, כי המטרה היתה להעלות את שער מניית פרטנר ולא להשיג את כמות המניות החסרה, כנטען על-ידי המשיבים. טענה זו "מנקזת" לתוכה למעשה את כל השגותיה של התביעה על החלטתו של בית-משפט קמא. אליבא דהמדינה: השילוב בין העיתוי בשבריר השנייה האחרונה לבין השער ה"שערורייתי" של 49% הוא כה בוטה וחד-משמעי, עד שלא ניתן לייחס למשיבים כל מניע אחר מלבד המניע של השפעה על שער המנייה. בדרך להוכחה טענה זו סוקרת המדינה את כל ההתפתחויות הרלוונטיות של אותו יום. המשיבים, כך לטענת המדינה, עקבו אחרי המסחר במניית פרטנר לאורך כל אותו יום, ויכלו לצפות כי הוראות קנייה בשיעורים שניתנו, בשניות האחרונות של המסחר, כאשר מדובר בספר פקודות "ריק", ישפיעו באופן דרסטי על שער מניית פרטנר. בעניין זה הפנתה באת-כוח המדינה למוצג ת/33, דו"ח הפקודות שהועברו לבורסה ביום הרלוונטי, לפיו בשעה 16:44:31 העבירה אופק תאל"י פקודת-רכישה גדולה של 150,000 ע"נ בשער הגבוה ב- 18.11% משער הבסיס. אופק תאל"י "ניקתה" למעשה את מלאי מניות פרטנר שהיו מצויות באותו שלב בספר הפקודות, ובשלב זה עמד מלאי מניות פרטנר בשוק על פחות מ- 5,000 מניות בשער מנייה זול מ- 19%+, ועוד 2,000 מניות בשער גבוה מ- 19%+.

לפיכך, בנקודת זמן זו, היה על המשיבים לראות כי לא היה היצע למניות פרטנר בספר הפקודות, וגם אם ינתנו פקודות רכישה של 130,000 מניות בשער של +19% ו-28,000 מניות בשער של +49% – כפי שעשו המשיבים – לא ניתן יהיה לקבל את כמות המניות המבוקשת. אם המשיבים היו אכן מכווני-כמות ולא מכווני-שער וכוונתם היתה להשיג את כמות המניות הנדרשת ללא קשר לשער המנייה, היה עליהם לראות כי לפי מצב הספר באותה עת, לא ניתן היה לקבל את הכמות המבוקשת, באופן שבו ינתנו הפקודות. המדינה שבה ומפנה לאופציות האחרות שעמדו בפני המשיבים כדי להשיג את הכמות המבוקשת. ספר הפקודות נותר ריק משכבות מכירה עד לשעה 16:45:01, ולטענת התביעה, על המשיבים היה לראות זאת. גם אם לא ראו את השכבות, כקביעתו של בית-משפט קמא, מעידות פעולותיהם על הכוונה להשפיע על השער. אין להשוות בין פעולתם של המשיבים לבין פעולתם של יתר שחקני המעו"ף בשוק, ובכלל זה, אופק תאלי"י וגמביט, שכן האחרונות לא פעלו בשניות האחרונות בשערים לא הוגנים. אופק תאלי"י נתנה הוראת-קנייה בשער הגבוה ב-18% משער הבסיס, וגמביט נתנה הוראת-קנייה בשער הגבוה ב-14% משער הבסיס. משכך, דבר לא הצדיק את מתן הוראת הקנייה השנייה של אופמת, הגבוהה ב-49% משער הבסיס. מדובר בפקודה "מופרכת" – כלשון באת-כוח התביעה, שהפנתה לחוות-דעתו של פרופ' קלעי, שאף לפי גישתו, פקודת ה"מרקט" הממוצעת בארץ עומדת על כ-12% מעל שער הבסיס.

המדינה סבורה, כי המשיבים היו מודעים לבעיית סחירות במניית פרטנר בשניות האחרונות של המסחר, ולכן אין לקבל את טענתם בדבר "כשל שוק". לעניין זה מפנה המדינה למסמך ת/א'7, שנכתב ונערך על-ידי גולן זמן קצר לאחר הפרשה. המסמך נכתב כתגובה לכל אותם פרסומים בעיתונות אודות הפרשה, אולם בסופו של יום הוא לא נשלח, תוך היעדרות לבקשתו של רוני בירם, יו"ר אקסלנס. ממסמך זה עולה, לטענתה, כי גולן ידע אודות בעיית הסחירות והזמינות במניית פרטנר. התביעה מציינת, כי יחד עם מסמך זה, שנתפס בחיפוש שנערך בביתו של גולן לאחר מעצרו, נתפס מסמך נוסף (ת/א'7ב) – חוות-דעת שסיפק עו"ד בננסון למשיבים כשבועיים לאחר הפרשה. כפי שנאמר, עו"ד טל בננסון הינו חבר אישי של גולן, שהודיע לבורסה בשם אופמת שלא מדובר בעסקה שגוייה. בימים שלאחר הפרשה פנו גולן ורוני בירם לעו"ד בננסון לספק להם חוות-דעת משפטית, שניתנה בדיעבד, לגבי כשרות פעולותיהם נשוא האישום שלפנינו. התשתית העובדתית שבחוות הדעת, סופקה לעו"ד בננסון על-ידי המשיבים עצמם. גם מחוות-דעת זו עולה, לטעמה של המדינה, כי בעיית הסחירות במניית פרטנר היתה ידועה.

עוד טענה המדינה, כי לא היה מקום לקבל את טענת המשיבים כי פעלו ברגע האחרון של המסחר בשל חששם מ"השורטיסטים". טענה זו הועלתה על-ידי רוני בחקירתו ברשות, אך לא הוזכרה כלל על-ידי גולן בחקירתו. רק בעדותו בבית המשפט, הצטרף לטענתו זו של רוני.

המדינה מפנה לדבריו של רוני בחקירה, בדבר החשש שהשורטיסטים יורידו את שער המנייה, בעוד שלהם יש אינטרס הפוך. גם מכאן יש ללמוד, לשיטת המדינה, כי המשיבים פעלו להעלות את שער המנייה, וחזרו על מתן הוראת הקנייה בלימיט +49%, גם לאחר שהתקבלה התראה במחשב, וגם כשלא ראו על מסך המחשב שכבות מוכרים.

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 סומכת 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 חשפו 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 שיחת-הנחייה עם נציגים בארה"ב, הוא מנחה אותו לרכוש את מניות פרטנר בלימיטים גבוהים, משום שהוא מעוניין להשיג את הכמות אליה אופמת מחוייבת.

כמובהר 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).

פרופ' קלעי הדגיש, כי גם בפרשה דנן, ציפיתם הסבירה של המשיבים, כאשר נתנו את הוראת הקנייה השנייה, היתה לכך שהרכישה תיעשה במחירים נמוכים מהלימיט (והשוו לחקירתו הנגדית של פרופ' האוזר בעמ' 81 לפרוטוקול, ישיבת 27.12.06).

זו היתה גם גירסתם של המשיבים מלכתחילה.

בחקירתו הראשונה של רשף ברשות לניירות ערך (ת/9), התייחס רשף לנושא העברת הוראות הקנייה בלימיטים גבוהים, ביום 31.7.01. לשאלת החוקר, מדוע העבירו המשיבים

הוראות שכאלה, הסביר רשף: "אם אני צריך לקנות, אני מכניס הוראות בלימיטים גבוהים" (בעמ' 7). כמו-כן, כאשר נשאל על-ידי החוקר, מה לדעתו צפוייה להיות ההשלכה של הוראות אלה על המסחר, השיב רשף, כי אם מצויים בשוק "מוכרים גדולים", כלשונו, לא צריכה להיות להוראות אלה כל השלכה על מחיר המנייה, אולם אם אין מוכרים שכאלה, הרי "אז השער יעלה עד שיש מוכרים" (בעמ' 8).

גם גולן, בחקירתו ברשות לניירות ערך, ביום 21.1.02 (ת/1), ציין כי כאשר הוא מבקש לקבל את מלוא כמות המניות הדרושה, הוא נוהג להעביר לימיט כמעט מקסימלי ("אני חייב את הכמות, לא מעניין אותי המחיר" (בעמ' 13)), וכי עד לאותו יום, לא היה מקרה שבו לא הצליח לבצע את מלוא פקודת הרכישה בלימיט זה. לעניין יום המסחר, 31.7.01, הדגיש גולן כי ביקש לקבל את מלוא כמות מניות פרטנר הנדרשות, על-מנת לאזן את נכס הבסיס לקראת ההחלפה, ומשכך, העביר את הוראות הקנייה הראשונה והשנייה. לעניין הוראת הקנייה הראשונה ציין, כי זו מולאה באופן חלקי בלבד. לעניין הוראת הקנייה השנייה, טען כי לא העלה על דעתו כי הוראה זו תגרום לעליית שער מניית פרטנר ב-49%, כשלדבריו הסיכוי לכך "סיכוי אפסי" (בעמ' 22). באשר לפיצול נוסף, כי לפי חוות דעת פרופ' קלעי, פיצול הוראת הקנייה מקטין את ההסתברות כי מחיר המנייה יעלה עד ללימיט המקסימלי ומביא למיתון עליית השער (עמ' 11, 61, 62).

כאמור, בית-משפט קמא קיבל את הסברי המשיבים המתייחסים לפקודות המפוצלות, וללימיט שנקבע. כפי שהבהרנו לעיל, בית המשפט אף קיבל את טענת המשיבים כי הצפי אכן היה כי הפקודות "תבלענה" בשכבות המוכרים, באופן שהקנייה בפועל תבצע בשערים נמוכים משמעותית מהלימיט, מהטעמים עליהם עמדנו. בנסיבות אלה, משהונחה על-ידי המשיבים משנה סדורה, הנתמכת בחוות-דעת מומחה אותה ראה בית המשפט להעדיף על מומחה התביעה, ומשזו מצביעה על הסבר ענייני אפשרי לפעולתם, בדרך שאינה נגועה במירמה ובכוונה להשפיע על שער המנייה, אין כל סיבה להתערבות ערכאת הערעור. ה"דרמטיות" שבה הוצג השילוב בין העיתוי לשער יכול להוות תחילת הדרך, קרי- לעורר חשד, אולם הוא אינו יכול להוות תחליף לראיות של ממש. אנו מזכירים לעניין זה פעם נוספת, כי די היה בניטרול פעולותיה של אופק תאלי, שבוצעו שניות לפני הוראת הקנייה של המשיבים, כדי להביא לכך שאלה האחרונות היו נבלעות בשכבות המוכרים.

### הניסוי בצהריים הוראות קנייה מפוצלות ולימיטים גבוהים

36. העובדות הרלוונטיות לא היו שנויות במחלוקת: המשיבים נתנו בצהרי יום 31.7.01 הוראות מכירה של מניות פרטנר בשערים הגבוהים ב 19.02% וב 49.02% משער הבסיס. בסיום המסחר הזרימו המשיבים שתי הוראות קנייה בכמויות זהות ובשערים זהים להוראות המכירה שניתנו במסגרת הניסוי. המדינה טענה, כי ניסוי זה מצביע על תכנון מוקדם של העבירה, על-כך שידעו שהשערים יעלו עד סוף המסחר, וכן על-כך שהם הכירו את המסך של ה"הוראה הבודדת". המשיבים טענו, כי עריכת הניסוי נדרשה לצורך בדיקת תקינות המערכת בהיבטים טכניים (כמו,

בדיקת המסכים החדשים), ובהתאם למתווה הרכישה עליו החליטו. יש לציין, שלא היה זה ניסוי זהה לתרחיש של זמן הנעילה, משום שבניסוי הם מכרן מניות של פרטנר ובשעת האמת קנו מניות של פרטנר (ועל-כן, לא יכלו לצפות את ההתראה שהופיעה על מסכיהם בזמן האמת). בית-משפט קמא סבר, כי הניסוי אינו שולל את טענת ההגנה ואיננו סבורים כי יש להתערב בכך. הניסוי הוא ראייה נסיבתית, וככזה חלים עליו הכללים שפורטו לעיל (ראו פסקה 28) בדבר בחינתה של ראייה נסיבתית. עצם העובדה ששני הצדדים "אוחזים" בניסוי וכל אחד טוען "כולה שלי", דהיינו - רואה בניסוי אסמכתא לחיזוק טענותיו, מצביעה על-כך שהניסוי בפני עצמו הוא נתון הטעון פרשנות ואין בו אמירה מוחלטת. הניסוי עשוי להצביע על-כך כי עוד בשעות הצהריים, תכננו המשיבים לבצע את הרכישות בשערים הנזכרים, כפי שאכן נעשה בפועל, בשעה שלא היה ידוע שספר הפקודות יהיה ריק, ובכך לשלול את טענת התביעה בדבר ניצול ההזדמנות שספר הפקודות ריק, על-מנת להעלות את השער, שהרי בזמן עריכת הניסוי, הצפי היה, כאמור, כי הפקודות תבלענה בשכבות המוכרים. לא זו בלבד שבשעה זו לא יכלו המשיבים לצפות את כשל השוק שהביא להיעדר שכבות מוכרים ולעליית שער המנייה, אלא אף זו – לא ניתן היה לצפות כי 18 שניות לפני פעולת המשיבים "תנקה" אופק תאלי את שכבות המוכרים שהיו קיימות באותה עת, ותותיר את ספר הפקודות ריק. יש בכך יש משום תימוכין לגירסת המשיבים, כי תכננו את הרכישה מבעוד מועד, כפועל יוצא של אסטרטגיית ניהול הסיכונים שלהם, ואין מדובר בניצול הזדמנות של קיום ספר ריק מפקודות, כדי להשפיע על השער.

### פעילות במניות המתחלפות האחרות

37. לטענת המדינה, ניתן ללמוד על פעילותם של המשיבים במניית פרטנר, גם מפעילותם באותו יום ביחס למניות המתחלפות האחרות. לעניין זה הדגישה המדינה, כי ביחס למניות האחרות, המשיבים לא נתנו הוראות קנייה בלימיטים כה גבוהים (+49%), כפי שנתנו במניות של פרטנר, דבר אשר מעיד בענייננו על כוונתם להשפיע על שער המנייה. כמו-כן טענה המדינה, כי התנהלות המשיבים חריגה גם ביחס לפעילותם של יתר שחקני-שוק המעו"ף באותו מועד – ובכלל זה, אופק תאלי ו"גמביטי".

השוואה בין פעילות המשיבים ביחס למניית פרטנר, לבין פעילותם ביחס למניות המתחלפות האחרות, נערכה בחוות-דעתו של פרופ' קלעי. בחינה זו נערכה, כמוסבר בחוות הדעת, על-סמך סטיית התקן של התשואה (נירמול), שיאפשר להשוות את מידת החריגה בפעילות. לעניין זה ציין פרופ' קלעי: "אציין כי הלימיט המנורמל, אותו שיגרה חברת אופמת לקניית מניית פרטנר, הוא המתון (הפחות אגרסיבי) מבין שלושת הלימיטים המנורמלים..." (בעמ' 12).

פרופ' קלעי הסביר בחוות-דעתו, כי בחן באותו אופן גם את התנהלות אופק תאלי ביום 31.7.01 ביחס למניית פרטנר וביחס למניות המתחלפות האחרות. התוצאה אליה הגיע, כי הלימיט המקסימלי המנורמל ששיגרה אופק תאלי במניות מבני-תעשייה ומניית הבינלאומי 5, גבוה משמעותית מהלימיט המנורמל ששיגרו המשיבים במניית פרטנר. בהתייחס לאמור, ציין פרופ'



קלעי: "מכאן, אינני מבין כיצד אפשר להתייחס לפקודה אשר שיגרה חברת אופמת לקניית מניית פרטנר, כפקודה חריגה. מבין הפקודות עם הלימיט המקסימלי אשר נשלחו לשלוש המניות הנכנסות למדד ת"א-25 באותה עת, הוראת הקנייה של פרטנר, אותה שיגרה חברת אופמת, היא הפקודה המתונה (הפחות אגרסיבית) ביותר" (בעמ' 12).

פרופ' קלעי הוסיף בעניין זה, כי גם ביחס למניות המתחלפות האחרות, העבירו שחקני המעו"ף בשוק, הוראות קנייה בלימיטים גבוהים, ובשניות האחרונות לסיום המסחר. כמו-כן הוסיף פרופ' קלעי, כי במקרה של מניית מבני-תעשייה – כל הביקושים סופקו, ועליית המחיר היתה מזערית, דבר אשר מחזק את הטענה, כי מחירה של מניית פרטנר עלה בסיום המסחר בשל חוסר מפתיע במוכרים.

לא מצאנו בהודעת הערעור של המדינה ובטיעוניה בפנינו התמודדות של ממש עם מסקנותיו של קלעי. משמעותה של הפעילות ומשקלה כראייה נסיבתית, המוכיחה את כוונת המשיבים, היא פונקצייה של החריגות, הן בהשוואה ליתר שחקני המעו"ף והן ביחס לעצמם, שהרי זוהי בדיוק טענתה של המדינה. בהקשר זה, משהוכח כי באמת-מידה מקצועית שבדקה את הפעילות תוך שימוש בפרמטרים מקובלים, לא ניתן למעשה להצביע על חריגות (בשני ההיבטים) - מתפוגגת מאליה המשמעות המפלילה.

### מניע הרווח

37. בדיון בפנינו הושם דגש רב על נושא זה. כאשר הרווח שמדובר בו, הוגדר על-ידי המדינה כ"רווח נעול". המנגנון נוצר על-ידי שילוב בין מסחר במניות לבין מסחר בזירת האופציות. אכן, מעשי התרמית המיוחסים למשיבים התבצעו במסחר במניות ולא באופציות, אולם היה על בית המשפט לבחון גם את זירת האופציות "אשר הפעילות בה היא נדבך מרכזי בהפקת הרווח הפעילות התרמיתית במניית פרטנר" (סעיף 2 לעיקרי הטיעון). לטענת המדינה. המשיבים יצרו מנגנון שמקבע רווח (רווח נעול). הרווח הנעול הינו, ההפרש בין מחיר מניות פרטנר ברגע כניסתן למדד המעו"ף, לבין מחיר הרכישה של המניות. רווח זה לא נפגע, גם אם שער המנייה ירד ביום למחרת. מכאן, האינטרס הברור של המשיבים כי השער שבו תכנס מניית פרטנר למדד המעו"ף יהיה גבוה ככל האפשר. בית-משפט קמא "סבר בטעות, כי מניע הרווח מיוחס לתמריצי הרווח בשכר המשיבים ... " (סעיף 2 לעיקרי הטיעון), ומסקנתו היתה, כי אלה "אינם יכולים להיות הסבר לביצוע העבירות על-ידי המשיבים" (שם). לטענתם, לרווח האמיתי (הרווח הנעול) לא התייחס בית המשפט, ובכך שגה. הסניגורים עתרו לדחייתה של טענת הרווח הנעול על הסף, מהטעמים שיובהרו להלן, ולאחר שבחנו את הסוגייה נראה לנו, כי אין מנוס מקבלת עמדתה של הסניגוריה.

נתחיל בבחינת ממצאיו של בית-משפט קמא. אכן, בדונו בנושא זה (בעמ' 64 להכרעת הדין), לא התייחס בית-משפט קמא מפורשות למנגנון הרווח הנטען על-ידי המדינה, כי אם למתן

אחוזים מרווחי החברה לאורגניה. יחד עם זאת, לא ניתן לומר כי מניע הרווח נעלם מעינינו לחלוטין. כך, למשל, רואים אנו כי במקום אחר (עמ' 5 פסקה 9 להכרעת הדין) הוזכרה טענת המדינה, כי **"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"**. יתכן שהיה מקום להרחיב בנושא זה ולהתמודד עימו חזיתית ולא כבדרך-אגב, אולם אין מדובר בראייה שנשמטה מעיני בית-משפט, והיקף הדיון אינו מקים עילה להתערבות ערכאת ערעור. זאת ועוד, עיון בפרוטוקול מצביע על-כך, שהמונח רווח נעול עלה רק באופן עקיף ושולי בעדותו של העד בועז דורי. המומחים פרופ' קלעי ופרופ' האוזר, שנחקרו לאורך עמודים רבים, לא הזכירו אותו, לא נחקרו לגביו ולא חיוו דעתם. גם אם לא נקבל, לפחות לא במלואה, את טענת הסניגורים כי מדובר בשינוי חזית (משום שיש התייחסות מצומצמת לנושא גם בדיון בבית-משפט קמא) הנה מדובר בטיעון מרכזי וחשוב שמיקומו ככזה, וההדגשים לגביו צריכים היו להיעשות בבית-משפט קמא. לו כך היה נעשה, היה ניתן לבררו, הן בפן העובדתי והן ברמה המקצועית המתבססת על העובדות. כערכאת ערעור אין בידינו כלים (שלא לדבר על-כך, כי לא יהיה זה מן הראוי) לבחון, בשלב זה, את השילוב בין זירת האופציות והמסחר במניות פרטנר, שהוא היוצר את הרווח הנעול לשיטת המדינה. אך מבלי להידרש לטענת הרחבת החזית, הרי באשר לעובדה הבסיסית, לפיה המשיבים היו עתידים להרוויח משער כניסה גבוה של מניית פרטנר בשוק המעו"ף, בהנחה שהם השלימו קניותיהם ואינם חשופים לסכנות, ובהנחה שהם רכשו את המניות להם נזקקו בשער נמוך יותר, בכך, בפני עצמו, אין כל רבותא ולא היה צורך בניהול הדיון הארוך והמייגע בבית-משפט קמא כדי להוכיח זאת. כל אדם המחזיק בנכס שערכו עלה בהשוואה להשקעה ברכישתו – מרוויח, ואין לך אדם שאינו חפץ ברווח בכל פעילות עסקית שהוא מבצע, לרבות פעילות בבורסה. הנטל המוטל על המדינה הוא, להוכיח כי המשיבים רצו להשפיע על שער המנייה, בין אם כמטרה בלעדית ובין אם כמטרה חלקית (מבלי להתייחס להיקף ה"חלקיות"). צפי לרווח אם השער יעלה, איננו זהה לכוונה להעלות את השער במרמה. בהיבט הראייתי ניתן להתייחס למניע הרווח ככל היותר כאל ראייה נסיבתית, וחזרנו שוב למושכלות היסוד בהקשר זה שסקרנו לעיל. בבחינת למעלה מן הנדרש, נפנה גם בהקשר זה לפרשת **גרינפלד**, שם נפסק, כי המניע לפעילות הנאשם בבורסה עשוייה להיחשב לעיתים כראייה נסיבתית להוכחת כוונת הנאשם להשפיע על השער (**"קיומו של מניע לבצע מניפולציה במסחר, עשוייה לחזק את המסקנה שזו אכן היתה תכלית פעולתו של הנאשם ..."** (בפסיקה 46)). עם זאת הודגש, כי לפי הדין בישראל, קיומו של מניע אינו מעביר אל כתפי הנאשם את הנטל, אם כי הוא עשוי להיחשב כראייה נסיבתית משמעותית. אין לשכוח כי גם כאשר קיים מניע, **"... אין להסיק מקיומו, כשלעצמו, מסקנה שבעל המניע מוכן לפעול בדרך לא חוקית"** (ע"פ 1182/99 **הורביץ נ' מדינת ישראל**, נד(4) 102, 162).

סיכום ביניים בנושא "מניע הרווח": מבלי להידרש לטענת הרחבת החזית, נקודת המוצא היא, כי המשיבים חפצו ברווח. נאמר בשלב זה, כי מקובלת עלינו עמדת המדינה ולפיה פעילות המשיבים לא היתה מכוונת-כמות בלבד. המשיבים למעשה לא כפרו בכך. גם אם מחלקן של גירסאות המשיבים יכול להיווצר הרושם כי הם מכווני-כמות בלבד, הלכה למעשה ברור שלא זה המצב גם לשיטתם, שהרי מרכיב המחיר הוא חלק מרכזי באסטרטגיית ניהול הסיכונים אותה הם

מציגים. אלא שבכך, כמובן, אין כל פגם, כל עוד המשיבים פועלים במסגרת הדין ואינם פועלים בכוונה להשפיע על השער. הנטל המוטל על המדינה הוא להוכיח, כי המשיבים ביקשו להשפיע על מחיר המנייה ונטל זה לא הורם.

**האם התנהגות המשיבים לאחר העלאת השער של מניית פרטנר על ידם מלמדת על רצונם בחעלאת השער**

38. נסיבה נוספת, אשר ממנה מבקשת המדינה ללמוד על-כך שהמשיבים היו מכווני-שער ולא מכווני-כמות, הינה התמהמהות האחרונים בקניית כמות מניות פרטנר שחסרה להם לצורך ה"התכסות", לאחר סיום המסחר בישראל. אם המשיבים היו אכן מכווני-כמות, ניתן היה לצפות כי ירכשו את יתרת המניות החסרה בשער הנעילה, או ימהרו לקנותה בבורסה בארצות הברית. באת-כוח התביעה הפנתה לדברים שמסר גולן בחקירתו ברשות לניירות ערך (ת/1), כי אינו זוכר מדוע לא רכש את המניות בשער הנעילה, הגם שבשלב זה היה ניתן לרכוש כמות של 20,000 ע"נ מניות פרטנר במחיר 3785 – לאחר עלייה של 49%. המדינה הוסיפה וטענה, כי גולן לא סיפק תשובה ברורה גם לשאלה, מדוע בסמוך לאחר נעילת המסחר לא החלו ברכישת המניות בבורסה בארה"ב. שקלנו גם נסיבה זו, ולא נראה לנו כי יש בה כדי לשנות את התמונה. כפי שאמרנו לעיל, מקובל עלינו כי פעילות המשיבים לא היתה מכוונת כמות בלבד, ואין ספק כי רצו להשיא רווחים. כיוון ששער המניות בארץ עלה והשער בארה"ב היה נמוך בצורה ניכרת, אין תימה בכך שהעדיפו להשלים את רכישותיהם בארה"ב. בנוסף, באשר לחוסר המיידיות, אין לשכוח שסמוך לסיום הפעילות בבורסה בתל-אביב לא היה בטחון האם נקנתה הכמות הקודמת, שעל-כן היה עליהם לעצור ולכלכל את צעדיהם. בית-משפט קמא הצביע על-כך שהמשיבים היו מופתעים ולכן הפסיקו ו"עשו חושבים":

**"בעקבות כל האירועים, עליית השער בצורה דרסטית, עריכת בירורים על הכמות החסרה, התדהמה וההפתעה, ובהמשך ההודעה של הבורסה על פעולה שגוייה, החליטו הנאשמים לעצור, "לעשות חושבים" ולכלכל את צעדיהם בצורה מושכלת וללא לחץ" (עמ' 123 להכרעת הדין).**

הצורך לשקול צעדים הוא אכן ענייני, והפנייה לארה"ב עניינית אף היא. הליך הקנייה בארה"ב מסובך יותר מאשר בישראל: הוא נעשה באמצעות מתווך, אין תגובות מיידיות ויכולת לדעת באיזה מחיר בוצעה הרכישה, שעל-כן גם השיהוי לעניין תחילת הפעילות בארה"ב אינה אינדיקציה לכך שהכמות לא הכתיבה את פעולתם של המשיבים, גם אם ההחלטה הקונקרטיית כללה שיקולים נוספים לרבות הרווח.

**39. פרסום הודעת הבורסה על עיסקה שגוייה**

המדינה חולקת על מסקנת בית המשפט, כי התנהגות המשיבים לאחר פרסום ההודעה האמורה מעידה על תום-ליבם, ומבקשת להסיק מסקנה הפוכה. לשיטתה, העובדה שהמשיבים מיהרו להודיע לבורסה, באמצעות רוני בירם ועו"ד בנסון, כי הם מעוניינים בעיסקה, וכי אין מדובר בפעולה שגוייה, מעידה על רצונם בעיסקה שהניבה להם רווח כה גדול. המשיבים לא היו מופתעים מעליית השער החדה, וביקשו למנוע את ביטול העיסקה הרווחית על-ידי הבורסה, כיוון שלא רצו לוותר על הרווח שהפיקו. הסניגוריה מצידה אוחזת במסקנת בית-משפט קמא, לפיה לו היו מרגישים המשיבים באשמה ומבינים כי נתפסו, היו ממהרים לנצל את ההזדמנות לסיום הפרשה. כפי שלמד בית-משפט קמא:

**" ניתן ללמוד מכך על תום-לבם ועל אמונתם הכנה והאמיתית כי הפקודות שניתנו היו נכונות, מקצועיות וכלכליות, הגם שהובילו לתוצאה בלתי-צפויה ובלתי-רצויה. 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 עיסקה שגוייה, לטעון כי טעו ובכך לסיים את הפרשה!" (עמ' 122 להכרעת הדין).**

לטעמנו, לא ניתן ללמוד מהתנהגותם בעניין זה דבר – לא לחובתם ולא על תום-ליבם. הנאמר לגבי הניסוי ניתן להיאמר גם כאן. עצם העובדה ששני הצדדים מוצאים באותה ראייה חיזוק לטענותיהם, מצביעה על-כך שבפני עצמו מדובר בנתון הטעון פרשנות ואין בו אמירה מוחלטת.

**40. התעלמות מהודיות ומאמירות מפלילות**

לטענת המדינה, בית-משפט קמא התעלם מראיות מרכזיות, וביניהן, הודיותיו של רוני בחקירות, מהן עלה כי המשיבים ביקשו להשתתף בקביעת שער מניית פרטנר, וממסמך שנכתב על-ידי גולן (ת/א7), אשר היה בו כדי להפליל את המשיבים.

המדינה טוענת, כי משרונן ביטא באופן מפורש, בחקירתו ברשות, את הכוונה להשפיע על השער, היה על בית-משפט קמא להרשיע את המשיבים על בסיס הודאתו, שחיזוק לה נמצא בתשתית הראייתית שהוצגה (הכוללת את כל הסוגיות שנסקרו לעיל). בית-משפט קמא שגה גם, שלא ניתח את המסמך שנכתב על-ידי גולן לאחר הפרשה (ת/א7), שם תיאר את אירועי הפרשה ואת התשתית העובדתית. להשקפת המערערת, דברים אלה מחזקים את הטענה, כי המשיבים ידעו בזמן אמת שמניית פרטנר היא בעלת סחירות וזמינות מוגבלים, לכן "ברגע האחרון" יהיה קל יותר להשפיע על שערה, שכן אז יש בשוק פחות "סחורה".

המדינה מוסיפה, כי בית המשפט התעלם מעדותו של רוני בירם, ממנה עולה כי ראה את האירוע כאירוע חריג, וכי המשיבים הסתירו ממנו את העובדות האמיתיות של הפרשה, ואת סיבת מתן הלימיט החריג של +49%. בית המשפט אף התעלם מדבריו של בועז בחקירתו ברשות לניירות ערך, לפיהם, הוא עצמו לא היה נוהג כפי שנהגו המשיבים באותו יום, ולא היה נותן לימיט של +49%, כדי לא לגרום לעלייה דרסטית של שער המנייה. המדינה סבורה, כי היה על בית-משפט קמא לקבל את דבריו אלו, לפי [סעיף 10א](#) לפקודת הראיות.

עוד מציינת המדינה, כי היה מקום ליתן משקל לראיות נוספות, המצביעות על מודעות המשיבים לפליליות מעשיהם, ובכלל זה, תידרוך אנשי אופמת לקראת חקירתם ברשות; קבלת ייעוץ משפטי טרם החקירה והסתרת הליך הניסוי ומתן הוראות הקנייה בלימיט של +49% מרוני בירם.

בנפרד מן האמור, חולקת המדינה על קביעות בית-משפט קמא המתייחסות להתרשמותו ממומחה התביעה, פרופ' האוזר. כמו-כן חולקת המדינה על-כך שבית-משפט קמא הורה למחוק מחוות-דעתו של פרופ' האוזר, את החלק אשר קובע כי למשיבים היתה מודעות להשפיע על שער מניית פרטנר.

41. כפי שצויין לעיל, את ה"אצבע המאשימה" מפנה המדינה בעיקר להודעתו של רשף מיום 21.1.02 (9/ת). בהודעת הערעור טענה המדינה באופן חד ופסקני, כי **"טעה בית המשפט משנמנע להרשיע את המשיבים ... על בסיס הודאתו בתוספת דבר מה נוסף שהמערערת הוכיחה ..."** (סעיף 40 להודעת הערעור). ההודעה 9/ת, כפי הנטען, היא "בהירה וברורה" ומהווה הודאה ברכיבי עבירת התרמית המיוחסת למשיבים. בית-משפט קמא לא בחן את ההודעה, ובכך שגה. עד שאנו מגיעים לדיון בהודעה נעיר, כי עצם קיומה שולל את טענת המדינה באשר לשתיקת המשיבים (או מי מהם) והמשמעות הראייתית שיש לייחס לכך. ביחס לפרשת פרטנר שהיא, כאמור, הפרשה היחידה עליה מערערת המדינה - לא שתק רשף, שעל-כן הדיון בנושא השתיקה הוא תיאורטי ולא רלוונטי. מכאן לדיון לגופו.

קראנו ושברנו וקראנו את 9/ת, ולא נראה לנו כי האמור בה מבסס את טענתה הנחרצת של המדינה כאילו מדובר בהודאה בהבדל מהודעה.

כדי להעמיד דברים על דיוקם, נפתח בכך שאין ממש בטענה כאילו התעלם בית-משפט קמא לחלוטין מ- 9/ת. ה"נפח" שתופסת ההתייחסות הישירה ל- 9/ת בפסק הדין הארוך אכן מצומצם, אולם די בדברים שנאמרו (ראו, למשל, עמ' 97 להכרעת הדין, פסקה 8) כדי להבהיר שבית-משפט לא שכח אותה. מכל מקום, השאלה הרלוונטית היא, האם הודה רשף בכך שהתכוון להשפיע בתרמית על שער המנייה.

9/ת היא הודעה ארוכה, המשתרעת על פני 44 עמודים וגבייתה נמשכה שעות רבות. את

השאלה האם היא הודאה, יש לבחון תוך התייחסות למכלול הדברים שנאמרו בה, בהבדל מציטוט משפט או משפטים בודדים שאינם משקפים את רוח הדברים הנושבת מן ההודעה. הודעה - אינה "משחק סמנטי" בין חוקר לנחקר, שמטרתה למשוך את הנחקר בלשונו על-מנת ש"יפלוט" מילה מסוימת. ההודעה אמורה לתעד את תשובותיו האותנטיות והמושכלות לשאלות שנשאל. בחינתה, בדיעבד, צריכה להיעשות אף היא באותה הדרך, קרי - עמידה על תשובתו האמיתית של הנחקר.

לענייננו, המוטיב המוביל בהודעתו של רשף הינו, כי השער עניין אותו ושהוא היה ער לכך ש"אם השער הקובע היה נמוך משער הקנייה שלנו את המניות, אזי היה נגרם הפסד". רשף, לכל הדעות, לא היה מעוניין שאופמת תפסיד וכפועל יוצא מכך, היה מעוניין שהשער הקובע לא יהיה נמוך משער הקנייה הממוצע שבו קנתה אופמת את מניית פרטנר. אלא, שכפי שאנו שבים ואומרים לכל הדרך, רצון זה והבנה כי רווח או הפסד תלויים בשער, עדיין אינם מבססים את רכיבי עבירת התרמית. כדי לעמוד בנטל המוטל עליה, על המדינה להוכיח כי נבחר קו פעולה מסויים, שמטרתו להשפיע על השער בהבדל מקו פעולה שעל-פי השקפתו (של מי שבחר בו) יכול לצמצם את הסיכון להפסד. גם כאשר קו הפעולה שנבחר יכול להשפיע על שער המנייה, אין די בכך להוכחת הרכיב הנפשי בעבירת התרמית. נשוב ונזכיר את דבריו של בית המשפט העליון בפרשת **מרקדו**, שהזכרה לעיל, לפיהם **"עצם זיהוי השפעה על השער איננו זיהוי של השפעה מניפולטיבית"**; ובפרשת **גרינפלד**: **"גם רכישה אמיתית של מניות על רקע כלכלי, אסורה, כאשר היא נעשית בדרך תרמיתית שנועדה להשיג כמטרה עיקרית השפעה על השער"** (ההדגשה איננה במקור).

בחזרה להודעה: לא פחות מ- 36 פעמים לאורך ההודעה נדרש רשף להסביר את קו הפעולה שבחר בו (הפיצול והלימיט הגבוה של הרכישה האחרונה). רשף נשאל וחזר ונשאל, אם רצה להשפיע על השער. תשובתו העקבית לכל הדרך היתה. כי כוונתו היתה לצמצם את הסיכון בכך שיבצע את הקנייה סמוך לזמן קביעת השער. בנוסף ציין, כי **"נודע לנו שיש 200 מליון ש"ח שורט נכס בסיס"** (ת/9 עמ' 28). המשמעות היא, שאם ה"שורטיסטים" ימכרו, השער יורד. ובמילים אחרות, נגרם לו הפסד:

**"ת. המחשבים מאד מהירים היום בבורסה, אם אני מכניס הוראת קנייה בשניות האחרונות למסחר אפשר להגיב ולמכור מול ההוראה שלי גם מתחתי. היות והיו 200 מליון ₪ נכס בסיס בשורט שהשיקולים שלהם הפוכים לשלי, הם יכלו לפעול בהתאם, ולמכור את פרטנר כי הם בשורט. הם צריכים למכור".**

זו התשובה החוזרת על עצמה בווריאציות שונות.

פעם אחת (הפעם ה- 27) ענה רשף תשובה שונה:

- ש. ולכן חשוב היה לך להשתתף בקביעת השער הקובע בפרטנר בארץ.**
- ת. הנחקר עושה פרצופים. כן. היה חשוב לי להשתתף בקביעת השער הקובע בארץ."**

זהו הקטע אותו מצטטת המדינה בהודעת הערעור, כדי לבסס את טענתה כי מדובר בהודאה. רוח התשובה, ה"פרצופים" המצויינים בפרוטוקול החקירה, כמו גם החזרה המדוייקת על חלק מהשאלה, מצביעים על-כך שמדובר בתשובה צינית ואפילו סרקסטית ולא בתשובה המשקפת הודאה בכך שהכוונה היתה לקבוע את השער. בוודאי לא הודאה בכוונה להשפעה מניפולטיבית (פרשת מרקדו). המסקנה מקבלת משנה-תוקף בכך, שלאחר-מכן חוזר רשף לתשובותיו הקודמות.

גם הקטעים הנוספים המצוטטים בהודעת הערעור (סעיף 42 להודעה), אינם משנים את התמונה. רשף שב וחוזר על-כך, ששער נמוך היה גורם להפסד וכי לא רצה בכך. כאמור, ב"הודאה" זו - אין כל רבותא. הצער שמביע רשף על העלייה הדרסטית של השער, שנגרמה בדיעבד, אינו תחליף למחשבה פלילית שקדמה לביצוע המהלך.

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/7א הודאה בידיעה מראש כי המנייה דלת-סחירות וזמינות. גולן מטיח 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"מפלילים". 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(יב), עדות שהיתה בידיים 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 בעיתונות הכלכלית ולא חקירה ברשות לניירות ערך. בתור שכזו, ספק אם יש לה ערך ראייתי כלשהו במיוחד כשההתייחסות היא ל"איין" ולא ל"יש", לסבטקסט ולא לטקסט.

### סוף דבר

44. בתאריך 1.08.01 נכנסה מניית פרטנר לסל המעו"ף. ערב כניסתה לסל, שניות ספורות לפני סיום המסחר בבורסה, בתאריך 31.7.01 ניתנה למשיבים הוראת-קנייה של 28,000 מניות פרטנר בשער הגבוה ב- 49% משער הבסיס. הוראה זו הביאה לעליית השער ב- 49% ולאופמת רווח של מיליוני שקלים. אין ספק כי עלייה דרסטית - כתוצאה מפקודה ששוגרה בשניות האחרונות - מעוררת תחושה קשה, חוסר נחת וחשד כי מדובר במניפולציה שמטרתה להביא להעלאת השער, שאכן הביאה לתוצאה המקווה. לפיכך, היה מקום לפתיחה בחקירה ובעקבותיה להגשת כתב האישום. אולם, חשד אינו תחליף לראיות של ממש. חרף הלבוש השונה שניסתה המדינה לעטות עליו, פסק-דינו של בית-משפט קמא הוא פסק-דין עובדתי, ממצאיו החשובים נשענים על קביעות מהימנות וקביעות עובדתיות נוספות ובכך, כידוע, ממעיטה ערכאת ערעור להתערב. לא מצאנו ממש בטענה, כי בית-משפט התעלם מראיות מרכזיות ואת דברנו באשר לראיות הספציפיות אליהן הפנתה התביעה, אמרנו בפיסקאות שהוקדשו לכך. ככל שמדובר בפן המשפטי, שמה התביעה את הדגש על מספר היבטים מרכזיים: האחד- מפסק-דינו של בית-משפט קמא עולה, כי הרשעה בעבירה על-פי [סעיף 54\(א\)\(2\)](#), תקום רק ממקום בו עשה העבריין מעשי-מירמה ברורים, מצגי-שוא של ממש, פעילות מירמתית ספציפית ולא כאשר הפעילות בפני עצמה אינה מאופיינת במירמה, אלא שנעשתה בכוונה להשפיע על השער. בכך שגה בית המשפט. מקובלת עלינו לעניין זה עמדת התביעה. נפנה שוב לפרשת **מרקדו**, שהוזכרה מספר פעמים:

**"כאשר פעולה במסחר נחזית על פניה להיות כשרה, דברים שבלבו של העושה הם שהופכים אותה לאסורה. השתתפות במסחר שנעשית במטרה להשפיע על שער נייר ערך כתכלית העומדת בפני עצמה, ובלו**



**שתשקף ביקוש או היצע כנים, היא פסולה, בעוד שאותה פעולה ממש,  
אילו נעשתה שלא מתוך אותה מטרה, לא היתה נחשבת לפסולה".**

האמירה דלעיל ברורה ואינה טעונה פרשנות. יחד עם זאת, אין ספק שהיעדרה של פעולת מירמה "חזיתית", המדברת בפני עצמה, מקשה את הוכחתם של ה"דברים שבליבו של העושה". לעניין זה אין שוני בין הוכחת כוונה בעבירה, נושא הדיון הנוכחי, לבין הוכחת הכוונה בכל עבירה פלילית אחרת. הוכחת הכוונה לעולם מוטלת על התביעה, והנטל עליה בהכרח כבד יותר כאשר המעשים יכולים להתפרש במספר דרכים. לענייננו, מסקנתו של בית-משפט קמא כי הכוונה לא הוכחה, נשענה על הקביעה כי פעילות המשיבים במהלך יום ההחלפה (31.7.01) היו פועל יוצא של מדיניות ניהול הסיכונים, וכן על הקביעה בדבר תקלת המחשב וכשל שוק, שבעקבותיו ספר הפקודות היה ריק. זו כמו זו, קביעה עובדתית מובהקת. אין ספק כי קביעה הפוכה, לפיה ידעו המשיבים כי הם עובדים מול ספר פקודות ריק, היתה מביאה לתוצאה שונה. כפי שכבר הבהרנו, עיתוי פעולתם של המשיבים בשניות האחרונות למסחר אינו מצביע בהכרח על כוונה להשפיע על השער. נזכיר בהקשר זה, כי המדינה לא ערערה על הכרעתו של בית-משפט קמא בשני האישומים הנוספים, שנסבו על פעולה בשניות האחרונות בימי-פקיעה או החלפה.

צירוף הנתונים דלעיל, קרי - הקביעה העובדתית לפיה עצם הפעולה בשניות האחרונות עדיין אינה ראייה לקיום כוונה פלילית, וממצא עובדתי נוסף לפיו לא היו המשיבים מודעים לכך שספר הפקודות ריק, על רקע ממצאי האחרים של בית-משפט קמא, סותם למעשה את הגולל על הערעור.

ההיבט הנוסף עליו הושם דגש, עניינו הטענה לפיה העניק בית המשפט מעין חסינות לשחקני המעו"ף מפני עבירת המירמה הנטענת, והתיר להם לבצע מניפולציות, ועם היתר זה לא ניתן להשלים.

איננו סבורים, כי זו המסקנה העולה מפסק-דינו של בית-משפט קמא, ומכל מקום, זו וודאי אינה ההלכה. שחקני המעו"ף כמוהם ככל פעיל אחר בבורסה, אמורים לפעול ביושר ובהגינות ולא מתוך מטרה להעלות את השער. אולם, בדרך לקביעה כי פעלו מתוך כוונה פלילית - על בית המשפט לשקלל, בין יתר הנתונים, את מאפייני שוק המעו"ף ואת ההשלכות שיש לכך להוכחת הכוונה.

ההיבט האחרון עניינו הכוונה הנדרשת. כפי שצינו בגוף פסק הדין, אנו מוכנים לצאת מנקודת הנחה כי מטרה מעורבת, הכוללת רכיב של רצון ממשי של צד לעיסקה להשפיע על השער, תביא להרשעה. אולם, אין להחליף בין רצון לרווח לרצון להשפיע על השער. הרצון להרוויח הוא לגיטימי ונשמת אפו של כל מסחר, לרבות סחר במניות. המטרה "בליבו של העושה" אותה יש להוכיח, היא רצון להעלות את השער. מטרה זו לא עלה בידי המדינה להוכיח.

הערעור נדחה.

ניתן היום ו' כסלו, תש"ע (23 בנובמבר 2009) במעמד הצדדים.

ד' ברלינר 54678313-70384/08

תחיה שפירא, שופטת

עוזי פוגלמן, שופט

דבורה ברלינר, נשיאה

אב"ד

נוסח מסמך זה כפוף לשינויי ניסוח ועריכה

הודעה למנויים על עריכה ושינויים במסמכי פסיקה, חקיקה ועוד באתר נבו - הקש כאן