

בבית המשפט המחוזי בירושלים

10.4.1994

חלק ב

ת"פ 524/90

- בפני כבוד השופטת: מרים נאור
- המאשימה: מדינת ישראל
ע"י עוה"ד: מ. לדור; י. כהן; ג. הוכוולד
- נגד
- הנאשמים:
בנק לאומי: 1. בנק לאומי לישראל בע"מ
3. מרדכי בן מנחם איינהורן
4. חיים בן שמואל בוקסבום
- ע"י עוה"ד: י. קנטור; א. סלונים; ג. אדרת מ. הרצוג דן בן אליעזר בבלי
ע"י עוה"ד: ח. מלצר; ד. שיינמן; ד. פדר; א. ברק
- בנק הפועלים: 7. בנק הפועלים בע"מ
8. גיורא בן יוסף גזית
9. אמנון בן יעקב שדה
ע"י עוה"ד: מ. קירש; י.ע. בן פורת; ד. שיינמן; ר. בר; נ. נגב
- קבוצת דיסקונט: 12. בנק דיסקונט לישראל בע"מ
13. אי.די.בי. חברה לאחזקות בנקאיות בע"מ
14. רפאל בן ליאון רקנאטי
15. אליהו בן-ציון כהן
16. אודי בן רפאל רקנאטי
17. רפאל בן יחזקאל בן ברוך
ע"י עוה"ד: ד"ר א. גולדנברג; א. וגמן; ד"ר א. קלגסבלד; ב. אוקון
- בנק המזרחי: 19. בנק המזרחי המאוחד בע"מ
20. אהרון בן יצחק מאיר
21. דב בן אברהם נווה
- ע"י עוה"ד: י. ארנון; ב. טל

כתב האישום לוקה איפה במידה לא קטנה של אי בהירות. כשאדון באישום השלישי אעמוד על כך שיש לעסוק רק בעבירה בה הואשמו הנאשמים לענין האישום השלישי המצריכה כוונה לרמות, ולא בעבירות אלטרנטיביות שהועלו בסיכומים.

בסופה של הדרך - כך נראה - נחזור ונתמקד לענין האישום השלישי בעסקאות

הספציפיות שסביב מאזני 81 ו-82. ייתכן וזו היתה גם כוונתה המקורית של התביעה בכתב האישום. בתשובת דיסקונט לאישום, סעיף 83 נאמר:

"בין I.d.b. ובנק דיסקונט לבין בנק לאומי קיימים יחסי גומלין רבי שנים שהתבטאו גם ברכישות הודיות של מניות הצדדים. עסקאות אלה נעשו בזמנים שונים, בין היתר בסמוך למועדי הדוחות הכספיים, לצרכים שונים. בתקופה הרלוונטית לכתב האישום נעשו עסקאות אלה בעיקר לצרכי הויות, לשם פיזור בהחזקת המניות, מניעת הפחתת הון כלכלית, שיפור יכולת ההפצה והשיווק של מניות כל צד באמצעות משווק נוסף ועל מנת להשיג תוצאה לגיטימית של החזקות עצמיות מוקטנות ביום הדוחות הכספיים.

בין I.d.b. ובנק דיסקונט לבין בנק לאומי התקיימו גם הבנה וגם רצון כי במידת האפשר יבוא כל צד לקראת האחר בכל הקשור להחזקת מניות של כל צד בידיו. כשהגיעה האחזקה שבידי בנק לאומי לשיעור שחייב גלוי על פי החוק, הוא פורט בתשקיפים של I.d.b. מיום 30.11.76, מיום 28.2.77 ומיום 29.7.78 והיה ידוע לרשויות הנוגעות בדבר.

עסקאות אלה נעשו גם בדרך של רכישה הודית על ידי כל צד של מניות משנהו בסכומים דומים ("החלפה") עסקאות אלה שונות בתכלית מן העסקאות המתוארות בכתב האישום, לגביהן נטען כי ניתנה התחייבות

לרכישה חוזרת של המניות שהוחלפו ('התחייבות להחלפה חוזרת')."

ישנה איפוא, הסכמה לכך שעסקאות נעשו גם בהקשר למועדי הדוחות הכספיים, אך הטענה היא שהמכירות היו שלמות ומלאות, ללא התחייבות להחלפה חוזרת.

בטרם אכנס לפרטי העדויות בנושא ההחלפות, מתבקשות תחילה הערות בעלות אופי כללי.

ההגיון המשפטי (להבדילו, לענין זה מההגיון הלא משפטי) "סובל" קביעה שבקבוצה אחת (לאומי) ייקבע שהיתה בצד ההחלפות התחייבות להחלפה חוזרת, ולגבי קבוצה אחרת (דיסקונט) ייקבע שהדבר לא הוכח. ההגיון המשפטי "סובל" זאת כשיש שוני בראיות הקבילות. המשפט "סובל" אי קונסיסטנטיות כזו. לאחר עיון בראיות הגעתי לכלל מסקנה שאי קונסיסטנטיות איננה קיימת. בשני הבנקים המכירות לא היו מכירות, ונלוותה להן הסכמה להתחייבות להחלפה חוזרת. אני מבקשת עם זאת להדגיש כי הזהרתי את עצמי שלא "להעתיק" את המסקנות ממה שנקבע לגבי בנק לאומי אל נאשמי קבוצת דיסקונט. עניינם נבחן בחינה נפרדת.

הבחנתי לעיל בין השאלה הכללית מה גודלו של מלאי הויות, לבין השאלה מה התחייב מכך רישומית. עוד הבהרתי כי מבחינה כלכלית (לצורך האישום הראשון) אין זה מעלה או מוריד אם קבוצת דיסקונט מחזיקה מניות של עצמה או מניות של בנק לאומי.

בשאלת גודלו האמיתי של מלאי הויות ישנה משמעות לעדותו של אודי רקנאטי.

בהודעתו במשטרה של אודי רקנאטי (ת/128 עמוד 2) נרשם מפיו בתשובה לשאלה

"... באותה תקופה (ספטמבר אוקטובר 1983) קבוצת בנק דיסקונט קלטה הצעים של

הצבור במניות דיסקונט I.d.b. - כאשר בשיא ב-6.10.83

הסכומים הגיעו קרוב ל-200 מליון דולר."

גירסת התביעה בנספח ב' לכתב האישום היתה שמלאי הויות של מניות דיסקונט

היה, ביום האחרון כ-94 מליון דולר, ושל מניות I.d.b. כ-110 מליון. סכומים

אלה מגיעים קרוב ל-200 מליון, והם כוללים בתוכם את המניות של הקבוצה שהיו

בחזקת בנק לאומי.

דברם אלה שאמר אודי רקנאטי במשטרה יש בהן תמיכה חזקה לגרסת התביעה שהמלאי של הקבוצה כלל את מניות הקבוצה שבידי בנק לאומי. אודי רקנאטי, שנותר בימים האחרונים בארץ לבדו, כשאביו ואלי כהן בחו"ל, דווח לאביו יום יום על המלאים. יש להניח שאותו שבוע של חודש אוקטובר הוא שבוע

שלא במהרה יישכח ממנו. הסכום בו נקב כמלאי שהיה בשיא חייב, לכאורה, מתן הסבר עוד בחקירתו הראשית. עמדתו כבר על כך שפרקליטי קבוצת דיסקונט נכנסו (כשבחרו לעשות כן, בהקשרים שונים) לפרטי הפרטים של עניינים רבים ומגוונים. אם השאירו אבן כלשהי לא הפוכה אין זה מקרי, ואינני מייחסת להם - בודאי לא בנושא בו עסקין - שכחה והעדר תשומת לב. הנושא של הסכום הקרוב ל-200 מליון דולר עלה, מכל מקום, לראשונה בחקירתו הנגדית של אודי רקנאטי, ושב ועלה בחקירתו החוזרת. בחקירתו הנגדית אמר, בתשובה לשאלה, שאין הוא זוכר אם המספר בו נקב כלל או שלא כלל את המניות שבבנק לאומי, וכשנשאל מדוע כלל "בטעות" את המניות שאצל בנק לאומי השיב שאין הוא יודע האם נקב במספר על סמך זכרונו, או מקריאת מסמך (19120-19121, 19930-19933). תוך חקירתו הנגדית של רקנאטי העיר עו"ד גולדנברג, (דבר שגרר מחאות נמרצות מאגף התביעה) שיהיה מענין לשאול את רקנאטי האם החוקר הציג בפניו משהו, וזאת משום שעו"ד גולדנברג יודע מה החוקר הציג בפניו. בהעדרו של רקנאטי שהוצא מהאולם נטען שהחוקר הציג בפניו את הטבלאות שנערכו בוועדת החקירה. בא כח התביעה הגיב באומרו שהוא אינו מודע לכך שהונח

בפני רקנאטי מספר כזה או אחר, ולגרסת התביעה המספר לקוח מזכרונו של רקנאטי. הענין חזר בחקירתו החוזרת של רקנאטי, שנשאל איזה נתונים היו בפניו באותה עת. רקנאטי השיב שהוא מניח שהוצגו לו נתונים. כי לא הביא אתו נתונים לחקירה, ואינו זוכר אם הנתונים היו "בדף בודד או בכריכה עבה", אך הוא זוכר במפורש בהציגו לו נתונים (19983-19985). הערתי עוד במהלך הדיון (19989) כי ניתן היה להזמין את מי שחקר את אודי רקנאטי (החוקר שורצמן) לעדות במסגרת פרשת התביעה (הודעותיו של רקנאטי היו בין המסמכים שהוגשו בהסכמה, ללא חקירה נגדית), וניתן לזמנו גם כעד הגנה. ההגנה נמנעה מלעשות כן, וטעמיה בודאי עמה. הקטע שצטטתי מדברי רקנאטי נראה כחלק מרצף, כפי שאדם שחי לפי תומו ומזכרונו, וללא מסמכים. בהקשרים אחרים בחקירות המשטרה בפרשה זו כשהוצגו לעדים מסמכים, לרבות טבלאות שונות, הדבר קיבל ביטוי מפורש בכתובים. ההמנעות מלהזמין את שורצמן לעדות - בין כעד תביעה ובין כעד הגנה, מדברת בעד עצמה, וכך גם הטקטיקה שנקטה בנושא, הכל כמתואר לעיל. מסקנתי היא שאת המספר של קרוב ל-200 מליון אכן הביא עמו אודי רקנאטי מזכרונו, כמספר שלא במהרה ישכח ממנו, כפי שהעיר עו"ד לדור. מספר זה בו נקב רקנאטי הוא נתון רב משקל כשבאים להעריך את העדויות בשאלה האם על פי ההשקפה בזמן אמת כלל "המלאי" את המניות שבידי לאומי.

אין זה הנתון היחיד מזמן אמת:

מסמך אחר מזמן אמת הוא ת/100. זהו מזכר בכתב ידו של אלי כהן נושא תאריך

21.2.83. במזכר נרשם:

"... ביום 17.3.83 מכרנו לבנק לאומי 23,426,408 שקל ע.ג. מניות

דיסקונט ורכשנו מבנק לאומי 35,241,000 שקל ע.ג. מניות סטוק בנק לאומי.

כתבי עת:

["גרוס, "ההון העצמי בחברה כ"כרית", עיוני משפט, כרך יג \(תשמ"ח-תשמ"ט\) 439](#)

[אוריאל פרוקצ'יה, "כללים אופטימליים לשמירת ההון", משפטים, יד \(תשמ"ד-תשמ"ה\)](#)

הוסכם עם מר אשל שעם בצוע החלפה חוזרת של הכמויות הנ"ל יעשה חישוב ואם יתברר שנוצר הפרש כלשהו תעשה התחשבות לגבי ההפרש"

חקיקה שאוזכרה:

[פקודת הבנקאות, 1941: סע 8, 14א', 14ב', 14\(א\), 14\(ב\), 161, 139,](#)

[חוק העונשין, תשל"ז-1977: סע 424\(1\), 424, 424א'](#)

[פקודת החברות \[נוסח חדש\], תשמ"ג-1983: סע 139, 151,](#)

[חוק סדר הדין הפלילי, תשכ"ה-1965](#)

[פקודת פשיטת הרגל \[נוסח חדש\], תש"ם-1980](#)

ספרות:

[אוריאל פרוקצ'יה, דיני חברות חדשים לישראל \(1989\)](#)[ש"ז פלר, יסודות בדיני עונשין \(כרך א, תשמ"ד\)](#)[א' ברק, פרשנות במשפט, כרך ב, פרשנות החקיקה \(התשנ"ג\)](#)[א' ברק, פרשנות במשפט, כרך א, תורת הפרשנות הכללית \(1992\)](#)**חלק אחר מהמוצג ת/100 הוא מזכר נוסף (אליו מצורף המזכר המצוטט) המופנה למר**

גרשון פרנס, בו כותב אלי כהן:

"שמור אצלך המזכר הרצ"ב ודאג לביצועו בבוא העת. תקריא אותו לאשל ותגיד (?): לו שגם הוא יכין מזכר דומה עבור תיקיו."

נזכיר כאן שמר אשל הוא איש מחלקת ניירות ערך של בנק לאומי, שהעיד כעד תביעה. כשמר אשל העיד הוא לא נשאל על ידי באי כח קבוצת דיסקונט דבר לענין מזכר זה (ראה חקירתו בעמודים 611-622). מר פרנס הוא איש בנק דיסקונט, והצדדים הגיעו להסכמה פרוצדורלית שלא להעידו, ובמקום זה להגיש מסמכים שונים שערך (ראה ההסכמה הפרוצדורלית שסומנה כת/227).

המסמך ת/100 לכאורה מדבר בעד עצמו, ומצביע על כוונה להחזיר את המניות "בבוא העת" תוך התחשבות. אלי כהן אכן אמר בעדותו כי ברור לו שביסוד המזכר ישנה הסכמה להחלפה חוזרת ולהתחשבות, אלא שעסקה זו היא חריג (1814). בפועל - כך הסביר - לא היתה התחשבות משום שהמניות לא הוחלפו חזרה (1815). נעיר כאן כי הסיבה לכך שבעסקה זו ואחרות בשנת 83 לא היתה החזרת מניות (למעט ענין אחד שנעמוד עליו) הוא ששנת 1983, שנה בה הצטברו מלאים בהדרגה, לא היתה זמן מתאים ל"החזיר" את המניות, ועל ידי כך להגדיל את מלאי מניות הקבוצה המוחזק בידיה.

מסמך זה מזמן אמת מוסבר איפוא על ידי כהן כחריג, ולא כחלק מ"שיטת" ההחלפות. כהן הסביר בעדותו כי במרץ 1983 עמד לפרוש חגואל שהיה ראש מחלקת ניירות ערך, ולא היה משהו מעליו, וחגואל עצמו כבר לא היה פעיל. בנסיבות אלה, כך סיפר כהן, פנה אליו מר אשל מבנק לאומי שלא

היתה לו כתובת אחרת, והציע למכור מניות לאומי של 20 מיליון דולר, ומצדו הוא מוכן לקנות מניות. I.d.b באותו סכום. כהן הציע שבתמורה יקנה אשל זווקא את מניות דיסקונט, אך אשל עמד על כך שהוא רוצה את מניות i.d.b, והתרצה לקנות את מניות דיסקונט כך שעם בצוע החלפה חוזרת תעשה התחשבות. כהן לא רצה, כך אמר, התחשבות אלא עסקה שלמה, אך "בשיקולים שונים הסכמתי בתנאים שקבע אשלי" (ראה 1812-1814). על כל דו השיח המתואר כאן, לרבות הרעיון להנהיג כחריג (על פי הנטען) התחשבות חוזרת - לא נחקר אשל כאמור. אשל הזכיר בעדותו רק את בן ברוך כמי שהיה לו קשר עמו בנושא ההחלפות.

השאלה היא האם צודק כהן בעדותו שעסקת מרץ 1983 לגביה ישנה "ניירת" (ת/100)

הינה חריג לכלל, או שעסקה זו מצביעה על הכלל עצמו (דהיינו - על הסכמה בעת ביצוע העסקה על החלפה חוזרת). לשונו של המסמך מצביעה, לכאורה על חלק משגרה, ולא על חריג. לכאורה - אם היה מדובר בעסקה חריגה לא היה מקום לנקוט לשון של "עם בצוע החלפה חוזרת", שהיא לשון שגרה, אלא בלשון הסבר יותר מפורט במה דברים אמורים. היה מתבקש איפוא שקבוצת דיסקונט תעמוד על עדותו של פרנס הנזכר בת/100 (בין כעד תביעה ובין כעד הגנה). עדותו נדרשה לכאורה לשיטתם, שת/100 הינו חריג,

ואינה דרושה לשיטת התביעה, משום שהלשון אינה מצביעה על חריג. זאת ועוד: בן ברוך, כשהעיד מה שהעיד על ההחלפות, הזכיר, בכמה הקשרים, לא תמיד ביוזמתו שלו, משום שלעתים דבר סתמית על "ניירות ערך" שמי "שעושה את העסקאות הוא פרנס" (ראה: 20386, 20387, 20388, 20420). הדברים מתיישרים (לענין פרנס) היטב עם מה שאמר שורץ (עמוד 4127) שבהחלפות טיפל אגף החשבות (בכך כופר בן ברוך, ובחקירה החוזרת היה שורץ מוכן לאשר החשבות רק ראה את תוצאות הפעולה - 4276-4277) ומחלקת הנהלת חשבונות של ניירות ערך (קרי, בלא שהוזכר כאן השם - פרנס).

אי העדתו של פרנס למרות מה שמתבקש מנקודת הראות של קבוצת דיסקונט אינו נוגע רק למסמך ת/100.

אלי כהן טען, כללית, בעדותו כי לא היה מעורב בכל עסקאות ההחלפה. עד שנת

1981 היו העסקאות "נסגרות" בין רקנאטי (כנראה - דניאל רקנאטי) ויפת (18106). מאפריל 1981 - כך אמר, אין הוא מעלה על דעתו שעסקה כזאת היתה נעשית על ידי מחלקת ניירות ערך בלי לדבר איתו אם מדובר בעסקה מהותית, אך "יכול להיות" שבעסקה קטנה - כן (18107).

לדבריו בדיעבד (בעת דיוני ועדת בייסקי) מצא שהיו מקרים בהם נעשתה החלפה חוזרת. אם לכהן עצמו אין כטענתו מידע מלא על ההחלפות שוב מתבקש היה שקבוצת דיסקונט תעיד את פרנס, או אדם אחר ממחלקת ניירות ערך. קשה היה שלא להתרשם כי לענין ההחלפות נוהל בפרשת ההגנה משחק מחבואים זהיר: אשל לא נחקר על כך שת/100 היתה עסקה "חריגה", פרנס או אנשים אחרים במחלקת ניירות ערך לא הובאו לעדות. חקירתו החוזרת של שורץ בענין ההחלפות היתה קצרה ונגעה לבקשה לאשר שאגף החשבות (קרי - בן ברוך) ראה רק "עסקאות מוגמרות". גם הסיבות להחלפה למעט שתי עסקאות ספציפיות עליהן העיד כהן בפירוט, זו של מרץ 1983 וזו של יוני 1983 שעוד תוזכר - נשארו, לכאורה בגדר חידה שאין חושפים את התשובה לה בהעדר ידיה. הדגשתי, בהקשר אחר כי בנושא תלונות המתלוננים טרחה קבוצת דיסקונט להביא כמעט כל פקיד שהיה מעורב באופן כלשהו בענין נשוא התלונה. בעניינים רבים נוספים הביאה פרטי פרטים, לרבות שחזורים לגבי מה שהיה ידוע בזמן אמת. נוכח כל אלה "חידת" ההחלפות יוצרת תמונה לא אמינה. קשה לקבל שמתכונת ההחלפות היתה פעילות עצמאית של גופים אנונימיים "מחלקת ניירות ערך". אינני מקבלת את דברי כהן כי לא עלה בידו בהקשר זה (ראה למשל 19311) "לשחזר" את ארועי ההחלפות.

הוא גם לא פירט במידה מספקת מה מאמצי השחזור שנעשו. תמונה לא אמינה

איננה תחליף לראיות מצד התביעה, אך "עצמת" הראיות הנדרשות משתנה בענין שהוא

בידיעתו היחודית של צד. ת/100 מהוה, כאמור ראייה "מתכונת" של החלפות עם החלפה חוזרת. אני קובעת, איפוא, כי ת/100 מצביע, כפי שגם עולה מנסוחו על שיטה, ואין הוא חריג. יתכן - וזו השערה בלבד - שהפעם הועלתה העסקה על הכתב (בפתק, ולא - חלילה, בחוזה מסודר) מפני שבנגוד לעבר לא הצטיירה כוונה להחזיר את המניות המוחלפות בטווח הקרוב. ת/100 מצביע על שיטה, שיטה שסיכומה הסופי הוא בדברי אודי רקנאטי - שלקבוצה היו, כאמור, בעת המשבר מניות בסך 200 מיליון דולר, כלומר - כולל המלאי המוחזק על ידי לאומי.

למעלה מן הצורך אעיר כמה הערות משלימות לגבי השאלה הכללית האם מלאי הויסות

כלל את המניות שבידי בנק לאומי:

אינני מייחסת חשיבות לדוחות ההחזקה שהכין מר שורץ (ראה למשל, נ/352) ומשמעותם, כיוון שמר שורץ לא נחקר על ידי התביעה בענין זה. לעומת זאת אני רואה חשיבות לעובדה שלאחר המשבר, כשכבר לא היה צורך, לשם המשך הויסות, בידיעה היכן מוחזקות המניות (למשל - כדי לשאול אותן במצבי שורט) טורחים הבנקים "לעשות סדר" בשאלה איזה מניות נמצאות בידי מי. המכתב שכתב אשל (ת/17) ביום 28.11.83 מפרט את ההחלפות של 1983 ומסכם אלו מניות נמצאות בידי כל אחד מן הגופים. מכתב זה הינו ראייה נסיבתית כבדת משקל לכך שהעסקאות - לא היו "שלמות", ושעוד יגיע יום "התחשבנות". אם מניות שקנה בנק לאומי מקבוצת דיסקונט הפכו לרכושו המלא של בנק לאומי, מה עניינו של בנק דיסקונט לאחר המשבר במניות אלו ולהיפך? עם התגברות המלאים בשתי הקבוצות במהלך 1983 לא היה "טעם", להחזיר את המניות למקומן. היה עם זאת צורך "בסדר" לאחר המשבר, לעתיד לבוא. דברים אלה עולים בקנה אחד עם מה שכתב עו"ד שר מבנק לאומי לסגן הממונה על שוק ההון בענין היטל שלי"ג לאחר המשבר (ת/438 מיום 14.2.84) עם העתק לבן ברוך "כל הפעולות

שנעשו במהלך שנת 1983 עדיין פתוחות וכל צד מחזיק את הכמויות המקוריות שקיבל

מהצד השני במסגרת ההחלפה". שר לא רק שלח העתק לבן ברוך (ולאשל - בבנק

לאומי). הוא גם ציין במכתבו שההסברים ניתנים על דעת בנק דיסקונט. לבן ברוך לא היה הסבר מניח את הדעת למכתב זה. מקובלת עלי הטענה שצוטטה לעיל מתשובת דיסקונט לכתב האישום לפיה לביצוע העסקאות היו מניעים מגוונים, ולא כולן נעשו לאותה מטרה. מקובל עלי שאחד המניעים היה יצירת "נזילות" בלי שכל אחד מהבנקים יתן סיוע ישיר לרכישת מניות עצמו.

היו להחלפות מניעים שונים, ובדרך כלל, בכפוף להסברים כללים ולדיון מפורט בשתי עסקאות, ממרץ (נשוא ת/100 הנזכר) ומיוני 1983 שעוד תדון, לא נתנה

בעדויות קבוצת דיסקונט תמונה מלאה בדבר מניעי העסקאות השונות. לצורך האישום הראשון מניעי העסקאות אינם מעלים ואינם מורידים, וכאמור, מבחינה כלכלית אין משמעות לשאלה אם היתה או לא היתה התחייבות להחלפה חוזרת.

עסקאות שנעשות סביב מועדי דוחות כספיים או תאריכים "רגישים" אחרים הנעשות לימים ספורים מדברות לכאורה בעד עצמן, ו"החזרת" מלאים בטווחי זמן קצרים מלמדת לכאורה על כוונה מראש לבצע מכר חוזר. נטל לא קל מוטל על מי שטוען אחרת ואינו חושף מדוע עשה מה שעשה.

אלי כהן ציין בעדותו באופן כללי כי עסקאות סביב מועדי דוחות כספיים נעשו לבקשת בנק לאומי, ולטענתו לבנק דיסקונט "לא היתה בעיה" במועדים אלה, משום שהמניות הוחזקו למסחר, והדוחות הכספיים לא היו שונים אם או בלי העסקאות הללו (18110). עוד אמר כי בדיעבד נבדקו עסקאות ונמצא שבפועל היתה החלפה חוזרת לכמה ימים, אך הדבר היה בלי ידיעתו (18111). את עדותו בנקודה זו איני מקבלת כאמור.

לדברי כהן הוא הבין במשפט, כך אמר שבנק לאומי היה מעוניין לעשות "wash" של

המניות לקראת הדוחות. גם בזמן אמת הבין שיש קשר בין מועדי העסקאות והדוחות מנקודת ראותו של בנק לאומי. אשר לבנק דיסקונט - כך הבהיר - הדוחות לא היו נראים אחרת אלמלא המכירה. לענין זה אחזור.

איני מקבלת את הטענה שההסבר האמיתי ל"חידת" ההחלפות מנקודת הראות של קבוצת

דיסקונט הוא רק הענות לבקשת בנק לאומי (ראה 19415). דיסקונט סייע לבנק לאומי, ללא העברת סיכון ותמורת עמלה מסויימת במה שמכונה בכתב האישום "העסקאות החד צדדיות". את העסקאות הדו-צדדיות עשה הבנק כשהדבר היה כדאי גם לו.

גם בעסקה אחרת, שאין עמה על פי הטענה התחייבות להחלפה חוזרת היה אלי כהן

מעורב. המדובר הוא בהחלפת מניות לקראת ה-30.6.83. בעסקה זו היתה, בידיעת כהן, החזרה של חלק מהמניות, לאחר שהסתבר כי בנק לאומי הפך, על פי הטענה מבלי משים לבעלים של 11.5% מזכויות ההצבעה בבנק דיסקונט (18119-18120). החזקת אחוז כזה מחייבת היתר מנגיד בנק ישראל. לגרסת כהן - החלפה חוזרת חלקית זו נעשתה (בדיעבד) באישורו, בלי שכך סוכם מראש, ונעשתה התחשבות. על עסקה זו הרחיב יותר את הדיבור בחקירתו הנגדית (19322 ואילך). בשלהי יוני 1983 נעשתה עסקה חד צדדית על סך 89 מיליון דולר. בשנת 1983 החזיקה חברת N.v. את רוב מלאי הויסות של הקבוצה, מטעמים של שימוש במטבע חוץ. בסוף יוני החזיקה N.v. כמות גדולה של מניות דיסקונט, יותר מאי פעם בעבר. N.v. היא, כזכור, חברת בת של דיסקונט. כהן סיפר כי בשלהי יוני פנו אליהם אנשי בנק לאומי בבקשה שירכשו מניות של הבנק. במקביל נמכרו ללאומי מניות דיסקונט ו-i.d.b. בהקשר זה התבטא כהן באומרו כי בכך "נעלם

הצורך לקראת תאריך המאזן" למכור את מניות דיסקונט חזרה ל-i.d.b. (כזכור הקטינה I.d.b. את החזקתה במניות דיסקונט בשלהי 1982 ותחילת 1983). עסקה זו היתה לדברי כהן עסקה שלמה, ורק בדיעבד הוחזר חלקה, כמבואר. כהן הבהיר גם כי אלמלא ההצעה של בנק לאומי שאפשרה למכור את מניות הקבוצה לזר, היתה I.d.b. רוכשת את מניות דיסקונט, והמניות לא היו נשארות ב-N.v. בתאריך המאזן. לדבריו היה ברור לו שלקראת תאריך המאזן היה צריך לדאוג לכך שמניות דיסקונט לא יוחזקו בחברת הבת של דיסקונט. כשחזר ונשאל מה חשיבותו של תאריך המאזן הבהיר כי "לא נוח לי בתאריך מאזן שחברת בת שלנו תחזיק מניות של הבנק אפילו שזה מלאי מסחרי" (ענין המלאי המסחרי - עוד יובהר). בהמשך, בתשובה לשאלות הבהיר כי מבחינה כלכלית החזקת מניות בידי חברת בת היא הפחתת הון. הבעיה, כך הבהיר בהמשך היתה במישור הכלכלי, אך מכירה זו לא הוותה פתרון לבעיה "חשבונאית" (19330). אמירה זו מעוררת, על פניה, תמיהה: תאריך המאזן הוא תאריך שחשיבותו היא "חשבונאית".

כאן מתחייבת סטייה קלה. נבהיר כאן את הטענה שהושמעה, לפיה הדוחות לא היו "נראים אחרת" גם אלמלא ההחלפות.

זה המקום לקשור, בדומה למה שנעשה בענין בנק לאומי, בין נושא ההחלפות לנושא

הפחתת ההון. אלי כהן עמד בחקירתו הנגדית, ובן ברוך תמך בכך בעדותו שהיתה מאוחרת יותר על התפישה החשבונאית ששררה לדבריו בבנק דיסקונט בזמן אמת: לטענתו החזקת מניות דיסקונט בידי בד"ל שהיא חברת אחות, אינה מעוררת בעיה של הפחתת הון. לא כן כאשר חברת בת מחזיקה במניות חברת האם. כזכור החזיק בנק דיסקונט את מניות חברת האם I.d.b. (בין בעצמו ובין, ב-1983 באמצעות חברת בת של הבנק - u.v.). בשנת 1983 החזיקה N.v. מניות של חברת האם שלה ושל I.d.b.

לתפיסה החשבונאית ששררה על פי הטענה בקבוצת דיסקונט יש קווי דמיון, אך גם קווי שוני לעומת התפיסה אותה ראינו בבנק לאומי. קו הדמיון נוגע לכך שהמניות מוחזקות כ"מניות למסחר". לטענת אלי כהן ובן ברוך התבקש גילוי כלשהו רק במצב בו החזיקה חברת בת החזקה "מהותית" של 10% של מניות חברת האם. לטענתם רק אם אחזקת חברת הבת עולה כדי 10% מסך כל הערך הנקוב של מניות החברה יש להוסיף גילוי (ביאור). בסיכומי הקבוצה (כרך ד' עמוד 148 ואילך) נמנו הקשרים שונים בהם מבחן שיעור האחזקה מחייב גילוי. לשיטה זו - כך הראו פרקליטי הקבוצה בהרחבה בסיכומיהם (ראה נ/377/ד) גם אלמלא נעשו ההחלפות לא היה צורך בשום גילוי. גם לשיטה אפשרית אחרת - שלטענת הנאשמים לא היתה נחלתם שיש למדוד את ה-10% מן ההון המתואם הרי לפי נתונים מזמן אמת בענין ההון המתואם - לא "עברו" הנאשמים את 10%.

אם הקונספציה החשבונאית של הנאשמים בזמן אמת היתה שמלאי מחייב ביאור רק אם

הוא מגיע ל-10% (להבדיל מגישת המומחה החשבונאי מטעם התביעה ד"ר צור ש"אפשר לחיות" עם פתרון שאיננו הפחתת הון, אך יש הכרח בביאור, יהא אשר יהא מספר המניות המוחזקות) - התביעה לא הצליחה להוכיח כי "להחלפות" היתה השפעה על הדוחות הכספיים במובן זה שאלמלא "ההחלפות" היה מתחייב (לפי השקפת הנאשמים בזמן אמת) ביאור, והצורך בו "נמנע" "בזכות" ההחלפות.

אלי כהן, ובעקבותיו פרקליטי קבוצת דיסקונט בסיכומים הרחיבו את הדיבור על טענה זו שאילו היו המניות שהועברו לבנק לאומי "מצטרפות" למלאי שנותר לא היה משתנה דבר בדוחות הכספיים של הנאשמים. בלשון משפטית הטענה היא שההחלפות לא נעשו בכוונה לרמות.

נניח לסיטה ונחזור לעיקר: אני מוכנה לקבל כאמור כי לא הוכח שהמניע

לעשיית ההחלפות מנקודת הראות של בנק דיסקונט היה להמנע מן הצורך בביאור בדוחות בענין החזקת חברת הבת במניות חברת אם. אך לא זה עיקר: הראתי לעיל (תוך אזכור דברי בינו צדיק בנושא עמדתו של כהן להתחייבות בעל פה בעסקת פי.בי) שאם יש התחייבות לרכישה חוזרת - הדבר טעון רישום. השאלה הקרדינלית היא לא מה המניע להתחייבות כזו, אלא האם הועלם הרישום המתחייב ממנה. התוצאה מכך שמניות בנק לאומי רשומות במאזנים בין שאר המניות, בלא ביאור לגבי ההתחייבות להחלפה חוזרת היא שהרישום כפי שהוא איננו משקף נכונה את מצב עסקי התאגיד בנקודה זו. זהו המצב גם בהנחה אותה אין אני מקבלת שההתחייבות להחלפה חוזרת היתה בגדר הענות לבקשת בנק לאומי. גם בהנחה שהקונספציה החשבונאית היתה כנטען על ידי הנאשמים בנושא "עשרה אחוז מהערך הנקוב", - התביעה לא הוכיחה שהדוחות היו נראים אחרת אלמלא ההחלפה שיש בצדה התחייבות להחלפה חוזרת. אלא משנעשתה ההחלפה - הדוחות השנתיים לא שיקפו את ההתחייבות להחלפה חוזרת.

המניע לענין ההחלפות מנקודת הראות של דיסקונט אינו חייב להיות "איפוס"

המלאי; גם "הקטנת" המלאי אותו ניתן "לחשוף" באמצעות הדוחות המיידים ובאמצעות ספרי הבנק היא מניע. ספרי הבנק פתוחים בפני בנק ישראל ורואי החשבון החיצוניים והפנימיים. כשלקבוצת דיסקונט לא היה ענין בהחלפה - היו רק עסקאות חד צדדיות. ההחלפות לא נעשו בלי אינטרס. האינטרס האמיתי אינו נחשף. עמדתי על כך שבאמצעות הדוחות המיידים יכול היה משקיע מתוחכם ללמוד מהו מלאי הויסות של קבוצת דיסקונט (למעט המלאי השנוי כאן במחלוקת - המניות שבידי בעלי לאומי). ממאמרו של פרופסור אמיר ברנע נ/98/ד, ניתן ללמוד שברנע עשה שימוש כזה. קבוצת דיסקונט רצתה לעשות ככל יכולתה כדי שמלאי הויסות האמיתי לא יודע ברבים. עמדנו על כך שהיועצים לא קיבלו מידע על מלאי הויסות, למרות שלגרסת הקבוצה זהו מידע ציבורי. אלי כהן, כשהעיד על

עסקת 30.6.83 הבהיר כי היה לו "לא נוח" ש-30.6.83 (ולמרות שבדו"ח החצי שנתי

אין ביאורים) תחזיק חברת הבת במניות חברת האם. אם אין חובת גילוי של המלאי בגלל שאיננו "מהותי" או בגלל שאין צורך ממילא בביאור - מדוע קיימת אי נוחות כזו? אלי כהן לא הסביר. התשובה נעוצה בדוחות המיידים ובספרי התאגידים עצמם. מן הדוחות המיידים יכול היה משקיע מתוחכם ללמוד על מלאי הויסות. קבוצת דיסקונט צודקת בטענתה שניתן ללמוד במיוחד אצלה, משגולו שמות החברות המווסתות - על מלאי הויסות. התביעה לעומתה לא נתנה את הדעת כנראה לפני המשפט לדוחות המיידים, וטענה במהלך עדויות רבות שאין לדוחות משמעות. החובה לדווח באופן שניתן ללמוד ממנו על המלאים של

הקבוצה בדוחות היא, לדעתי אחד המניעים לכך שבמועדים רגישים לא היה "נוח" בלשונו של אלי כהן להחזיק מלאים. המשקיעים יכלו לערוך לעצמם נתוחים כלכליים של משמעות גודלו של המלאי. אפילו סבר כהן כי למשמעות כלכלית זו אין צורך ליתן ביטוי רישומי בדרך של הפחתת הון או ביאור (בכפוף לענין המהותיות), הוא לא רצה "לחשוף" או לאפשר חשיפה של המשמעות הכלכלית, כך לאורך תקופה ארוכה ב-1983 בה המניות לא "חזרו", וכך במועדים ה"רגישים".

אני מוכנה להניח לטובת הנאשמים שסברו בתום לב שבמאזן חצי שנתי שלא היו בו באורים במשק ככלל, ואפילו לגבי ענין קרדינלי כמו ביאור אינפלציוני - לא היה צריך לכלול ביאור בענין התחייבות להחלפה חוזרת. החשש האמיתי במאזן החצי שנתי לא היה שההתחייבות תחשף דרך המאזן. החשש היה שגודל המלאי האמיתי ייחשף בדוחות המיידים. לא רק גודל המלאי אלא גם מקום המצאו - בחברת בת של דיסקונט וחברת נכדה של I.d.b. חברת n.v. . לא בכדי לא נעשו "החזרות" של ההחלפות במהלך 1983. לא התעלמתי מטענת הנאשמים לפיה החלפות ש"חזרו" חייבות להתבטא שוב בדוחות המיידים. אך אלו אינן "חייבות" לחזור באותו דוח שבועי בו נראה לכאורה "הקטנה" של המלאי. הנאשמים הגישו את הדוחות המיידים

הנוגעים לעסקה מה-30.6.83 (נ/461/ד). ממסמך זה לא נלמד על גידול מחודש של המלאי. אני מניחה כי בשבוע שלאחר מכן יש ביטוי להחזרה (מה שקרוי לענין עסקה זו הביטול מדעיקרא). אך בתאריך ה"רגיש" עצמו, היכול לעורר תשומת לב של אנשים כמו פרופסור ברנע, המלאי מוקטן. הנאשמים לא הואשמו בענין אי רישום נכון בדוחות המיידים. התביעה טענה לאורך דרך ארוכה שאין ליחס משמעות לדוחות אלה.

למעשה לא נרשמו בספרים ההתחייבויות להחלפה חוזרת, וכפועל יוצא מכך לא העבירה מזכירות הבנק העורכת את הדוחות המיידים מידע על המלאי הנכון במסגרת הדוחות המיידים. עם העברת המלאים ל-N.v. ב-1983, ועם התגברות המלאים היה

לקבוצת דיסקונט ענין בכך. בכך לא הואשמו הנאשמים, אך יש לענין חשיבות לכך גם במסגרת בה הואשמו. כאמור אלי כהן סתם ולא פירש כשהעיד על העסקה של שלהי יוני 83' מדוע אין זה "נח" שבמועד המאזן תחזיק חברת הבת במניות חברת האם, אפילו אם החזקה זו, לפי ה"קונספציה" שנטען שהחזיקו בה איננה מביאה לשינוי כלשהו במאזן. בתשובה לאישום היתה כאמור הסכמה לכך שההחלפות נעשו גם לשם "מניעת הפחתת הון כלכלית" ו- "על מנת להשיג תוצאה לגיטימית של החזקות עצמיות מוקטנות ביום הדוחות הכספיים...". ה"תוצאה" הושגה על ידי ה"החלפות". התחייבות להחלפה חוזרת לא נרשמה בספרים, וגם לא במאזן. פרקליטי הקבוצה מסכימים, כאמור, שאם יש (ולטענתם - אין) התחייבות להחלפה חוזרת, לשיטתם הדבר מצריך ביאור בדוחות שנתיים. ביאור כזה אינו בנמצא. הכוונה לרמות הנדרשת, כפי שעוד יפורט, בעבירה נשוא האישום השלישי קיימת - הרצון למנוע גילוי של כמות המניות של חברת האם שבידי חברת הבת, שהיא גם לשיטתו של אלי כהן "הפחתת הון כלכלית".

אומר כאן ברורות: הקונספציות החשבונאיות שתוארו כאן אינן נראות לי כשלעצמן. אני סבורה שאובייקטיבית צודק ד"ר צור באומרו שהחזקת מניות של חברת אם בידי חברת בת טעונה גילוי. גם בבנק לאומי בזמן אמת היתה הסכמה בענין

הצורך בגילוי של סיטואציה זו, ורק בדיעבד חקירה במשטרה ובמשפט נעשה בעדויות נסיון "להתקרב" לטענות נוסח קבוצת דיסקונט. הוגשו גם במשפט כראיה דוחות של חברות אחרות בהן מופיע גילוי כזה. במשפט פלילי עסקינן והראיות בדבר מה שדובר בזמן אמת הן דלות. יצאתי לענין ה"החלפות" מטעמי זהירות מכל ההנחות הנוחות לנאשמים בענין מה שסברו סובייקטיבית בזמן אמת: שרק מלאי "מהותי" טעון גילוי (כשלענין זה אין חשיבות מהו מבחן המהותיות); שהביטוי החשבונאי הנכון לרישום עסקאות מן הסוג בו עסקינן הוא רישום ביאור בענין התחייבות להחלפה חוזרת (כשלענין זה יש אחיזה בניסוח כתב האישום ובעדותו של ד"ר צור מעדות ברמן (15959) עלה פעם אחת אחרת - שיש להתעלם מעסקה כזו) שלא היה צורך לכלול באור כזה בדוחות חצי שנתיים. בכל ההנחות הללו - עדיין במאזני 81' ו-82' ישנו רישום כוזב במסמכי התאגיד בנושא ה"החלפות". ישנו, לאורך כל הדרך רישום כוזב בספרי הבנק וכפועל יוצא מכך בדוחות במיידים, אך בענין זה לא הואשמו הנאשמים.

אעיר כאן בבחינת למעלה מן הצורך שהתביעה האשימה את כל הנאשמים בעבירה אחת של רישום כוזב במסמכי תאגיד, ולא במספר עבירות, כמספר הדוחות. בדיון הנפרד באישום השלישי (השער החמישי

להכרעת דין זו) אדון בעיקר (ולא בפרטי הפרטים). נושא ה"החלפות" הוא פן אחד של הנושא הרחב יותר: אי גילוי משמעויותיו של הויסות. בכך נדון, כאמור, לגבי כל התאגידים במשותף באישום השלישי.

סוף דבר בנושא ה"החלפות" והרישום בקבוצת דיסקונט: הראיות שהובאו הן דלות וכאמור - בלתי אמינות. כל העיסוק ב"החלפות" לבש צורה של משחקי מחבואים. גם בכל ההנחות הנוחות לנאשמים מהן יצאתי מטעמי זהירות בשל דלות הראיות בדבר ה"קונספציות" בהן דגלו (ומבלי שתשמע מכך הסכמה לנכונותן) מסתבר כי במאזני 81 ו-82 נעשה רישום כוזב. זהו ביטוי אחד לענין רחב יותר, עליו נעמוד כאמור בענין האישום השלישי, והוא "משתבץ" בתמונה הכוללת.

ד. בנק המזרחי המאוחד בע"מ

1. הערות כלליות

בנק המזרחי המאוחד בע"מ (בפרק זה - "הבנק") הוא הרביעי בגודלו מבין הבנקים הנאשמים, והוא נחשב בעת הרלבנטית לבנק קטן יחסית. הרוחיות בתקופה הרלבנטית בבנק זה היתה טובה יותר מאשר בבנקים אחרים, ועל כך נעמוד להלן בנפרד כשנדון בשאלת הנתק. התשואות ש"נתנו" המניות היו, גם כן, גבוהות משל שאר המניות. מבלי להכנס למחלוקת לא משמעותית על המספרים המדוייקים, אפנה לענין זה לטבלה שהגיש הבנק עצמו, נ/29/מ ממנה עולה כי התשואה הראלית ב-80' היתה של 47.2 אחוז, ב-81' 33.4 אחוז, ב-82' 33 אחוז. לגבי תשעת החדשים הראשונים של שנת 83' לא מופיע נתון בטבלה הנזכרת. התביעה חשבה בסכומיה שהתשואה לתקופה זו היא 35 אחוז. גרף התשואות של בנק זה נראה, בעליל בנספח א' להכרעת דין זו, מעל לקו הכמעט משותף של שאר הבנקים.

ייחוד אחר של הבנק מתבטא בכך שתמונת ההתערבות בו משתנה, כפי שיפורט לעיל,

במהלך התקופה. נבחין להלן בין כמה תקופות משנה, ובמאפיינים יחודיים בתקופות

המשנה כלפי הבנקים האחרים. נראה גם כי בבנק זה הועלו על הכתב (אם כי לא

תמיד) דבריהם של המצדדים בויסות ומתנגדים להם, בצורה יחסית מפורטת. התעוד המרובה יחסית שקדם להחלטות שונות, וכן שינויי נוסח מעת לעת בתשקיפים שהוציא הבנק, יש בהם כדי ללמד ביתר קלות (לא בכל ההקשרים, כפי שנראה) על העובדות לאשורן, ועל הלכי הרוח בזמן אמת.

הראיות הנוגעות לבנק הינן, יחסית "קומפקטיות". היה מספר מצומצם של עדי

תביעה, שנחקרו, יחסית בקצרה, בחלק מהעניינים היו הסכמות דיוניות בדבר הגשת מסמכים בהסכמה. כעדי הגנה התייצבו הנאשמים מאיר ונוה בלבד (להלן, בפרק זה, "הנאשמים").

קשה שלא להעיר, כבר בשלב זה, ובטרם אכנס לגופם של דברים, שתי הערות מרכזיות

בענין דרך ניהול ההגנה של בנק המזרחי.

ההערה הראשית נוגעת לנסיון שתחילתו בתשובה לאישום (סעיף 3' בעמוד 3) והמשכו בחקירת עדי התביעה לטעון לתמונה "דרמטית", בלשונו של עורך דין ארנון, לפיה לא ווסתו מניות הבנק בחלק גדול מן התקופה. בסעיף הנזכר בתשובה נטען שלא היה ויסות מסוף חודש ינואר 1980 ועד סוף חודש מאי 1981, וכן לא ויסת הבנק את מניותיו בחלק גדול של התקופה לאחר מכן. התקופה שבין סוף ינואר 80' ועד מאי 81' היא תקופה בה לכל הדעות לא היה ויסות "בלידרים". המחלוקת נוגעת למשמעות פעולות הויסות בתקופות בהן מצוי הבנק ב"שורט". הבהרנו לעיל, בפרק המבוא, שפעולת הויסות איננה מחייבת בהכרח, התערבות יומיומית בבורסה מעבר להצעים או הביקושים של הציבור עצמו. היא מחייבת עם זאת להיות עם יד על הדופק תוך ערנות להצעים והביקושים של הציבור, והתערבות במקרה הצורך. נראה להלן כי הביקוש למניות בנק המזרחי - גם בתקופות של שורט, היה קשור קשר בל יינתן להיות המניות מניות מווסתות. אלמלא פעולת הויסות לא היה הבנק "נהנה" מאותו הביקוש למניותיו. הנסיון לצמצם את תקופת הויסות, או את הימים בהם נעשו בפועל פעולות למינימום איננו תואם לא את העובדות לאשורן כפי שהתחווירו בעדויות, ולא את משמעותן. אזכיר כאן כי כשהפנה עו"ד ארנון לעד התביעה אוגור שאלות שונות שתכליתן להראות שבמרבית התקופה עד דצמבר 82' לא נעשו פעולות ויסות הוא ציין, באחת

מהערותיו המרובות, לגבי התקופה שעד מאי 81' כי "...חצי בכלל אני לא אחראי לעליות. אני אעשה הפסקה, הנושא הזה הוא הכי חשוב בתיק, או אחד משני נושאים הכי חשובים בתיק. אני מוכרח לעשות הקדמה, גבירתי, בשביל בית המשפט. אנחנו חיים פה, וגם בשביל העד, אחרי עיתונות, אחרי ועדת בייסקי אחרי כל מיני תאוריות, וגם האנשים שיודעים את מה שהיה אז לאט לאט המידע שלהם הוא מידע של עיתון ומידע של החלטות אחרות ולא של העובדות האמיתיות. אני ארצה להראות מה הן העובדות האמיתיות על פי המספרים ולא כהרגלה כללית, ואני בטוח שלגברתי וגם לעד תהיה הפתעה אחרי חמש הדקות הראשונות של החקירה" (עמוד 1271). אחרי כחמש דקות בהן ניסה להראות כי פעולות התערבות

היו מצומצמות מאוד עד דצמבר '82 אמר "זה דבר דרמטי, שלא רק שבנק המזרחי הפסיק, זאת היא תמונה שתשליך על כל מה שקשור לראיה איך רואים את בנק המזרחי" (עמוד 1276).

אין לי מחלוקת עם עו"ד ארנון על כך שיש לברר את העובדות האמיתיות. מספרים, תשקיפים, פרוטוקולים מזמן אמת וכיוצא באלו, הם, אכן לעתים כלים טובים יותר מזכרונם של אנשים (שהוא לעתים סלקטיבי ומגמתני). אראה להלן את חשיבותם של כלים אלה אגב נתוח תקופות הויסות השונות בבנק המזרחי. אך לאחר שקילת מכלול הראיות אני סבורה שאין בסיס ל"דרמטיזציה" במה שכונה הנושא החשוב, או אחד משני הנושאים החשובים בענין בנק המזרחי.

את פעולת הויסות לא ניתן לבחון לפי כמות הימים בהם התערב הבנק בפועל במסחר.

את התקופה שבה לא התערב הבנק בלידרים לא ניתן לראות כתקופה שלא היה בה ויסות. היה בה ויסות - בכלים משוכללים פחות. יחד עם זאת, על יסוד מספרים, תשקיפים וכיוצא באלו אראה להלן, אף שמאיר לא העיד על כך כי משך כמה חודשים בשנת '81 נמנע בנק המזרחי מפעולות ויסות, ולמעשה "ירד" לכמה חודשים מן הויסות.

הערה כללית אחרת נוגעת להתערבות הבלתי פוסקת של ב"כ הנאשמים בחקירת עדים הנוגעים לבנק - בין עדי תביעה, ובין הנאשמים. ב"כ הנאשמים, עו"ד ארנון הוא יו"ר הבנק הבינלאומי. לכל הדעות הוא אישית מומחה בפני עצמו בנושאי בנקאות. עלה לעתים, ספק בבדיחות הדעת, הרעיון להשמיעו כמומחה בתיק זה. אך מומחיותו האישית הרבה אין בה כדי להצדיק את הדרך בה נקט כבא כוחו של צד - דרך של השמעת הערות בלתי פוסקות במהלך עדויות, הן בפרשת התביעה והן בפרשת ההגנה. הערות חוזרות ונשנות בענין זה הניבו פירות לזמן קצר בלבד. בהקשרים שונים, ואצביע על דוגמאות ספורות בלבד, יש בהערות אלה כדי לפגוע במשקל שניתן לתת לתשובות של נאשמים.

2. הגופים והנפשות הפועלות

מדיניות הויסות נקבעה, כעקרון בבנק זה על ידי הדירקטוריון. חלק מהדירקטוריון שימש כ"הנהלה" או "מינהלה" ויקרא להלן "המינהלה". ההחלטה הראשונית בענין הויסות שהיתה לפני התקופה הרלבנטית לאישום, לא הועלתה, ככל הנראה על הכתב.

המינהלה היא צוות בכירים שהתכנס לעתים מזומנות בראשות המנכ"ל מאיר. בצוות זה היה חבר גם הנאשם נוה.

כפי שהסכים הנאשם מאיר בעדותו (22688) - הויסות היה באחריותו, כמנהל כללי.

נוה לא היה חדר דירקטוריון; לעתים הוזמן לשיבותיו.

זכיר בשמותיהם ותפקידיהם כמה מהנפשות הפועלות המרכזיות בבנק: מר יצחק דוכן, שהוא עורך דין במקצועו עבד בבנק המזרחי מ-63 ועד 88. בתקופה הרלבנטית היה סמנכ"ל ומשנה למנכ"ל, והיה משנה למנהל הבנק החל בשנת 74. הוא החל בתפקידו בבנק כשליח, עבר לתפקיד של טלר, וטיפס

בסולם הדרגות בתוך הבנק. מר ירח ניסן כהן בעת עדותו כמשנה למנכ"ל בבנק, ובתקופה הרלבנטית היה סמנכ"ל הבנק ואחראי על מחלקת ניירות ערך. מר ניסן הפעיל, הלכה למעשה את מדיניות הויסות, בכפיפות לאליהו אונגר. דוכן, אונגר וניסן העידו כעדי תביעה בתיק זה. יוזכרו כאן עוד שני עורכי דין, שלא העידו במשפט, אך שמם עלה לעתים מזומנות: עו"ד צבינרי, היועץ המשפטי של הבנק, ועו"ד מירון. עו"ד מירון היה בין המתנגדים החריפים לויסות, וזאת לאורך כל הדרך. נראה לכך ביטוי במה שנרשם מפיו בפרוטוקולים השונים.

הפרוטוקולים של ההנהלה סומנו, ברובם, כמוצג ת/203. פרוטוקולים של המינהלה הוגשו ברובם כמוצג ת/204. מעת לעת הוגשו פרוטוקולים אחרים שקיבלו סימון נפרד. לשם הנוחות תעשנה להלן ההפניות לפרוטוקולים ת/203 או ת/204 תוך הפניה לשיבות ההנהלה או המינהלה, ותאריך הישיבה. לגבי פרוטוקולים שהוגשו בנפרד משני המוצגים שנזכרו יצויין מספר המוצג.

3. החברות המווסתות, מימון הויסות, הדוחות הכספיים

החברה המווסתת שפעלה בבורסה היתה חברת ב.מ.נ. חברה לנאמנות בע"מ (להלן ב.מ.נ.), שבשליטת הקיבוץ הדתי. אין מחלוקת על כך שבין ב.מ.נ. לבין הבנק היה הסכם בע"פ לפיו כל רווח או הפסד במהלך פעולות הויסות יזקפו על חשבון הבנק. הבנק פעל בחברה המווסתת על פי יפוי כח בע"פ. על פי חומר הראיות נטלה ב.מ.נ. אשראי במישרין מן הבנק. עלה גם מחומר הראיות שבתקופה האחרונה של הויסות נתנה לעתים ב.מ.נ. התחייבות לרכישה חוזרת ("בי בק") של המניות. אין ראיות מדויקות על המועדים בו נעשה הדבר (לדברי העד אונגר היה הדבר בין יוני לאוקטובר '83). לצורך האישום השלישי אצא איפוא מן

ההנחה שבמועדים הרלבנטיים לדוחות הכספיים היתה פעולת ב.מ.נ. ממומנת במישרין רק מאשראי של הבנק.

ב.מ.נ. פעלה כ"לקוח" רגיל של הבנק. הביטוי הרישומי של ההלוואות שנטלה היה בין "מכלול" ההלוואות. הרווחים וההפסדים הועברו בדרך רישומית שלא הובהרה עד תום לחשבון הבנק. אם בתקופות "שורט" היו לב.מ.נ. פקדונות הם נרשמו בין מכלול הפקדונות של הציבור.

חברה ישראלית נוספת שפעלה בתחום הויסות החל משנת 83' היתה חברת שירותי ציוד ומיכון כללי בע"מ שנטלה על ידי המרכז העולמי של המזרחי ובפועל המזרחי. מן הראיות עולה כי כשהיו בב.מ.נ. מלאי ויסות שהתקרבו לכלל עשרה אחוז מהון הבנק הועבר המלאי לחברה זו. העברה זו נעשתה כדי להמנע מן הצורך בקבלת רשיון מאת המפקח על הבנקים. חברה זו פעלה, איפוא, כחברת "מחסן" ולא עסקה במישרין בויסות.

בדומה למה שראינו בבנקים האחרים הפעיל הבנק, מאפריל 82' חברה זרה - חברת אורגלו בי.וי. הרשומה בהולנד. חברה זו נרכשה על ידי ב.מ.נ. כדי להקל את השימוש במט"ח לצרכי הויסות (ראה לענין זה נ/4/מ).

חברה זו, כמו ב.מ.נ. עצמה קיבלה אשראי במישרין מהבנק, ואופן הרישום היה זהה לזה של הבנק.

עו"ד ארנון הצהיר לענין אורגלו, עוד במהלך פרשת התביעה, (תוך עדותו של

אונגר) כי "פעילותיה על חברה זו מומנו באמצעות אשראי ממקורותיו הישירים של הבנק בארץ ובחוץ לארץ ומהלוואות שגייסה אורגלו בחוץ על אחריות הבנק ובגבוי" (1252). עו"ד ארנון לא תחם עם זאת את הצהרתו זו בלוח זמנים מדוייק. מתשובות העד אונגר עלה שמדובר ב"סביבות יוני אוקטובר 83'". בשל הספק הנובע מהמילה "סביבות" לא אקבע כממצא שגם ביוני 83', דהיינו לפני הדו"ח החצי שנתי לקחה אורגלו הלוואות על אחריות הבנק. הנחתי היא איפוא כי המדובר (בכל מועד רלבנטי לדוחות) אך ורק במימון עצמי של הבנק.

בדוחות הכספיים של הבנק לא היה אזכור מפורש לנושא הויסות. הביטוי הרישומי הנוגע לחברות ב.מ.נ. ואורגלו היה כאילו היו חברות אלה לקוח רגיל הנוטל הלוואות או מפקיד פקדון. רווחים או הפסדים הועברו, בדיעבד אל הבנק.

לאמור בתשקיפים לענין הויסות אתיחס תוך דיון בתקופות הויסות השונות בבנק. 4. תקופות הויסות

בעדותו הבחין אהרון מאיר בין כמה תקופות, להן מאפיינים שונים במהלך התקופה הרלבנטית. הוא מנה חמש תקופות:

1. התקופה הראשונה - מתחילת התקופה הרלוונטית ועד סוף מאי 81'.
2. התקופה השניה - מיוני 81' ועד סוף דצמבר 82'.
3. התקופה השלישית - תקופה קצרה שבין סוף דצמבר 82' ועד 20.1.83.
4. התקופה הרביעית - מ-20.1.83 ועד 1.4.83.
5. התקופה החמישית - מ-1.4.83 ועד ה-6.10.83.

לצורך הדיון להלן אתיחס לתקופות השונות כפי שהגדיר אותן מאיר. אף שלא תמיד החלוקה כפי שהוגדרה על ידו מקובלת עלי.

רק אהרון מאיר חילק את התקופה לחמש תקופות. כשאזכיר, להלן, דברי עדים שונים לגבי ה"תקופות" יהיה השימוש בחלוקה לתקופות רק דרך של קיצור לשון.

התקופה הראשונה (31.1.80 ועד סוף מאי 81')

הזכרתי בפרק המבוא כי רשות ניירות ערך נתנה שתי אופציות לבנקים המווסתים: למהנע מויסות בלידרים, או לגלות (במתכונת שנקבעה) את הויסות. בנק המזרחי בחר בתחילת התקופה הרלבנטית באופציה שלא לווסת

בלידרים, אין פירוש הדברים שהוא נמנע מפעולות התערבות אחרות.

בתשקיף הראשון שבתקופה הרלבנטית, מיום 16.3.80 נאמר:

"בששת החדשים האחרונים לפני תאריך תשקיף זה, וגם לפני כן, נעשו פעולות ויסות במסחר במניות ערך של הבנק בבורסה לניירות ערך בתל אביב, לרבות ויסות בעת מתן פקודות המוגשות בכתב לפני התחלת המסחר ("לידרים") על ידי מתן הוראות קניה בלבד. במועדים בהם נתנו הוראות קניה כאמור עלו שערי ניירות הערך או נסחרו ללא שינוי. החל מיום 31 בינואר 1980 לא נעשו פעולות ויסות בלידרים. בכוונת הבנק לא לבצע ולגרום לכך כי גופים אשר בשליטתו לא יבצעו פעולות ויסות ב"לידרים" בניירות ערך של הבנק. הבנק ישקול מדינות זו מחדש אם עד 31 במרץ '81 לא ינקוט במדיניות זו אחד משלושת הבנקים הגדולים בישראל.

שינוי מדיניות זו לא יבוצע אלא לאחר פרסום תשקיף חדש של הבנק."

בפרוטוקול המנהלה הפנימית מיום 5.6.80 נזכר כי נתקבל מכתב מהרשות לניירות ערך כי הם בדיעה שהופרה הבטחה לא לווסת את מניות הבנק. הפרטים הנוגעים לפנייה זו לא הובהרו בראיות. יתכן והרשות לניירות ערך ראתה פעולות ויסות שלא בלידרים כהפרת ההבטחה. הבנק היה עם זאת זהיר בתשקיף הראשון שבמהלך התקופה הרלבנטית. הפעילות שבוצעה לפני התשקיף כונתה "לרבות ויסות בעת מתן פקודות המוגשות לכתב לני תחילת המסחר" ובתשקיף עצמו התחייב הבנק רק שלא לווסת בלידרים, ולא התחייב להמנע לחלוטין מפעולות ויסות אחרות.

במהלך התקופה הראשונה יצא, ב-13.7.80 תשקיף שני, הסוקר את האמור בתשקיף הראשון, לרבות ההתחייבות של לשנות את המדיניות אלא לאחר פרסום תשקיף חדש. פסקת הויסות מסתיימת בו במילים:

"בהתאם לאמור לעיל מוצהר בתשקיף חדש זה כי הבנק לא יהיה קשור למדיניות זו לאחר 31 במרץ '81 וזולת אם עד אז תנקט מדיניות זהה, לפחות על ידי אחד משלושת הבנקים הגדולים בישראל". בפסקה זו ביטול של האמור בתשקיף הראשון בדבר כוונה לפרסם בתשקיף שינוי מדיניות. כפי שנראה להלן, כעבור זמן די ניכר, בשלהי מאי '81 יתבצע שינוי מדיניות, ותהיה חזרה לויסות בלידרים בלא שיוכרו על שינוי במדיניות בתשקיף. נראה גם להלן כי גם תוך התקופה הראשונה, ולאחר התשקיף השני היה, בפועל, שינוי במדיניות עליו לא העיד מאיר.

בחודש הראשון בתקופה הרלבנטית התבצעו פעולות ויסות גם בלידרים, כמו בשאר הבנקים. המחלוקת התעוררה עוד בפרשת התביעה לגבי השאלה מה אירע, הלכה למעשה מסוף ינואר '80 ועד סוף התקופה הראשונה. בפרשת ההגנה בעדותו של מאיר לא היתה מחלוקת עובדתית על כך שהבנק אכן ויסת בתקופה זו על ידי קליטת הצעים, דהיינו שהוא מנע ירידות שערים. מאיר הזכיר, עוד בחקירתו הראשית את החוזר ליועצים ת/60 מיום 12.3.80 המסביר בדיוק מה בכוונת הבנק לעשות. בחוזר מצוטט הקטע שבוטל לעיל מתוך תשקיף שעמד להופיע כעבור ימים אחדים, והוסבר:

"המשמעות המעשית של הני"ל - כי הבנק רשאי לווסת על ידי קליטת היצע ובכך למנוע ירידה של השער, אך הבנק לא יהיה רשאי ליזום עלית השער ע"י הוראות קניה של הגופים אשר בשליטתו. עתה תהיה חשיבות עוד יותר גדולה לפעילות הסניפים בהפצת המניות, דבר שיביא לביקושים, ולעליה הדרגתית של שער המניה".

בעדותו של מאיר לא היתה עוד מחלוקת על כך שבתקופה הראשונה, על אף שלא ויסתו "בלידר" קלטו הצעים וספקו ביקושים. מאיר לא חלק גם על כך שכשלא מתערבים בלידרים אי אפשר להשפיע על העליות בשער, אך ניתן

למנוע עליה ולמתן ירידות (22371-22372), הוא הסכים גם שגם תקופה זו המדיניות היתה לייצב את המניה סביב "מדד פלוס" (נושא שעוד נעמוד עליו) תוך התחרות עם הבנקים האחרים (22377-22378). מאיר הבהיר בחקירתו הראשית כי לא נבחרה מדיניות של אי התערבות בכלל, כך ש"יקרה למניה מה שיקרה" משום שכל הבנקים ויסתו, ואם לא היו מתערבים בכלל הציבור היה בורח ממניות המזרחי וקונה מניות של בנקים אחרים. (ראה, לגבי התקופה הראשונה, דברי מאיר בחקירה ראשית, בעמודים 2212-2217).

המדיניות בתקופה הראשונה היתה, איפוא, לפי עדות מאיר כמו בתקופה שלאחריה. הכלי בו נעשה שימוש - התערבות שלא בלידרים היה כלי פחות משוכלל ופחות ניתן לשליטה מאשר הויסות בלידרים. בפרשת ההגנה לא היתה, איפוא, מחלוקת על כך שגם ב"תקופה הראשונה" נעשה ויסות, אם כי לא בלידרים. כך בפרשת ההגנה, אך במהלך פרשת התביעה, ועוד קודם

לכן בתשובה לאישום ואח"כ בסיכומים, נעשה נסיון ליצור את הרושם, (לפחות לעתים) כי היתה זו תקופה שבה לא היה ויסות כלל. כך, במהלך עדותו של עד התביעה דוכן, שהיתה עדות מבולבלת למדי מבחינת התאריכים (והמסמכים הרלבנטים טרם הוגשו כראיה) הצהיר עו"ד ארנון: "בנק המזרחי הפסיק את הויסות בסוף ינואר 80 והמשיך בו עד סוף מאי 81 במשך כשנה וחצי". בתשובה לשאלת בית המשפט אם בתקופה הרלבנטית של שנה וחצי לא ויסת הבנק השיב עו"ד ארנון בחיוב (עמוד 1164). רק בהמשך (1165) בתשובה לשאלת עו"ד לדור הבהיר דוכן "החלטנו להפסיק לווסת. המשמעות של החלטה כזאת היא להפסיק ליזום ביקושים עצמים של הבנק", בהמשך אמר דוכן כי "הבנק הפסיק לקלוט הצעים, ליזום הזרמת ביקושים, וקליטת הצעים שהיו, במידה והיו". תשובה זו אינה מדוייקת

(לגבי אי קליטת הצעים) במהלך התקופה הראשונה כפי שהסכים (בדיעבד) אהרון מאיר. יתכן והיא מוסברת, כפי שיובהר, בשינוי מדיניות מסוים בתוך "התקופה הראשונה".

חקירתו הנגדית של דוכן היתה קצרה (ראה עמודים 1171-1173, 1414-1417), ונושא הויסות שלא בלידרים - לא הובהר באותו שלב.

בחקירתו הראשית של עד התביעה אונגר (עמוד 1218-1219) עלתה ההבחנה לפיה

בתקופה הראשונה לא היה ויסות בלידרים אלא קליטה בירידה ומכירה בעליה, בהמשך הדברים אמר אונגר כי כך פעלו, למיטב זכרונו, בעקבות דרישת רשות ניירות ערך (1231). ובמקום אחר בחקירה הראשית הבהיר אונגר מפורשת כי מה שנעשה בתקופה הראשונה הוא גם כן ויסות (1242) אם כי תוך קניית כמויות קטנות, כשבתקופה הראשונה היו תנודות כלפי מעלה וכלפי מטה, ובתקופה השנייה היתה רק תנועה כלי מעלה (1243, 1245).

בחקירה הנגדית הוצע לאונגר ע"י עו"ד ארנון שבתקופה הראשונה הבנק לא העלה את

מחיר המניה מפני שהוא לא הכניס ביקושים בלידר ולכן מה שקרה בשוק איננו "באחריותו" של הבנק ולא כתוצאה מפעולתו אלא כתוצאה מביקושים שהשוק הכניס. אונגר ענה בחיוב לשתי השאלות (1271). לשאלת "האחריות" עוד אשוב. בהמשך בהקשרים שונים המשיך עו"ד ארנון לנקוט בלשון של "הפסקת ויסות" "בכלל לא ויסתתם" וכיוצ"ב (ראה, למשל, עמוד 1317, 1330, 1333 ועוד). נעשה איפוא נסיון לזהות הפסקת ויסות בלידרים עם הפסקת ויסות.

כוונתו של עו"ד ארנון לגבי העלאת מחירים שאינה "באחריות" הבנק, בתקופה

הראשונה, ומשמעותו המעשית של ויסות שאינו בלידרים הובהרו במהלך חקירתו של המומחה מטעם התביעה פרופסור ברנע, כשלענין זה היה (ברשות) גם סבב נוסף של שאלות (ראה, במיוחד, עמודים 4922-4925);

5083-5085; 5047-5053). ברנע הבהיר כי כשהמשקיע המתוחכם נוכח לדעת כי הבנק

שומר על כך שבכל עליה המחיר הקודם ייחפך ל"רצפה", ואין לו סיכון, בטווח של

ימים שהשערים ירדו, כיוון שהבנק מונע ירידת שערים ואת משיכת השער כלפי מעלה

עושים כוחות השוק. כשהמדובר בבנק קטן עם סחירות קטנה התנודות הן יותר גדולות. מצד שני מדובר במכשיר פחות משוכלל מהויסות בלידרים, כך שהדברים מתקזזים. הסבריו של ברנע, החוזר ת/60 ודברי מאיר בפרשת ההגנה מתיישבים היטב זה עם זה. בתקופה הראשונה הבנק פעל רק לקליטת הצעים, אך באותה עת מנגנון היעוץ עודד את רכישת המניות וכך נסק המחיר כלפי מעלה (יותר מאשר בבנקים האחרים).

מאיר העיד כי הסיבה לכך שהבנק חזר ביוני 81 לווסת בלידרים היתה שהועלו טענות אצל היועצים על כך שהמחירים במזרחי יורדים, וטענות אלו הועלו כלפי מעלה אל ההנהלה. בתשקיף הראשון שבתקופה השנייה מיום 7.8.81 מצוין ענין שלא שימש נשוא לחקירתו של מאיר או של אחרים, לא בחקירה ראשית ולא בחקירה נגדית. וכך נאמר בתשקיף זה: "מתחילת 81' (ההדגשה הוספה) ועד ליום 26.5.81 לא בוצעו פעולות ויסות במסחר בניירות ערך של הבנק בבורסה...". לא נאמר כאן מתחילת 80' אלא מתחילת 81'. זוהי לכאורה אבחנה הנעשית בתשקיף בן שתי תקופות משנה בתקופה אותה כינה מאיר "התקופה הראשונה". כשהבנק לא ויסת בלידרים אך כן ויסת באופן אחר הוא נזהר בלשונו בתשקיפיו, כפי שראינו לעיל. מאיר לא העיד על כך שיש הבחנה בין שנת 80' לתקופה שבין ינואר 81' ועד החזרה לויסות בלידרים, אך חומר הראיות מצביע על כך שבתור מה שכינה מאיר התקופה הראשונה יש למעשה תקופת משנה מתחילת 81' ועד החזרה לויסות בלידרים. מאיר העיד כי לפני החזרה לויסות בלידרים היתה תרעומת של לקוחות על ירידות ראליות. למעשה עיון בדפי המסחר ת/3

הנוגעים לבנק המזרחי מצביע על כך שהיו ירידות שערים לא מבוטלות, דהיינו ירידות נומינליות לעתים מזומנות. אין ספק שעל ידי קליטת הצעים ניתן למנוע ירידת שערים. ירידות השערים הנראית בתקופה זו (ינואר '81 עד מאי '81) משמעותן היא שבימים שכך היה הבנק נמנע מקליטת הצעים. יתכן איפוא ודברים שנשמעו לעתים מפי מאיר או עדים אחרים על "ירידה מהויות", או דברי זוכן שהוזכרו לעיל בענין אי קליטת הצעים - מתייחסים לתקופת משנה זו. מסקנתי זו, המבוססת על האמור בתשקיף, על העולה מדפי המסחר ועל ביטויים שונים מפי עדים בדבר "ירידה מהויות" עולה בקנה אחד עם דברי מאיר במשטרה, (ת/138 עמודים 8-9 המודפסים). מאיר נשאל שם על ידי החוקר: "בשנת 1981 עשית נסיון להפסיק את הויות למספר חדשים, מדוע נערך נסיון זה?" ומאיר משיב "אנחנו לא היינו מאושרים ממדיניות הויות שקיימת במערכת ובמידה מסוימת לטווח ארוך ראינו את הסכנות שבדבר ולכן מידי פעם עשינו מאמצים להשפיע על הפסקת המדיניות, ואחת ממאמצים אלו היתה החלטה להפסיק את הויות". בתשובה זו מאשר למעשה מאיר את השאלה כפי שהוצגה לו. אינני יודעת מה היה מקור המידע של החוקר, שהציג את השאלה כפי שהציגה, אך תשובת מאיר מלמדת, אכן, כי נכונה המסקנה אליה הגעתי בדרך אחרת שב-81' היתה לכמה חדשים "ירידה" מן הויות. אין כאמור בנמצא החלטה מפורשת על שינוי מדיניות, אך מהתשקיף מה-13.7.80 שהוזכר לעיל עולה כוונה לאפשר שינוי מדיניות בלא התראה מוקדמת, ובתשקיף נוסף מה-14.1.81 אין ביטול של כוונה זו. כל שעולה ממנו הוא כי הבנק שומר על כוונתו לא לחזור לויסות בלידרים עד 31.3.81, ולא לחזור לכך גם לאחר תאריך זה אם יצטרף אליו אחד מהבנקים הגדולים. העדר החלטה מפורשת בנושא כה "עדין" איננו חריג בבנק. ראינו כי תעוד גם להחלטה על התחלת הויות. נראה מייד גם כי הפעולה של חזרה לויסות במאי '81 נעשתה, תחילה, בלא החלטה מתועדת, והדבר אושר רק בדיעבד. אני ערה גם

לכך שגם בתקופת ביניים זו ישנם מלאים (קטנים ביותר, ולא יותר משני מליון דולר לפי טבלת האחזקות השבועיות נ/1 מ שהגיש הבנק). לכאורה "תזוזות" במלאי אינן מתישבות עם העדר שום צורה של התערבות במסחר, אך המלאים הקטנים מצביעים על מעורבות מצומצמת מאוד, היכולה לאפיין למשל את פעולותיו של עושה שוק, להבדיל מויסות מגמתי.

אני קובעת איפוא כי מה שכינה מאיר "התקופה הראשונה" מהווה למעשה שתי תקופות. מסוף ינואר '80 ועד סיום השנה ויסת הבנק, בלי הכנסת ביקושים מטעמו בלידרים, בדרך של קליטת הצעים, ותוך עודד הציבור באמצעות מנגנון היעוץ לרכוש מניות. במחצית הראשונה של '81 "ירד" למעשה הבנק מהויות, אליו שב, כפי שיפורט ב-26.5.81.

אלה, לדעתי, העובדות לאשורן. אפשר ומאיר לא זכר את פרטי הענין ואפשר ולא בכדי לא שיתף בו את בית המשפט. קשה לקבוע ממצא ברור בענין זה משום שכל הנושא לא עלה בחקירה. מקובל עלי, איפוא, כי בתקופה מסוימת בנק המזרחי "ירד" מן הויות. אין המדובר (כפי שנטען) בכל "התקופה הראשונה". בשנת 1980 היה ויסות בלי שימוש בלידרים, ע"י קליטת הצעים. אחר-כך מינואר '81 אכן הפסיק הבנק לווסת, ולא "דאג" לשמירת שערים. התוצאה היתה ירידת שערים (ראה נספחים א' ו-ב' להכרעת הדין). לקוחות הבנק העלו טענות, והבנק חזר, כפי שנראה, בתקופה השניה, לויסות בלידרים. המחלוקת שהתעוררה במשפט לגבי משמעות הויות שלא בלידרים (במהלך 1980) מאבדת מחשיבותה המעשית נוכח העובדה שבשליש האחרון לא "התקופה הראשונה" אכן הפסיק הבנק בפועל את הויות. כפי שנראה מייד - הוא חזר אליו.

התקופה השניה

את התקופה השניה הגדיר מאיר. כזכור, כתקופה שבין 26.5.81 לבין סוף דצמבר

82. בתקופה זו וויסות הבנק גם בלידרים, כמו כל הבנקים האחרים.

למעשה התחלת הויות בלידרים נעשתה בלא החלטה מתועדת. מאיר הסביר שלהשקפתו

לאחר ה-31.3.81 לא היה צורך בהחלטה מפורשת של הדיקטוריון (22217-22223). ב-8.7.81 התקיימה ישיבת ההנהלה שדנה בין השאר בויות. הושמעו שם דעות שונות. מאיר היה בין המצדדים בויות. הדיון סוכם בהחלטה: "ההנהלה רשמה לפנייה להמשיך בפעולות הויות ולחפש דרכים אלטרנטיביות לויות שיענו על האינפלציה". לאחר מכן מופיעה פיסקה שתופיע זמן קצר לאחר מכן בתשקיף, שקטע מפסקת הויות בו כבר צוטט לעיל, בו נאמר:

"מתחילת שנת 1981 ועד ליום 26.5.81 לא בוצעו פעולות ויסות במסחר בניירות הערך של הבנק בבורסה. החל מיום 27.5.81 נעשו פעולות ויסות במניות על ידי חברה הפועלת בתיאום עם הבנק אך אינה חברת בת או קשורה של הבנק ואינה בעלת ענין בו (להלן - החברה) וזאת גם באמצעות הוראות קניה בעת מתן פקודות שהוגשו בכתב לפני תחילת המסחר בבורסה (לידר).

בכוונת החברה להמשיך בפעולות ויסות כאמור בתקופה המסתיימת בתום קבלת ההזמנות לפי התשקיף ובעתיד הנראה לעין, וזאת בין במישרין ובין בעקיפין, אולם היא שומרת לעצמה את הזכות לשנות מדיניות זו בכל עת, לפי שיקול דעתה הבלעדי.

ה"חברה" הנזכרת כאן היא - כך ברור היום - חברת ב.מ.נ. שלא נזכרה בשמה. הפעולות שביצעה ב.מ.נ. לא היו "בתיאום" עם הבנק. פעולת הויסות של החברה נעשו על ידי פקידי הבנק, ובמימון של הבנק. מי שקורא פיסקה זו יוטעה לחשוב שמדובר בחברה שאינה קשורה, הפועלת על אחריותה היא. אני קובעת שבתקופה השניה נעשו פעולות הויסות גם בלידרים. קביעה זו מתבקשת כפי שנראה להלן מפרוטוקולים פנימיים בבנק. יתכן וברוב התקופה בה היה הבנק ב"שורט" לא היה צורך ברכישה מסיבית של מלאים.

במהלך התקופה השניה פרצה מלחמת שלום הגליל בה צבר הבנק מלאים. מאיר הסביר בעדותו כי זו היתה תקופה של מצב מיוחד, שהציבור נבהל בגלל מלחמה. בעת מלחמה ישנם הצעים, ובלשונו "צריכים להכנס לתמונה" (על ידי ויסות). כשנשאל, בחקירתו הנגדית מדוע חברה אחרת כמו רסקו לא "נכנסת לתמונה" בעת מלחמה ענה מאיר כי בתקופות כאלה אפילו אם מעולם לא היו עוסקים בוויסות יש לפעול ולשמור על בעלי המניות שלא יפגעו במצב חרום (22427). עו"ד ארנון ניסה להשיג גם את הסכמתו של אונגר לכך ש"זה בהחלט תפקיד החברה לנסות להגן על מחיר המניה כשהיא יודעת שלא קרה שום דבר בשווי של הבנק וכעבור זמן המניה תחזור וחבל שבעלי המניות הנוכחיים... יפסידו את כספם בינתיים". אונגר השיב באמרו "לא יודע, לא בטוח" (1283). על "תפקידה" זה של הפירמה לשמור על בעלי מניותיה כך שערך המניות לא ירד יש לחלוק מכל וכל. לא קשה לשער מה יהיה גורלו של שוק המניות החפשי אם כל פירמה, שלפי השקפתה "לא קרה שום דבר" לגבי השווי שלה, תתחיל להתערב בבורסה כדי "להבטיח" שהשערים ישקפו את הערך "האמיתי" שאינו מושפע, לדעת מנהלי הפירמה, מארועים חיצוניים כגון מלחמה. "קונספציה" זו שכפי שנראה מלווה את הבנק גם במה שכונה מאיר התקופה הרביעית הינה קונספציה מעוותת לחלוטין. היא "מעבירה" את התפקיד להעריך את שווייה של הפירמה לצורך המסחר במניותיה לידי מנהלי החברה. היא חותרת תחת היסודות של בורסה תקינה.

כחלק מהתמונה ה"דרמטית" שניסו להציג בפני נעשה נסיון "לנגוס" מהיקף פעולות

הויסות בתקופה זו תוך הצבעה על כך שבחלקים נכבדים של התקופה היה הבנק ב"שורט". קו הטענות היה שהמניה הינה אטרקטיביות בשל הרוחיות היפה של בנק המזרחי, ולכן הציבור "מבקש" אותה, וכי למעשה הבנק אפילו בלם עליות בתקופות כאלה (ראה חקירתו הנגדית של אונגר על ידי עו"ד ארנון עמודים 1272).

בטענה זו יש טעות אופטית: הצבור "ביקש" את המניה, אך מה שביקש הוא מניה מווסתת, בידיעה שהיא מווסתת. מאיר אישר (22433) שכשהצבור ביקש את המניה הוא יצר ביקושים למניה מווסתת שידע שהיא מווסתת. בהקשר אחר אישר מאיר כי בין במצבי לונג ובין במצבי שורט ברגע שהיו מודיעים לציבור על הפסקת הויסות, או שהציבור היה מבין שהויסות נפסק הציבור היה בורח מן המניה (ראה בהרחבה בעמודים 22473/8). ניתן ללמוד על הטעות האופטית שבטיעון גם מעצם ה"צורך" של הבנק לווסת: אם המניה מבוקשת בשל הרוחיות של הבנק, מדוע יש צורך בכלל לווסת למרות כל הלבטים שלוה נושא זה עליהם עוד נעמוד? אכן, בתקופות שונות היו "שורטים" כתוצאה מביקוש מוגבר של הציבור. אכן, בסטואציה כזו פועל הבנק למיתון העליות אחרת עלול המחיר לנסוק לגבהים בהם לא יכול הבנק לווסת עוד. אין עם זאת לומר שביקוש זה איננו "באחריות" הבנק. הביקוש נובע מעצם הויסות. מי שסבור שיש ביקוש אמיתי למניותיו בשל רווחיותה הנאה של הפירמה, אינו נזקק לוויסות. עליו לתת לכוחות השוק "להוכיח" את הביקוש האמיתי.

התקופה השלישית

מאיר הגדיר את התקופה השלישית כתקופה שבין סוף דצמבר 82 לבין ה- 20.1.83.

נראה כי המחלוקת העיקרית בין התביעה וההגנה לגבי תקופה זו איננה נסובה על טענת ההגנה כי הבנק ביקש להשאיר לו יד חפשית בנושא הויסות, אלא על השאלה מה נעשה בפועל בתקופה קצרה זו.

בתשקיף שפורסם ב-7.12.82 ישנו שינוי נוסח לעומת התשקיפים הקודמים, ואף

תשקיפי שאר הבנקים.

וכך נאמר שם:

"בששת החדשים שקדמו לפרסום תשקיף זה בוצעו פעולות מסחר בניירות הערך של הבנק בבורסה, פעולות הויסות במניות נעשו על ידי ב.מ.נ.

חברה לנאמנות בע"מ, חברה הפועלת בתאום עם הבנק, אך אינה חברת בת או קשורה של הבנק ואינה בעלת ענין בו (להלן החברה) וזאת גם באמצעות הוראות קניה בעת מתן פקודות בכתב שהוגשו בכתב לפני

תחילת המסחר (לידר). בכוונת החברה להמשיך בפעולות ויסות כאמור, בין במישרין ובין בעקיפין, בתקופה המסתיימת בתום קבלת ההזמנות לפי התשקיף. בעתיד תנהג החברה כפי שתמצא לנכון". (ההדגשה לא במקור).

חידוש אחד בתשקיף זה הוא שב.מ.נ. נזכרת בשמה המפורש, אך עדיין מדובר על "תיאום" עם הבנק. העיקר לענייננו הוא שאין עוד הבטחה לווסת "בעתיד הנראה לעין", כפי שהיה בתשקיף קודם, אלא רק בתקופת קבלת ההזמנות. השואה בין נוסח זה לתשקיף הקודם על ידי משקיע מתוחכם הזוכר את ניסוחו של התשקיף הקודם צריכה להדליק נורות אדומים, שהבנק מתכנן, אולי, הפסקת ויסות.

אין החלטה ברורה המשתקפת בפרוטוקולים על הפסקת ויסות לאחר התשקיף, אך ישנן די אינדקציות בחומר הראיות המאפשרות לקבוע בודאות שהבנק לפחות שקל אופציה זו ברצינות.

בפרוטוקול ההנהלה מיום 10.11.82 מצויין מפי צבינרי, היועץ המשפטי, כי אין אפשרות להוציא את סעיף הויסות מהתשקיף וצריך לכתוב בפירוט אם מווסתים או לא. מפי מאיר רשום:

א. אנחנו צריכים לצאת בהנפקה, מפני שאנחנו בחיסול הון.

ב. הבנק צריך הון, להתפתחות הבנק ולהשקעות.

ג. אנחנו נמצאים ב"שורט".

מציע כהחלטה - לאשר הנפקת מניות לציבור, בצרוף אופציות, בסדר גודל שיאושר לנו ע"י האוצר.

להטיל על ההנהלה לבחון לענין התשקיף את הניסוח בענין הויסות מתוך מגמה להשאיר לנו יד חופשית."

בשולי הפרוטוקול נרשם כי החלטה אושרה.

הדיבורים על "יד חפשית" כמו גם הרצון שלא להתייחס כליל לויסות בתשקיף, אכן מלמדים על כוונה לאפשר ירידה מן הויסות. יחד עם זאת דרישת מאיר ל"יד חפשית" מלמדת שהוא רצה לשמור על אופציה לרדת מן הויסות, בלי שיהיה מחוייב כלפי ההנהלה לעשות כן. מאיר טען כי פרוטוקול זה מלמד על התלבטות ורצון לשנות כוון. יתכן שכך הוא, אך מאיר רצה "יד חופשית". הוא לא רצה להיות מחוייב כלפי ההנהלה שלא לווסת. שאלה נפרדת היא האם היה שינוי כוון בפועל.

במאמר מוסגר אעיר לענין פרוטוקול זה שמאיר אמר בעדותו כי קשה לו להסביר את

המילים "חסול הון", והצביע על כך כי הבנק היה בשורט, ולא היה חיסול הון. אינני סבורה שיש ניגוד בין מצבי שורט וחסול הון (דהיינו - שחיקה ניכרת בהון). לענין זה דייני בהפניה לשאלות שהפנה עו"ד ארנון ולתשובות פרופסור ברנע בעמוד 4942.

שבועיים אחר כך, ב-24.11.82 התכנסה ההנהלה והתקבלה ההצעה של אונגר הרשומה מפיו כך:

"מציע לא להצהיר כרגע בנושא הויסות לפעול בגבולות סבירים, ולא לרדת מהמחיר שהיה לפני שלושה ימים לפי הצהרת המנכ"ל."

עו"ד ארנון הצביע גם על פרוטוקול ההנהלה לאחר המשבר, ב-18.10.83 בו נרשם כי "פעמים ניסינו לצאת (מהויסות) ולא עמדנו במבחן מפני שאנשים

באו ומכרו את המניות". הוא טען כי דברים אלה מצביעים בדיעבד על מה שהיה בתקופה השלישית (22232-22223).

אחרי הצגת הפרוטוקולים השונים הפנה עו"ד ארנון למאיר שאלה מדריכה לאמר כמה זמן נמשכה התקופה שהתחילה אחרי פרסום התשקיף שבה לא התערבו בלידרים, ומאיר ענה שנמשכה עד 20.1.83. עו"ד ארנון חזר ושאל בשאלה מדריכה האם לא התערבו בלידרים בתקופה זו, ומאיר ענה שלא. עו"ד לדור שאל האם זו הנחה של עו"ד ארנון או שזו עדות של העד שלא היתה התערבות בלידרים, וכאן השיב לא העד אלא עו"ד ארנון עצמו שלפי מיטב ידיעתם לא היתה התערבות בלידרים בתקופה זו. עיון ברכוז דפי הבורסה ת/3 מאמצע דצמבר מראה אמנם על ימים רבים בהם שינוי

הנקודות הוא אפס, אך גם על ימים עם עליות שערם גדולות, עד ה-20.1.83. ישנה גם ירידה של 37 נקודות.

בחקירתו הנגדית של מאיר הציע לו עו"ד לדור שאכן לגבי תקופה זו נשקלה האפשרות להפסיק את הוויסות ולהיות עם יד חפשית, אבל הוויסות או שלא הופסק כלל או שלא הוכנסו בקושים בלידרים, כיוון שממילא מדובר בתקופה של ביקושים. מאיר השיב לו כי אצלם אי שימוש בלידרים נחשב בהפסקת ויסות (22501), וגם את ההחלטה הרשומה בפרוטוקול מיום 24.11.82 בדבר פעולה בגבולות סבירים הוא מפרש כאי שימוש בלידר.

כשהערת למאיר כי המחלוקת עם התביעה איננה על ההחלטה אלא על הביצוע הגיב עו"ד ארנון כי כל הענין הוא בנושא ההחלטה, ולא היה ביצוע (22504). אך לא כך העיד מאיר כזכור בתשובה לשאלותיו המנחות של עו"ד ארנון.

אוונגר נחקר על ההחלטה (1284) אך לא נחקר על ביצועה.

לאחר שקילת הראיות השונות אני סבורה שעו"ד ארנון צדק בהערתו כי "לא היה ביצוע" את מסקנתו זו אני מבססת, בראש ובראשונה על תשקיף נוסף של הבנק, מיום 1.5.83. בתשקיף זה מצויין כי בששת החדשים שקדמו לפרסום התשקיף בוצעו פעולות ויסות על ידי חברה הפועלת בתאום עם הבנק וחברת בת שבשליטתה המלאה (הכוונה לאורגלו), וזאת גם באמצעות פקודות בכתב לפני תחילת המסחר. שוב מוצהר כי בכוונת החברות להמשיך בוויסות בתקופה המסתיומת בתום קבלת ההזמנות ו"בעתיד תנהגנה החברות כפי שתמצאנה לנכון". החשוב לצורך ענייננו הוא תקופת ששת החדשים הנזכרת, שתחילתה ב- 1.12.82. הזכרתי בכמה הקשרים שהבנק היה זהיר בניסוח תשקיפיו. כדי לסתור מסמך זה מזמן אמת ולהראות שאינו דובר אמת על עצמו לגבי חלק מהתקופה, היה הבנק צריך להביא לעדות את מנסח הפסיקה, שהוא מן הסתם, עו"ד צבינרי.

אינני מקבלת איפוא שבפועל שינה הבנק את מעשיו בתקופה הרביעית, וירד כליל מהוויסות. אך לא זה עיקר. העיקר הוא שמקובל עלי שמתבטא כאן רצון של הנהלה לרדת מהוויסות כשמאיר דואג לשמור לעצמו "יד חפשית". אוונגר אישר (1284) כי בלי החלטה פורמלית החליטו לא להתעסק יותר עם הוויסות. התשקיף מיום 7.12.82 נותן אינדקציה טובה לכוונה זו. השאלה מה עשה הבנק בפועל אינה כה חשובה. ישנן כאן "הכנה" לאפשרות של הפסקת הוויסות.

שאלה אחרת היא מה הבין הציבור באותה תקופה. מאיר נשאל בחקירתו הנגדית האם היה מישהו בציבור שידע שהוויסות הופסק בתקופה השלישית. עו"ד ארנון התערב כאן, כהרגלו ואמר שמאיר לא אמר שהציבור ידע זאת. מאיר החרה - החזיק מייד אחרי בא כוחו ואמר שאין הוא יודע מה הציבור הבין, ובתשובה לשאלה מה התכוונו שהציבור יבין השיב שאינו יודע, ולא יודע מה הציבור הבין, ובתשקיף מה- 7.12.82 נאמר שהבנק עשוי להפסיק את הוויסות. בהקשר אחר נראה עוד בפירוט, וכאן נעמוד רק על עיקרי הדברים

שבינואר '83 קבעו הבנקים הגדולים שמניות בנק המזרחי ילקחו כבטוחה בשיעור נמוך (40-50 אחוז). נראה כי הבנה של משקיעים מתוחכמים שהבנק "עלול" לרדת מהוויסות הינה חלק מההסבר למה שארע בבנק המזרחי בתקופה הרביעית, אליה נעבור מייד.

התקופה הרביעית

התקופה הרביעית הוגדרה על ידי מאיר כתקופה שבין ה-20.1.83 ועד ה-1.4.83.

היא נתמכת עד גבול זה בשל כך שלאחר ה-1.4.83 החל הבנק בישום המדיניות של מדד פלוס חצי אחוז שסוכמה אצל שר האוצר ב-27.3.83. בסוף ינואר '83 היה וכבר עמדנו על כך, משבר קשה במניות החופשיות. הזכרנו כבר כי הבנקים עמדו בפרץ וקלטו הצעים נכבדים, כך שירידת המחירים לא התפשטה אל מניות הבנקים. ההצעים בבנק המזרחי היו כבדים במיוחד. תוך תקופה קצרה קלט מלאים שהגיעו לסדרי גודל של תשעים מליון דולר, בערך ובקרוב המלאי שהיה לו ערב משבר אוטובר. המלאים ירדו בהדרגה, ולפי טבלת החזקות השבועיות נ/1 מ היה באפריל אפילו שבו שהסתיים ב"שורט". המלאים ירדו, לאחר שלכל הדעות מאז ה-20.1.83 נכנס הבנק לוויסות אגרסיבי יחסית, שתכליתו לאותת כי מצבו איתן והוא ממשיך בוויסות. בימים הראשונים הסתפק הבנק במניעת ירידות שערים.

הסברו של מאיר להצעים הכבדים במיוחד בבנק המזרחי בתקופה זו נעוץ במה שכונה "משבר ריגר פישמן". בפרוטוקול הנהלה מיום 26.1.83 סיפר מאיר כי בתגובה להצעים כבדים במניות בנק המזרחי הוחלט על מדיניות של תמיכה. הוא הוסיף כי בנק ישראל מודע להתרחשויות ומעודד את מדיניות התמיכה במניות הבנקים (לענין

זה עוד אשוב) ונרשמת החלטה לעתיד: "להמשיך במדיניות התמיכה". אונגר ודוכן, כל אחד בנפרד התייחסו לענין קבוצת ריגר פישמן הפסיקה לווסת חלק ממניותיה, הציבור החל למכור בין השאר קרן רונית שירדה בחמישים מליון דולר, ההצעים התפשטו על פני כל הקרנות ומניות הבנקים ביניהן מניות בנק המזרחי". ומפי דוכן רשום: "המפולת נגרמה ע"י קב' ריגר פישמן שניפחה מניות באופן לא טבעי ולא יכלה לעמוד מאחורי זה. בציבור נוצר רושם מוטעה כאילו בנק המזרחי עומד 'מאחורי' ריגר פישמן".

עו"ד ארנון הציג קטעי עתונות שונים מהתקופה הרלבנטית כדי להצביע על כך

שהציבור קשר, בטעות, את בנק המזרחי לפרשת ריגר פישמן, וכי היו אפילו המלצות של בנקים אחרים למכור מניות של בנק המזרחי. גם מאיר העיד כך.

מאיר הוסיף ואמר כי גם אלמלא היה אי פעם ויסות, הרי בעקבות משבר ריגר פישמן

היה פועל בדיוק כפי שפעל ותומך במניה כדי להחזיר את האמון, על אף שידע שלשמועות אין יסוד. היה צורך, כך הסביר, בפעולה מסיבית של כיבוי שריפה, בלי שיקולים של יחס העלויות למדד ובלי קשר לויסות הקודם. לדבריו הלך שלמד מההצעים במלחמת שלי"ג הוא שבנסיבות קיצוניות של חוסר אמון יש צורך לעמוד בשער, ובחלוף הסיבה החיצונית הכל חוזר למסלול. הוא אכן העיד כי תוך כמה ימים הענין התהפך (22418). אך כשנשאל, בחקירתו הנגדית, מדוע אם כך, לאחר הזמת שמועה המשיכו בויסות, אמר שאחר כך פעלו גורמים אחרים והיו סיבות אחרות בגללם לא חזרו המשקיעים לקנות, וגם הבנקים האחרים לא יכלו כל כך למכור, בעיות האינפלציה וחשש מפיחות (22420). בחקירתו החוזרת חזר עם זאת לקשור את המשך הויסות למשבר ריגר פישמן. והבהיר כי אילו הופסק הויסות בפברואר (קרי לאחר שמשמועות "הוזמו") השמועות היו חוזרות על עצמן כאילו לא עשינו דבר (22823).

ההסבר של מאיר הוא, איפוא, כי בינואר '83 מצב הבנק היה שונה ממצבם של שאר הבנקים שספגו הצעים, וזאת מפני שהופצו שמועות מסביב לבנק שהוא עלול להתמוטט (22426). אם יש שמועות מסביב לבנק שאינו יכול

לעמוד בהתחייבויותיו, הרי מתחילה "ריצה" גם על בנק גדול וחזק, ודבר זה יכול למוטט בנק (22427).

מאיר מאשר גם שהתשואות ש"נתן" הבנק בתקופה זו היו גבוהות מאשר הבנקים האחרים, וזאת בשל מצבו השונה של הבנק (22682).

הטענה היא, איפוא, כי אין זה ויסות "רגיל" שתכליתו גיוס הון, אלא פעולת כיבוי שריפות.

משבר ריגר פישמן לא היה הסיבה היחידה למכירה המסיבית של מניות הבנק. אין לי

ספק שזוהי אכן סיבה, אך דווקא לאור מה שנאמר לעיל קשה לקבל שזו הסיבה הבלעדית. כאן המקום להזכיר דברים שאמר אונגר לגבי תקופה זו: אונגר סיפר שהיה חשש בציבור שבנק המזרחי ירד מהויסות, וכי היתה "שמועה" כזו, וזו אחת הסיבות לכך שהמכירות בבנק המזרחי. עלו על המכירות בבנקים אחרים (1237).

סביר בעיני כי שמועות אלה קשורות קשר בל יינתק לתשקיף שפורסם ב-7.12.82,

שמשקיע מתוחכם יכול לראות בו אזהרה בדבר אפשרות של הפסקת ויסות. אכן, עו"ד ארנון החל לחקור את אונגר על כך שהיו שתי סיבות להצעים הכבדים במניות הבנק. כראשונה מנה, ואונגר אישר, את ענין ריגר פישמן (1305-1307). עוד הזכיר כי בנקים אחרים המליצו למכור את מניות המזרחי (ראה גם קטע העתונות נ/59/מ). אני סבורה כי את הסיבה השנייה לא מנה - ה"איתות" שנתן הבנק בדבר אפשרות ירידה מהויסות. עו"ד ארנון נמלך, כנראה בדעתו, ולא חקר על הסיבה השנייה. סיבה זו עולה מהחקירה הראשית.

מכאן ואילך - בנק המזרחי אינו עושה שום נסיון נוסף להפסיק לווסת. ההתראה בתשקיף של דצמבר '82 הפכה לאבן שאין לה הופכין. עד סוף התקופה הרלבנטית ימשיך בנק המזרחי בויסות.

התקופה החמישית

מאיר העיד לגבי תקופה זו, שתחילתה בפגישה אצל שר האוצר ב-27.3.83 כי מאז

ועד סוף התקופה למעשה ביצעו את המדיניות ש"התבקשו" אצל שר האוצר, אף שהוא

מסכים שהיו תקופות של חריגה ממדד פלוס חצי אחוז (22242-22244) לענין החריגות - ראה נספח ב' להכרעת דין זו). הוא מתאר תקופה זו כתקופה שונה בה לא חשש מיציאת הויסות משליטה משום שלא

חשש שהאוצר לא יתן את הגבוי ש"הבטיח". את התקופה החמישית הוא מגדיר כתקופה בה "עבדנו לפי הבטחת שר האוצר וההסכם" (22453). על עדותו של מאיר בענין פגישת "27.3.83 עמדתי בפרק המבוא. כך גם על עדויות אחרות. שם קבעתי ממצא שלא היתה למאיר אמונה כנה כאילו הובטח לבנקאים גבוי של האוצר בצורת מימון לקליטת הצעים לצורך שמירת שערים.

היתה לו עם זאת, ועוד נעמוד על כך הערכה נכונה שבנק המזרחי נמצא ב"סירה אחת" עם שאר הבנקים הגדולים.

5. מדיניות הויסות

מאיר טען בחקירתו הראשית כי לא היתה לבנק מדיניות של תשואה חיובית (22286) הוא הצביע על כך שבחלק גדול מהימים היתה ירידה ראלית (קרי על פי חישוב של המדד החדשי, מחולק בימי מסחר - (22296).

המדיניות, כך החלה עדותו בענין זה, היתה לשמור על גבולות המדד, אף שהוא מסכים שבפועל המניה "נתנה" יותר, בשל כך שלא יכלו לעמוד מול כוחות השוק (22335). לא זכור לו ש"אנשי השטח" דברו אתו על אלוצים

מול עליות של בנקים אחרים או מול הדולר (22336 לעדותו, והשוה לדברי אונגר בפרשת התביעה - 1221-1222).

במהלך עדותו "התמוססה" טענה זו. היא התמוססה לא כשנחקר ישירות בשאלה של מדיניות התשואה החיובית אלא כשנחקר על נושא עליו נעמוד לעיל - הסיבות לויסות. בהקשר זה אמר כי כדי לגייס הון היה צריך להתמודד עם האינפלציה ועם אגרות החוב שיש להן תשואה של מדד פלוס ריבית מסוימת (22363). באותו הקשר הסכים כי הבנק ביקש להקנות למניה "משהו נוסף" על המניה הרגילה, וזו התחושה שמקבלים "מדד פלוס משהו", אחרת לא ניתן היה לגייס הון מן הצבור (22364). גם כשנחקר על השוני בין מה שכינה "התקופה הראשונה" ו"התקופה השנייה" אישר שגם בתקופה הראשונה המדיניות היתה לייצב את המניה סביב מדד פלוס משהו, תוך התחרות עם הבנקים האחרים (22378). בהקשרים אחרים אישר את ה"התמודדות" עם הבנקים האחרים

(22367, 22365/6). הוא הבהיר גם כי היה צורך לחזור לויסות (כפי שתואר)

למרות שביקושי הציבור הושפעו מ"ביצועי" הבנק, הגידול המואץ והרוחיות, אך זה

כשלעצמו לא הספיק ועובדה היא שהמניה ירדה ראלית (2369). בקטע מסויים של עדותו (22633-22631) חזר לגרסתו הראשונה ודיבר שוב על מדיניות של "לפחות בגבולות המדד" אך לאחר חקירה הסכים שהמדיניות היתה לתת "מדד פלוס משהו" ומדד לבד לא הספיק.

אני קובעת ללא היסוס כי היתה לבנק מדיניות לתת תשואה העולה על המדד ומתחרה לפחות באגרות החוב, תוך שימת לב לצורך להתמודד מול בנקים אחרים ולדולר (כפי שהעיד אונגר). סקרתי עם זאת את גרסתו הראשונה של מאיר, ועמדתי על כך שהוא נסוג ממנה כשהחקירה לא נסובה במישרין על מדיניות הויסות. גם כאן - מה שמופיע עוד בתשובה לאישום של בנק הפועלים צריך "לחלץ" מפי מאיר בקושי.

6. הסיבות לויסות, והלבטים בבנק בהקשר לויסות

עמדתי כבר על כך שלא הוצג פרוטוקול הכולל את ההחלטה הראשונה לויסות את

מניות הבנק, החלטה שהיתה לפני התקופה הרלבנטית. לאורך כל התקופה הרלבנטית מצביעים הפרוטוקולים השונים על הלבטים בבנק בשאלה האם לויסות, ובאיזה אופן, או "לרדת" מן הויסות, נעמוד על לבטים אלה, ככל שהם משתקפים בפרוטוקולים ובעדויות, ולאחר מכן נצביע על עמדתו של הנאשם מאיר, שהיה בין מצדדי הויסות. הסיבה העיקרית לויסות - כך הסביר מאיר היתה נעוצה בצורך לגייס הון, מאיר הבהיר כי היה צורך לדאוג לכך שהמניה תתן תשובה לאינפלציה ותשואה על אגרות החוב, ובלי זה אי אפשר היה לגייס הון.

בתחילת התקופה נראה בפרוטוקולים בעיקר דיווחים על הויסות, אך ב- 8.7.81,

כשהבנק כבר חזר בפועל לויסות גם בלידרים, עמד הנושא בפני ההנהלה. הפרוטוקול

מתאריך זה הוא "טלגרפי" למדי, ונציין לגביו שמירון התנגד לצעדי ויסות, והביע דעה שיש לתת למניה "לשחק חפשי" ואילו מאיר הציע להמשיך "בינתיים" בויסות. ההחלטה היתה להמשיך בויסות ולחפש דרכים אלטרנטיביות שיענו על תנאי האינפלציה.

ב-7.9.81 בישיבת המינהלה התריע אונגר על כך שבעקבות ההנפקות נאלץ הבנק

לקלוט הצעים בסכומים נכרים והוא התריע כי "מדיניות הוויסות כפי שנקבעה לא תוכל לענות בעתיד על מצב בו יהיה הצעים בסכומים גדולים עקב נסיבות כאלה (הנפקות גדולות) או אחרות". מה שהתריע כאן אונגר הוא, ייאמר במאמר מוסגר, בדיוק מה שקרה בשלהי תקופה הוויסות. הפרוטוקול מסתיים בציון ש"נבדקו אפשרויות לקלוט הצעים עד לרמת שערים מסוימת אך לא נמצאה תשובה לשאלה מה תהיה השפעת ירידות שערים נוספות על ערך המלאי שיוחזק על ידינו והצגתו". ב-21.9.81 מתקיים שוב דיון ומאיר מציע לדחות את הדיון. גם

ב-21.10.81 הוא מציין, בתשובה לשאלה כי נושא ויסות המניות לא יורד מסדר היום, וכי כרגע אין אפשרות לשנות את המדיניות ואנו עומדים לבחון את הנושא בקרוב.

בדיון של ההנהלה ב-28.2.82 מתריע מירון ש"אנחנו יכולים להכנס למפולת שלא נוכל לעמוד בה". וגנר הציע להידבר עם הבנקים האחרים ומאיר השיב שהבנקים הגדולים ימשיכו לווסת. וגנר הסכים שלא יהיה טוב לצאת לבד מהוויסות, אך מציע ויסות איטי, או לפחות הפסקת מה שכינה "העליה המלאכותית", אונגר מצביע שם על פנים שיש לכאן ולכאן - במקרה של אי ויסות תהיה ירידה גדולה במחיר המניה, והדבר יתפרש כאילו הדבר אינו אמין והבנק לא מסוגל לתמוך במניותיו וישפיע על הבנק מבחינה ציבורית ולא ניתן יהיה לגייס הון. מן הצד האחר, אם ימשיכו לווסת, הרי - במקרה של הצעים חזקים לא יוכלו לגייס הון. בסופו של דבר הוא מציע להפסיק לווסת מיידית. מירון מסביר שם כי אין טעם לתמוך פחות מהבנקים האחרים, משום שזה כאילו שאין תמיכה ומציע גם כן להפסיק את הוויסות אחת ולתמיד ולקבל את הזעזוע.

מאיר השיב שם:

"אני לא מתעלם מכל אותם הדברים שנאמרו ומכל הסכנות הקיימות אבל יחד עם זה אנחנו חיים במציאות מסוימת, אנחנו באופי של הפעילות שלנו, ושל המדיניות שלנו של ההתרחבות וגיוס ההון, הלכנו בדרך של הבנקים האחרים לטוב ולרע". בהמשך הוא מציע לעשות בדיקה ולהשאיר את החלטה "פתוחה".

בסמוך לכך, ב-26.2.82 נפגש מאיר עם עודד מסר, המפקח על הבנקים, ודן עמו בעניינים שונים. ישנה תרשומת מזמן אמת של עודד מסר (מ/48/מ) בה רשם מסר כי מאיר בדעה שיש הכרח במדיניות מתואמת בנדון ועל בנק ישראל

"להוביל". מאיר העיד בהקשר זה כי חזר בפני מסר על כל הלבטים בענין הוויסות והפציר בו שבנק ישראל "יתפוס מנהיגות ויתאם בין כל הבנקים פעולה איך לרדת מן הוויסות" (22254).

מקובל עלי שכך היה. מאיר היה מוכן כזכור, גם כשהוצעה תוכנית הרשת, לרדת מן הוויסות. התשקיף הראשון בתקופה הרלבנטית כולל הבטחה שלא לווסת בלידריים אם בנק אחר יצטרף לכך עד מרץ 81. מאיר לא היה מוכן עם זאת להיות היחיד שיחדל מן הוויסות, וכפי שאבאר הסיבה לכך נעוצה מבחינתו בראש ובראשונה בכך שימצא עצמו במצב של נחיתות כלפי הבנקים האחרים בתחרות על גיוס ההון מן הציבור.

ב-3.3.82 נמצא ישיבת הנהלה נוספת, ללא החלטה (המשמעות של העדר החלטה היא המשך הוויסות). ב-21.3.82 מזכיר מאיר להנהלה שוב כי נושא הוויסות לא יורד מסדר היום, מעסיק פקידים בכירים באוצר ומחפשים פתרונות.

ב-5.4.82 מדווח אונגר על מכירת כל המניות שהיו ברשות הבנק.

תגובתו של מירון היא שעובדה זו חשובה "כהצלת רגע" ונעשית יותר מסוכנת כשהדבר נמשך, כי אפשר "לזרוק בבת אחת הכל חזרה, כשיתעורר איזה חשש שלא נמשיך בדרך זו". הוא דורש, במפגיע לדעת אם יש התקדמות, ואיך יוכלו לרדת מהענין. גם אונגר מציין כי הוא האחרון בעד ויסות וצריכים לקבל החלטה האם לרדת מהענין היום. מאיר מצידו מציע לא לקבל החלטות פזיזות, וכי בנק המזרחי לא יוכל להיות ה"מוביל". חילופי הדברים הבאים בין מירון ובין מאיר הם, כפי שנראה, אופייניים לגישתו של מאיר, ונביאים כלשונם:

"מירון: באיזה אמצעים ננקוט אם באמת מחר מתחילים לזרוק את המניות? מאיר: הפתרון צריך להיות ממלכתי אם זה יקרה"

שוב לא התקבלה שוב החלטה אופרטיבית. התוצאה המעשית היא שהוויסות נמשך. אך כשהעלה דיבון את הנושא מחדש ב-12.5.82 נתקל בתגובה קיצרת רוח של מאיר,

שאמר: "לא יכול להיות שבכל ישיבה נעלה את אותו הדבר ונגיד את אותו הדבר, בישיבה האחרונה הועלתה השאלה ואמרנו שאנחנו נתאם עם הבנקים האחרים. יש משאלה מבנק ישראל שאנחנו לא נקפוץ יותר מדי ושנמתן את הוויסות. אנחנו לא יכולים לפעול כאן בניגוד לזרם, אנחנו יכולים ליזום פגישה עם הבנקים ולתאם איתם. אנחנו כל הזמן במגע עם הבנקים".

כשהיתה מלחמת שלי"ג בעיצומה, המלאים הצטברו, ושאלת היטל שלי"ג עמדה על הפרק, שוב חזרה שאלת הוויסות לדיון ב-16.6.82. הזכרתי ישיבה זו בהקשר להיטל שלי"ג. גם כאן הביע מירון עמדה נחרצת נגד הוויסות, והוא הזכיר לי "כשדנו אם לווסת או לא, אחד הנימוקים שלי נגד הוויסות היה שיש בכך מצג כלפי הציבור שהבנק מתכוון לתמוך ועל סמך זה אנשים קונים" (כזכור - אין פרוטוקול קודם בו רשומה עמדה זו).

הוא מציע, דווקא במצב הלונג בו מצויים להודיע על הפסקת הוויסות תוך הסברה ותקיפת עמדות הבנקים האחרים. מאיר שוב דוחה את הקץ, מציין ש"נראה שהאוצר אינו מעוניין שנשנה במצב חירום שבו אנו נמצאים את הכיוון". הוא מציע לחכות להדברות בין הבנקים האחרים, ומציע "לחשוב על תיכנון של ירידה". בסופו של דבר הוחלט לאחר הצבעה ש"היום לא הזמן להפסיק את הוויסות". כעבור יומיים, ב-18.6.82 מדווח מאיר למינהלה על פגישה עם שאר הבנקאים בנושא הוויסות, ושסוכם שממשיכים לווסת. לא שמענו מפי מאיר מעדותו כי בפגישה זו עם הבנקאים האחרים הוא התריע בפניהם על תוצאות אפשריות של הוויסות, או ביקש לתאם עמדה כיצד לרדת. גם כשהעידו בנקאים אחרים לא הופנתה אליהם שאלה בכיוון משאלות כאלו שהעלה מאיר.

ב-16.9.82 שוב מציע מאן דהוא (בפרוטוקול לא מופיע שם) נוכח היות השוק פורח ומשגשג להודיע שלא נתמוך במניות יותר, מאיר מציע לא להכנס לדיון. הזכרתי לעיל, ולא אחזור את ה"יד החפשית" שקיבל מאיר לקראת תשקיף דצמבר 82, ואת הארועים שהביאו למפולת המניות החפשיות, להצעים גדולים, ולהחלטה להמשיך לווסת (התקופות השלישית והרביעית שנסקרו לעיל).

גם לאחר המפולת נשמעו בתחילה בהנהלה קולות בדרישה להפסיק את הוויסות: ב-9.2.83, לאחר המפולת חזר מירון על שלו, ועמד על הצורך לקיים דיון מעמיק בעקבות המפולת ותוצאותיה, הוא הציע, בין השאר "להמנע לניפוח מניותינו כי במצב של תמיכה מסכנים את קיומנו". מפי מאיר נרשמה הסכמה לדברי מירון, אך הישיבה אינה מסתיימת בשום החלטה.

גם ב-21.2.83, לאחר שמיעת סקירה על המפולת הביע דיבון את הדיעה שאי אפשר להמשיך. אונגר היה הפעם בדיעה אחרת - שאי אפשר להפסיק כוון שהמניות ירדו בשלושים אחוז מערכן, ואיבדו (כנראה - יאבדו) את אמון הלקוחות. מאיר מסכם בנימה אופטימית - אני מאמין שנמכר את המניות ברווח ואפילו יוצרו רוזרות. ב-2.3.83 (ראה נספח א' להודעה מיום 23.3.92 שהגישו המאשימה ועו"ד הרטמן, בא כוחו של רו"ח סולגניק, תיק כתבי-בתי-דין) אמר מאיר: "בנושא הוויסות: אין אפשרות להפסיק לתמוך כל עוד שאר הבנקים תומכים, אבל נסה למתן את התמיכה". התקופה הבאה מתאפיינת בכך שהבנקים חדלים מלדון בהפסקת הוויסות, ועוסקים במבצעים שונים להפצת מניות. בכך נעסוק בהקשר ליעוץ.

לקראת שלהי התקופה, ב-5.9.83 דיווח מאיר בהנהלה כי המצב בבורסה

ממשיך להיות חמור בין השאר בגלל שמועות על הפסקת הוויסות, כי יש הבנה משר האוצר, אך לא יודעים כיצד לפתור את הבעיה, ושוב - בנק המזרחי אינו יכול לאפשר לעצמו פתרון עצמאי.

ב-19.9.83 כבר מציין מאיר בהקשר לוויסות כי כל הבנקים במלכוד, בנק ישראל מודע לבעיה ועדיין לא נמצא פתרון. הקשר הדברים הוא הצעים כבדים במניות הבנקים עקב שמועות על אי-ויסות.

ממש ערב המשבר, ב-3.10.83 מציין אונגר בישיבת המינהלה מצב של "ריצה על

הבנקים", טברסקי מציין כי הוויסות הוא בעיה לאומית שהממשלה צריכה לתת לו פתרון, והסיכום הוא להקים צוות חשיבה מצומצם. צוות זה לא הספיק לעשות דבר עד המשבר. נציין כאן שהביטוי "ריצה על הבנקים" הוא ביטוי העוסק במשיכות של מפקידים. השימוש בו בהקשר למניות מעיד, ועוד נשוב לכך, עד כמה טושטש התחום שבין הפקדה (זכות לכסף) לבין מניה. טושטוש זה נובע מן הוויסות.

עמדתי בהרחבה, ובמידה רבה של פרטנות על הדיונים בבנק המזרחי בשאלה האם לווסת או להפסיק. מאיר היה בין המצדדים בוויסות, ודחה כל רעיון להפסיק את הוויסות. דחיתו התבטאה, לעתים קרובות, כפי שפורט בהרחבה בכך שלא נתקבלה החלטה. הורדת נושא מסדר היום ואי קבלת החלטה במצב של ויסות, כמוהו כהחלטה להמשיך לווסת. בקשתי את מאיר, תוך הצבעה על כך שהפרוטוקולים מצביעים על

עמדות שונות של אנשים שונים להבהיר מה עמד אצלו על שתי כפות המאזנים בנקיטת העמדה כפי שנקט. על כף אחת של המאזנים הניח, כך השיב, שני שיקולים - שהשוק צריך להיות חופשי, והוויסות פוגע ברוחיות. מן הצד האחר שם את הצורך לגייס הון ולהבטיח הלימות הון (ראה עמודים 9-22537).

מאיר צדד בוויסות למרות שלל השאלות שלא נמצאה להן תשובה מניחה את

הדעת שהופנו במהלך הדיונים, כפי שפורט לעיל בדבר סכנות הנובעות מהמשך פעולות הויסות. העלאת השאלות והדיון, ופעמים רבות כפי שפורט, היה בהם די כדי להדליק נורה אדומה ולהביא למודעות לבעיות שעוררו מירון, אונגר ואחרים. בעדותו בחר מאיר בדרך הקלה של תשובה סטנדרטית לפיה לא היה שותף לאותם חששות שהועלו, למעט הסיכון של פגיעה אפשרית ברוחיות, שגם ממנה לא היו מאושרים (22408). כך למשל, הסביר כי עד סוף דצמבר '82 למעט תקופת מלחמת שלום הגליל לא היה לונג משמעותי, ותקופה זו למדה אותו דווקא כשיש סיבה מיוחדת להצטברות לונגים, והיא נשלטת, הכל חוזר למסלול (22245-22246). הוא "אינו חושב" שהסכים עם אונגר שהתריע, כמתואר ב-7.9.81 בדבר סכנת הצעים שלא יוכלו לעמוד בה (22520). הוא לא הסכים עם מירון שאמר ב-23.2.82 שיכולים להכנס למפולת שלא יכולים לעמוד בה (22520). תשובה אחרונה זו שלו אינה עולה בקנה אחד עם הפרוטוקול האחרון שהוזכר, בו אמר מאיר, והדברים נזכרו שאינו מתעלם מהדברים שנאמרו והסכנות הקיימות, אך הבנק הלך בדרכם של הבנקים הגדולים "לטוב ולרע", ויש צורך בגיוס הון. את דבריו אלה נסה להסביר כנסובים על הסכנה של פגיעה ברווחיות. הדברים אינם עולים בקנה אחד עם הרשום בפרוטוקול הנזכר (ראה חקירתו בעמודים 22521-22523). בהקשר זה אחזור ואזכיר גם דברים שאמר מאיר בהודעתו במשטרה ת/138 בענין הסיבות לנסיגתו להפסיק את הויסות ב-81. מאיר הצביע על כך שראו את הסכנות לטווח ארוך.

מאיר ניסה גם לטעון כי לא חשב שעלולה להיות סטואציה של הפסקת הויסות מפני

שאינו ברירה (22411). דברים אלה אינם עולים בקנה אחד עם מה שאמר הוא עצמו בהקשרים אחרים (עמ' 22387 ועמ' 22451), שהיו מצבים שהיו יכולים להגיע לחוסר שליטה וכתוצאה מכך להחלטה על הפסקת הויסות.

היה איפוא מי שהצביעו בבנק המזרחי על הסכנה שהתממשה - הצעים שהבנק לא יוכל לעמוד בהם. מאיר היה מודע לסכנה, כפי שאמר בעצמו. מדוע איפוא פעל כפי שפעל? אני קובעת כי מאיר פעל תוך לקיחת הסיכון, במודע, מתוך רצון להגדיל את הון הבנק, וזאת מתוך הבנה כי הוא נמצא "בסירה אחת" עם הבנקים הגדולים "לטוב ולרע", כפי שהתבטא בפרוטוקול שצוטט לעיל. הוא הבין גם, מה שהבינו בנקאים אחרים, המומחה ברנע ואחרים - שבסופו של דבר יהיה פתרון ממלכתי, והרשויות לא תאפשרנה נפילה של כל המערכת הבנקאית בישראל. לענין זה נחזור בדוננו באישום הראשון.

אמונתו זו התחזקה לאחר אותה פגישה עם שר האוצר במרץ '83. גרסתו של מאיר

לגבי פגישה זו כאילו הובטח מימון לויסות אינה מקובלת עלי, אך המסקנה שבמקרה

של משבר יכנס האוצר לתמונה, מסקנה שהיתה בלבו של מאיר ממילא - קיבל חיזוק בפגישה זו. נזכיר עם זאת: לא הובטחה לבנקים הדרך הקונקרטיית בה יפעל האוצר במקרה של משבר.

מאיר הכחיש, בתשובה לשאלות עו"ד לדור שאי פעם היתה לו מחשבה, ושומר לחבריו,

שאם הסכנות תתממשנה - מדינת ישראל תמצא פתרון. לא היתה לו מחשבה, כך אמר, שיש "לסמוך על הדוד" והשקפתו היתה שגם בענין הויסות הוא אחראי לעצמו ולא לפתרונות שיבואו מאחרים (22524). דברים אלה שלו אינם עולים בקנה אחד עם תשובתו לשאלת עו"ד מירון בדיק ב-5.4.82. כזכור שאל שם מירון מה יהיה קו ההגנה מחר אם יזנחו את המניות, ותשובתו של מאיר היתה "הפתרון צריך להיות ממלכתי אם זה יקרה". לאחר שהכחיש שסמך על הרשויות הוצג לו הפרוטוקול בו דיבר על פתרון ממלכתי. לדבריו אלה לא היה לו בעדותו מענה מניח את הדעת (82522). מאיר התקשה גם להסביר למה התכוון כשאמר בועדת המייעצת של בנק ישראל (נ/21 ל/מיום 19.9.83) כי ויסות המניות הוא מלכוד שנתקשה להחלץ ממנו בכוחות עצמו (22589/90). עוד בשלב יחסית מוקדם ולא רק בתקופה האחרונה בה

כבר עמד המשבר בפתח, הרשה מאיר לעצמו להמשיך במדיניות הויסות, לרבות התשואות שניתנו, בשל אותה ההבנה שיהיה בסופו של דבר "פתרון ממלכתי". הזכרתי לעיל כי הבנק ירד כליל מן הויסות בתחילת '81. הבנק ירד מן הויסות בשלב מוקדם יחסית, ובאותו שלב לא קרה לו שום דבר משמעותי: אני מוכנה לקבל שהיה לחץ של לקוחות שהתריעו על כך שימכרו מניות של הבנק ויעברו לרכישת מניות של בנקים אחרים. אך אם הבנק איננו רוכש מניות אלה לעצמו וצובר מלאים, התוצאה היחידה באותו שלב היתה שבשל עודפי הצע שווי המניה ירד. לא הובאו שום נתונים על כך שלקוחות העבירו את חשבונותיהם לבנקים אחרים כתוצאה מאי שביעות רצון מהמניה. הבנק "נזוק" באותו שלב מוקדם כתוצאה מכך שלא רוכשים את מניותיו רק בכך שבעתיד הוא יתקשה לגייס הון ולהתחרות בבנקים האחרים. צדק איפוא מאיר בכך שמה שהכריע אצלו את הכך לטובת הויסות היה הרצון לגדול ולהתרחב על ידי גיוס הון, וזאת

למרות הסכונים להם היה ער, כמו שאמר במשטרה. היה זה פשוט מעשה של הכנסת ראש בריא לתוך "מיטה" המוכרת לבנק כבר כ"מיטה חולה", והכל בשל אותה שאיפה לגייס הון. אכן, בהמשך הדברים, ונוכח "טפוחו" המתמשך של הויסות נכנס הבנק ל"מילכוד".

לסיכון זה צעד מאיר בעיניים פקוחות.

ניתן להבין מדוע עשה כן. תשובתו לבעיה של "זריקת מניות" אפשרית היא-

שהפתרון צריך להיות ממלכתי. הדבר מצביע על כך שמאיר, בנגוד לדבריו בעדותו, ועוד הרבה לפני פגישת מרץ '83 "ישען" על פתרון ממלכתי, והמשיך בוויסות. על המשמעות המשפטית - נעמוד בהקשר לאישום הראשון.

7. היעוץ

מאיר הסכים בחקירתו שהבנק פיזר בחוזרים ובהנחיות למנהלי הסניפים שישנה כוונה להמשיך בוויסות (22729). גם בהודעתו במשטרה ת/138 אמר "במסגרת אחריותי כמנכ"ל אני גם אחראי דרך צנורות הניהול בבנק עד

לאחרון היועצים לניירות ערך בסניפים. ההנחיות היו ליועצים למיניהם להסביר

שהבנק ממשיך במדיניות הויסות ולכן כדאי להם להמשיך לרכוש מניות של בנק

המזרחי וזאת עד לפרוץ משבר המניות". בעדותו טען כי לא היה לו קשר עם היועצים ולא הנחה את אונגר או ניסן מה לומר ליועצים (22278). אך אישר שאם היועץ אמר בתקופה האחרונה שהויסות יימשך - זה תקין ולגטימי ומתקבל על הדעת שאכן היה מצפה מהיועץ באותה תקופה לומר כך, משום שהכוונה היתה שהצבור ידע שהויסות נמשך (ראה 22560-22561). אני ערה לכך שבעדותו של מאיר ניתן למצוא גם קטעים אחרים בהם הוא מתרחק מכל קשר עם היועצים, או מהסכמה שהיתה הנחיה לומר שהויסות נמשך, או מהנסוח לפיו 'הויסות יימשך' להבדיל מנסוח שימדיניות הויסות נמשכת'. לא אעמוד להזכיר כל מה שאמר בעדותו, ואני קובעת, על יסוד הקטעים שזכרו לעיל כי אכן היתה הכוונה ליועצים, על דעת מאיר, עד סופה של הדרך להבהיר ללקוחות שהויסות יימשך. מאיר אישר גם בסופו של דבר, לא בלי ויכוחים שמאפריל '83 ואילך חשב שהצבור סמך על כך שאין שינוי במדיניות הויסות (ראה 22562-22563).

נצביע גם בהקשר זה על חוזרים ליועצים שהוצאו על ידי מחלקת מחקר ויעוץ

המציינים את הכוונה להמשיך במדיניות הויסות - ת/59 מיום 16.6.82. ות/57

מיום 5.5.83 (האחרון נוקט לשון "לא חל שינוי במדיניות הויסות... ואנו צופים

להמשך הויסות כמקובל"). חוזרים אלו אינם ממצים את ההנחיות שהועברו ליועצים עד למשבר עצמו, לאור דברי מאיר עצמו. למעשה נראה שורת פרוטוקולים המצביעה על הצורך לעודד את מכירת מניות הבנק בתקופה האחרונה בה הלכו והצטברו בבנק מלאים, ו"מבצעים" שונים שנערכו בבנק: בישיבת המינהלה מיום 16.5.83 - מציין מאיר כי יש לזמן את מנהלי האזור, להביא לידיעתם את רצינות המצב ולדרבן אותם להפצת מניות הבנק; בישיבת המינהלה מיום 12.6.83 מדובר על העברת "מכסות" למנהלי הסניפים; ב-19.6.83 דווח של אונגר למינהלה

על הילוך גבוה של מבצע מכירת מניות הבנק, התעניינות ודרבון בנושא; ב-26.6.83

ישנו דווח נוסף של אונגר למינהלה שמבצע הפצת המניות מתנהל בצורה משביעת

רצון;

ב-6.7.83 עוד דווח של אונגר על המבצע תוך ציון שעד סוף החודש אפשר יהיה להפיץ את מלאי המניות (הדברים, כידוע, לא התגשמו); גם להנהלה מדווח ב-13.7.83 שהמבצע בעצומו; ב-18.9.83 ניבא אונגר למינהלה חודש קשה בהצעים וציון שיש לעדות כל מאמץ להמשיך בשוק המניות. אעיר כאן כי מאיר אישר בעדותו כי במבצעים היו בדרך כלל הטבות ליועצים (22655).

מאיר אישר, אך לא בלי קושי, ולאחר חקירה כי היה קשר בין מצב של מלאים גדולים לבין מאמצי השווק (22661 עד 22662). עוד אישר שבתקופה האחרונה יעוץ לקנות את מניות הבנקים היה יעוץ טוב רק אם הויסות נמשך, וכי אם הויסות יפסק - המניה תיפול (22663). הוא אישר גם כי היעוץ היה מכשיר בצצוע הויסות, אך הדבר מוגבל בכללי יעוץ תקין (22685).

נראה, איפוא, כיצד מה שנעשה, בידיעת מאיר עונה על כללי היעוץ התקין: מאיר הסכים כי היעוץ צריך להיות אובייקטיבי, וכי אין לתת ליועצים "מכסות". מכסות ליועצים נוגדות את רעיון היעוץ האובייקטיבי (22649). את כל ענין המכסות וה"דרבון" עליו עמדנו לעיל הוא מסביר כי הוא מופנה למנהלי הסניפים,

להבדיל מן היועצים. ואין התערבות בשאלה מה יאמר היועץ (22640-22643). אכן, אם מנהל סניף קרא ליועצים ואמר להם שמצב הבנק חמור ויש הצעים וצריך לדרבן את הלקוחות, ועשה זאת ללא התחשבות בטובת הלקוח - מנהל כזה חרג לדעת מאיר מההנחיות (22646).

מנהל הסניף, כך הסביר, יכול להסתכל על רשימת הלקוחות ולראות למי אין מניות,

להזמין את הלקוחות לשכנע אותם שמתאים שיהיה להם מניות של

הבנק, אך בלא התערבות בתדרוך היועץ כיצד ליעץ (22644). הוא אישר עם זאת כי מנהל הסניף אינו אמור לומר ללקוח יש הצטרבות מלאים... אתה מוזמן לרכוש. ויכול להיות שמה שהמנהל אומר הוא: "הנה אתה לקוח, נהנה כך וכך משירותי הבנק, אין לך מניות, אני חושב שמן הראוי שיהיה לך מניות, איך כמה ומה - תלך ליועץ ותשב איתו" (22650).

כל ההבחנות האלה שניסה מאיר לעשות בין המנהלים והיועצים אינן מקובלות עלי.

אני משוכנעת שאינן מקובלות גם על מאיר, משום שאינן עומדות בשום מבחני

סבירות. אין זה סביר שמאן שהוא התכוון או שמאיר באמת פירש בזמן אמת שמדובר במבצעים המופנים למנהלים בלבד, וכי באמצעות מנהלים בלבד יתבצעו ה"מבצעים", בלא שתוף היועצים. כשמנהלים נקראים להשתתף במבצעים המצופה מהם הוא דווקא לדרבן את היועצים בסניפים. בין כך ובין - מנהל המשכנע לקוח לרכוש מניות הופך את עצמו ליועץ, גם אם מעל דלת חדרו כתוב "מנהל" ואין הוא יושב תחת שלט של "יועץ השקעות". אלה הן הבחנות מלאכותיות. אינני מאמינה שמאיר האמין בהבחנות אלו. זו דרכו לנסות להחליץ בעדותו מהקונפליקט שהיה בין טובת הלקוח וטובת הבנק, בסטואציה של מלאים גוברים והולכים, ומה"פתרון" של "מבצעים" ו"מכסות".

8. שאלת המחוייבות

הזכרתי לעיל בנושא היעוץ ואחזור ואזכיר בהקשר למחויבות את דברי מאיר שהסכים

בתשובה לשאלות עו"ד לדור כי מאפריל 83' ואילך סמך הציבור על דברי היועצים כי אין שינוי במדיניות הויסות (22563). הוא אישר גם, אף שלדבריו לא היה לו קשר ישיר עם יועצים שתקין ולגטימי שיועץ יגיד ללקוח שהויסות יימשך (22561). עוד הזכרתי, בנושא מדיניות הויסות את דברי מאיר שהויסות נעשה כדי לגייס הון, כי היה צורך להתמודד עם אגרות החוב והאינפלציה וכי בקשו להקנות למניה משהו נוסף על מניה

רגילה, דהיינו את ההבנה שהמשקיע מקבל מדד פלוס. בהקשר זה נשאל מאיר אם הבין שהציבור בונה על תכונה נוספת זו ומסתמך עליה וזו הסיבה שהוא קונה את המניה, ועל כך השיב בחיוב (22364). בהקשר אחר אישר שנכון שחשוב היה שהציבור ידע שהמניה היא מווסתת, וזה חלק מתכונתה. ודאגו להודיע לציבור על כך (22723). על אף דברים אלה של מאיר מהם עולה, בהקשרים שונים שידע שהציבור מסתמך על הויסות עמדתו היתה, לאורך כל עדותו שלבנק לא היתה התחייבות כלפי לקוחותיו (22286) וכי הבנק היה חופשי בכל רגע להפסיק את הויסות (22691). המקסימום שהיה מוכן לומר הוא, בתשובה לשאלה, שיש אחריות מוסרית שהויסות לא ייפסק, וכי אחריות מוסרית כזו קיימת גם כלפי מי שרצה למכור מניות ואמרו לו שהמדיניות נמשכת (22698-22699). גם מתשובתה זו נסוג בהמשך ואמר כי בזמן אמת לא חשב שיש אחריות מוסרית כלפי הציבור ולא חשב על זה בכלל (22701, 22704). מאיר הצביע גם על כך שבשלהי התקופה הציבור ברח מהמניות לדולר, ובתשובה לשאלה האם הציבור פחד מהבנקאים למרות הבטחותיהם ענה שאם הציבור פחד, סימן שאין הבטחה, אין על מה לסמוך, והבנק יכול לשנות את המדיניות (22588-22591). הוא הצביע גם על נסיון הירידה מהויסות כהוכחה לכך שאין מחויבות וטען שידיעת הציבור על כך שהבנק יכול להפסיק את הויסות נובעת הן מהתשקוף והן ממעשי הבנק בתקופות קודמות (22695-22697).

מאיר ביקש עם זאת וקיבל מההנהלה "יד חופשית" בשאלת הירידה מהויסות בסוף 82' ועל כך כבר עמדנו.

נזכיר עוד בנושא המחויבות שני פרוטוקולים מזמן אמת.

עו"ד מירון, שהתנגד כזכור לויסות נמרצות אמר בישיבת ההנהלה בעת מלחמת שלום

הגליל, ב-16.6.82: "כשדנו אם לווסת או לא אחד הנימוקים שלי נגד הויסות היה

שיש מצג כלפי הציבור שהבנק מתכוון לתמוך ועל סמך זה קונים..." עו"ד מירון

הציע שם, כפי שכבר הוזכר להפסיק את הויסות

ולצאת במסע הסברה. בחקירתו הנגדית אמר מאיר כי אינו זוכר שהיה לו ויכוח עם מירון על כך, אך הפרוטוקולים לא משקפים כל מה שהיה ואין הוא זוכר את מהלך הדיון. מקריאת הפרוטוקולים הוא רואה, לדבריו, שלא בדיוק חשב כמוהו (22705-22709). מה שאמר שם מאיר הוא שיש לחשוב על תכנון של ירידה, אך בהצבעה הוחלט שזה לא הזמן להפסיק את הויסות. מאיר הצביע על אפס תלונות בנסיון להפסיק את הויסות, ומספר מועט של תביעות ותלונות, לא יותר ממאה אחרי ההסדר (22717). לענין זה נחזור כשנדון באישום הראשון.

בתשובה לשאלת עו"ד לדור אמר כי לא היה חשש בבנק מתביעות בעקבות המשבר (2713).

בפרוטוקול ההנהלה נ/57/מ מיום 9.10.83 דווח על ההסדר המתגבש בעקבות המשבר נרשמו דברים מדוח המנכ"ל בצרוף הסברי צבינרי ואונגר (ברישום אין הבחנה מה נאמר מפי מי מהשלושה).

בין השאר נרשם כך:

..."חשוב שכל הפתרון הזה יהיה בדרך של חקיקה כדי למנוע תביעות

מהציבור שבלי ספק אמונו של הציבור בבנקים נפגע קשות."

בהמשך נרשמו דברים סותרים לכאורה:

"ג. חקיקה לא תעזור בנושא התביעות ולכן יש לאפשר לציבור למכור במחיר הנוכחי.

בתשובה לסעיף ג' אי אפשר לקלוט הצעים אדירים."

מאיר עצמו, כשנחקר על קטע זה אמר כי אין הוא יכול להוסיף על הרשום בפרוטוקול (22717).

אף שלא ברור מי אמר מה בקטע זה, וכנראה מדובר בדברי כמה אנשים שיש בהם

ניואנסים שונים, כשכנראה מישהו העלה את ההצעה לקלוט גם בשלב זה

הצעים מהציבור. בולט שהיה כאן חשש מתביעות של הציבור, ואפילו ספק אם חקיקה יכולה לפתור את הבעיה. אינני קובעת שדברים אלה נאמרו על ידי מאיר, משום שיתכן ונאמרו דווקא בדו שיח בין צבינרי (שהיה כזכור היועץ המשפטי) לבין אונגר דווקא. אני קובעת עם זאת שבנגוד לדברי מאיר הובע, בנוכחותו חשש מתביעות מייד לאחר המשבר.

קשה לקבל שמאיר סבר בזמן אמת (או בעדותו) שלא נוצרה מחויבות כלפי לקוחות

להם נאמר, כפי שפורט, שהויסות יימשך או שמדיניות הויסות נמשכת (על העדר הבחנה של ממש בן ניסוחים אלה עמדתי בענין קבוצת דיסקונט, ולא אחזור). בפרט - כשמאיר הסכים שידע שהציבור סומך על אמירה זו - ומחזיק במניה.

9. שאלת הנתק

לשאלת הנתק בבנק המזרחי ולכמה קוים יחודיים נוספים אתייחס בהרחבה אגב דיון באישום הראשון. בשלב זה ברצוני להצביע על כמה אמרות ועדויות בנושא זה מזמן אמת.

נפתח באותו פרוטוקול עליו עמדנו בנושא המחויבות - נ/57/מ מיום 9.10.83

שהוא ישיבת ההנהלה בה דווח על ההסדר המסתמן. הזכרנו כי הפרוטוקול נפתח בדו"ח של מאיר בצרוף הסברים של צבינרי ואונגר, כשאין יכולת להבחין מי מהם אמר מה. בפרוטוקול זה נרשם "...המניה תמשיך להיות סחירה ותתאים את עצמה לערכה הראלי". ועוד נרשם "...אגרות החוב (המניות בהסדר) הינן סחירות. במידה והמניה תגיע לערכה הכלכלי היא תהיה אטרקטיבית לקניה ואפשרי שקופות גמל וקופת פנסיה ירכשו אותה". מי שאמר את הרשום כאן סבר שהמניה נסחרת מעל לערכה הכלכלי. מאיר פירש את הדברים בעדותו כנסובים על מערכת הבנקאות כולה, ולא על בנק המזרחי, וכי אין הוא יכול להזכר במה שאמר לפני 9 שנים (22493-22496). הוא לא ידע להסביר גם מדוע אמר עו"ד מירון ב-9.2.83

(נ/58/מ) כי יש להמנע מניפוח המניות כי במצב של תמיכה מסכנים את עצם קיומנו

(22501-22500). נזכיר גם כי ב-21.2.83 אמר אונגר כי אם ייפסק הויסות יאבדו

המניות 30% מערכן. היו איפוא דעות בבנק בזמן אמת או בסמוך לכך שהמניות

נסחרות מעל לשוויין הכלכלי.

מאיר העיד כי שאלת הערך הכלכלי בהחלט העסיקה את הבנק בזמן אמת והם היו ערים

לדבריו לכך שהם "בגבולות סבירים" (מבחינת שווי השוק של המניות - 22330), וכי לפי הנתונים שהיו בידיהם ב-82 ו-83 מחיר הבורסה היה מוצדק (22355). הוא אישר, בתשובה לשאלה, שפועל יוצא מתשובותיו בענין הוא שהסדר המניות הבטיח רמה שהיתה נמוכה מהערך הכלכלי של המניה (22493).

על כך ששאלת הערך הכלכלי הטרידה את הבנק ניתן ללמוד גם מעדותו של דוכן.

דוכן העיד כי עוד ב-1980 חששו בבנק מהתוצאות של המשך הויסות שישבש את

הפעילות שוטפת של הבנק וכתוצאה מעלית שער שאינו משקף את הערך האמיתי של

הבנק יגרם סיכון לבנק אם החברות המווסות יאלצו לקנות כמות גדולה של סחורה ובמקרה של מפולת (מילה נרשמה בפרוטוקול בשיבוש) יאלצו לממש אותה בהפסדים כפי שבאמת קרה בסופו של דבר (1165), דוכן לא נחקר על ענין זה.

היתה איפוא מודעות בבנק, הן לפי דברי מאיר, והן לפי דברי דוכן והן על יסוד מסמכים מזמן אמת לשאלת היחס בין הערך הכלכלי של המניה ושווי השוק. לא נעשתה עם זאת בזמן אמת בדיקה או התייעצות עם מומחה בשאלת ערך הבנק, ולא הובאו נתונים למעט אמירות כלליות על כך שהבנק רוחי כדי לבדוק האם אכן הויסות הוא "בגבולות סבירים". כפי שהראתי, בשלהי התקופה סבר מי שסבר שהמניה אינה משקפת ערכים כלכליים. לשאלת הנתק עוד אחזור כאמור ואראה שאכן היה קיים נתק. בשלב זה בקשתי להצביע על כמה עובדות וראיות מזמן אמת.

10. הדוחות והתשקיפים

עמדתי לעיל על כך שבדוחות הכספיים אין אזכור מפורש של נושא הויסות. הפעולות הנוגעות לב.מ.נ. ולאורגלו התבטאו בדוחות בין מכלול ההלוואות, אם היו פקדונות - בין מכלול הפקדונות, ורווחים והפסדים נזקפו לחשבון הבנק, בדרך שאפילו לא הובהרה עד תום.

בשאלת תקינותו של הדוח מבחינה אוביקטיבית נדון בהקשר לאישום השלישי. בפרק

זה נצביע על עובדות שעלו מחומר הראיות לגבי מאיר ולגבי נוה.

הקו בו נקט מאיר מאופיין על ידי אמירתו כי נושא הדוח היה "מוכתב" על ידי השלטונות, הדוח היה כפי שנדרש (22724). לו דרשו הרשויות לגלות יותר - הבנק היה מגלה (22741). הוא הציג עצמו כמי שלמעשה כמעט ולא היה מעורב בדוח. הדוחות נערכים על ידי החשב ועוזריו והמנכ"ל "עובר" עליהם לפני אשורם במועצת המנהלים. הוא לא היה מעורב בהכנת התשקיפים והם "מגיעים" לקראת חתימתם והגשתם. (22290-22292). הקו שהציג הוא למעשה של מי שחותם על מעשיהם של אחרים, ומי שלא הקדיש שום מחשבה לשאלות המתעוררות במשפט זה שלא הועלו מעולם על שולחנו.

נוה תמך בו בענין זה ואמר כי מעורבותו של מאיר בנושא הכנת הדוחות היתה רק

בשאלת ההפרשות לחובות מסופקים, שאינם ענין מתמטי אלא ענין של הערכה (22840). שלא בלשונו של מאיר המסר המועבר הוא בערך כך: דו"ח כספי הוא משהו המוכן על ידי הפקידים של הבנק בשותף פעולה עם רואי החשבון. אני, המנהל הכללי אינני נוגע לענין. אני חותם על מה שמכניס לי.

נוה הציג עצמו כאחרון החשבים. הוא נקט עמדה של הליכה בתלם של הוראות המפקח

על הבנקים, וחקוי מעשיהם הבנקים האחרים. לענין זה ציין במיוחד את בנק דיסקונט שנהנה משרותיהם של טובי רואי החשבון. מעולם לא התעוררה - כך תאר שאלה אין צריך לרשום את מלאי הויסות, האם הוא משפיע על ההון, לא היו על כך שום מאמרים. אשר לתשקיפים - הבנק מילא במלואן את הוראות רשות ניירות ערך, שאנשיה ישבו עם אנשי הבנק על טיוטות התשקיפים ועמדו בעניינים רבים על קוצו של יוד. בתשובה לשאלות רבות עוד בחקירה הראשית אמר כי "כל מה שלא פורסם פשוט לא עלה בדעתנו באותו מועד שצריך לפרסם" (22867). או, למשל, בחקירתו הנגדית, בתשובה לשאלה האם התלבט כיצד לתת ביטוי לארועים הקשים שהיו בבנק בינואר 83 אמר "...המציאות היתה שפשוט לא התלבטנו...אנחנו עבדנו בתוך מערכת של הוראות, של הגדרות ברורות מה ואיך צריך לדווח, גם בנקים אחרים לא דווחו שום דבר" (22917), בהקשרים שונים עליהם הוא נחקר הוא משיב תשובה שהיא, לפי דבריו, על פי מחשבותיו דהיום.

נוה הצביע גם על כך שאף שלא התקיימו שיחות עם רואי החשבון בשאלת הויסות

ורישומו, רואי החשבון קוראים את הפרוטוקולים ולכן הם מודעים לנושאי הויסות, והיו מודעים גם על יסוד האמור בפרוטוקולים למלאים שנצברו בתחילת שנת '83

מאיר ונוה העמידו איפוא חומה בצורה משותפת. חומה הבנויה על כך שלא היו, לטענתם דיונים בשאלות הרישומיות של הויסות. הקו הוא שהשאלות המתעוררות במשפט או חלקן פשוט לא עלו אף פעם לתודעה. שוב, שלא בלשונו הם כאילו אומרים: השאלה אם לא הייתי בסדר, אם התרשלתי, אם לא פעלתי

בסטנדרטיים ראויים ולא מלאתי את חובותי כמנהל או כחשב - איננה עולה במשפט, כיוון שכתב האישים מייחס לי דווקא כוונה להטעות. על כל

מה שקשור בהטעיה המיוחסת לי אני עונה - פשוט לא חשבתי בזמן אמת. אם אתה שואל אותי היום - גם אז אני עונה שהייתי בסדר גמור, אבל זה רק מבט בדיעבד. ובכלל - יש לנו פרוטוקולים מסודרים בנושא הויסות, ואלו נקראים על ידי רואי החשבון, ולא שמענו מפייהם אף פעם הערה על כך שאנו לא בסדר. גם בנק ישראל שהיה מודע לעובדות לא אמר לנו שמשוה לא בסדר. את הוראות רשות ניירות ערך קיימנו.

אין בנמצא בראיות לגבי בנק המזרחי פרוטוקולים של ועדות מאזן, או דוחות ביקורת של רואי החשבון המנציחים בכתב דברים שנאמרו בנושא זה בזמן אמת. התמונה שמבקשים לציירה היא כי במשך כל שנות הויסות לא היתה שום שיחה לא בתוך הבנק ולא בין אנשי הבנק ורואי החשבון החיצוניים בכל הנוגע לשאלה כיצד רושמים את פעולת הויסות ותוצאותיה.

עם כל זאת נבעו כמה פרצות בחומה הבצורה של "לא נתתי דעתי בזמן אמת...". "לא היה במחשבה שלי..." וכל כיוצא באלו ביטויים בהם השתמשו מאיר ונוה.

מאיר אמר בחקירתו הנגדית כי רכישת המניות איננה הפחתת הון (22732).

לא כך אמר במשטרה. בהודעתו במשטרה ת/138 נשאל - כשהבנק רוכש את מניותיו הוא

באמצעות החברות המווסתות, מהי ההשלכה של פועלה זו? ועל כך השיב:

"פעולה כזו למעשה גורמת להפחתת הון מההון העצמי של הבנק. המאזנים קיבלו אישור של רואי חשבון. המאזנים נערכו עפ"י כללים מקובלים ומאושרים ולו מי מהגורמים המאשרים את המאזנים או הגורמים שבדקים אח"כ כל הרשויות שאליהם זה הוגש, לו היו מעירים שהמצב הזה מחייב איזשהו שיטת דווח אחרת הינו ללא ספק

נוהגים בהתאם לכך - ומכיוון שכל הגורמים שתפקידם לבקר את הבנקים כמו הרשות לניירות ערך לא העירו ולא עמדו על כך שנושא הויסות על השלכותיו יצויין בדוחות הכספיים ולכן עובדה זו לא פורסמה. לשאלתך אני...אינני משפטן אינני כלכלן לכן אין גם טעם להיכנס איתי לבעיות של דוחות כספיים ודרך הצגתם לצבור הרחב".

אלה הם לכאורה דברים ברורים - מאיר יודע שרכישת המניות היא הפחתת הון, אך כיוון שאין מעירים לו, לא רואי החשבון לפני חתימת הדו"ח, ולא רשויות אחרות, לכן עובדת הפחתת ההון לא פורסמה.

התפישה לפיה כשפירמה רוכשת את מניות עצמה הונה קטן עולה היטב בקנה אחד עם תשובות כלכליות שנתן מאיר לשאלות בחקירה הנגדית שלא נסובו באופן ספציפי על בנק המזרחי (ראה 22621-22617).

כשנשאל מאיר על קטע זה של דבריו במשטרה - הסתמך בלשונו עוד ועוד. תחילה אמר "לפי מה שהבנתי אז זה לא נחשב להפחתת הון בגלל שראינו את זה כמלאי זמני". וכשהוצג לו שאינו יודע מראש לכמה זמן הוא רוכש את המניה, אף שהוא מקוה שיוכל להשתחרר ממנו, חזר וענה:

"אבל רוב הזמן ראינו...אפילו ב-1983 המלאי אחרי המשבר הגדול בינואר '83... ירד. וראינו את זה בכל אופן כמלאי זמני, ובהמשך הוא מסביר כי דבריו

במשטרה היו הסבר כללי ולא ספציפית ביחס לבנק המזרחי, והוא חוזר ואומר כי "

..ביחס לבנק המזרחי בזמן אמת לא חשבתי שזה הפחתת הון. גם כשראינו את

התנודתיות בדבר ואת הזמניות ולכן לא ראינו את זה כהפחתת הון". (ראה חלופי

הדברים בעמודים 22732-22734). העולה במצטבר מכל ההסברים שנתן הוא שאף

שרכישת מניות של הבנק באמצעות חברות מווסתות של הבנק היא כלכלית בגדר הפחתת

הון, לא כך ראו את הדברים בזמן אמת, משום שבזמן אמת ראו זאת כמלאי זמני,

ונסיון העבר הצביע על זמניותו. קו דומה ראינו בבנקים אחרים בהם נתנו הסברים

אלו ואחרים

למה שסברו בזמן אמת.

הוא נשאל על ידי בית המשפט לגבי התבטאותו זו בענין מלאי זמני - האם היו דיונים כלשהם בהם נדונה השאלה כיצד לרשום את נושא הויסות. על כך הגיב באומרו כי אין לו ספק שהיו דיונים עם החשב ועם אלי אונגר, אין לו ספק בכך למרות שהוא לא יכול "לתעד" זאת עכשיו (22756-22758). בישיבה בה נאמרו הדברים שהובאו לעיל מפי מאיר הודיע עו"ד לדור על סיום החקירה הנגדית. למחרת היתה אמורה להיות חקירה חוזרת בלבד. אך בפתח הישיבה למחרת היום הודיעו הצדדים כי בהסכמה ישאל עו"ד לדור

כמה שאלות נוספות בחקירה נגדית. עו"ד לדור שאל, ומאיר אישר כי ראו את המלאי כמלאי מסחרי, וכי היה דיון בענין אך הוא לא מוצא לו תעוד. אך כאן הוסיף ואמר: "אני שמח שאתה מעלה את השאלה הזאת, מכיוון שאני מייד בגמר הישיבה, בצאתי מבית המשפט הרגשתי לא טוב עם התשובה הזאת, כי למעשה אני אמרתי שמצד אחד אני בטוח שהיו שיחות אבל אני לא זוכר וניסיתי מאמת לרענן את הזכרון שלי ולאמץ את הזכרון שלי ואני באמת לא זוכר שהיו שיחות כאלה ואני חושב שאני לא יכול היום, אני מצטער מאוד, אבל נדמה לי שבשאלה הזאת אני מקווה שהיא היחידה באמת נגררתי באיזה צורה שהיא ולא דייקתי בתשובתי..." והוא ביקש "למחוק" מה שאמר בענין זה שדובר על כך בבנק שזהו מלאי מסחרי. הוא הוסיף גם ואמר שהרגיש שמה שאמר יום קודם לכן הוא "דבר והפוכו" והוא לא היה שלם עם זה. הוא הבהיר עוד שאלמלא העלה לדור שוב את הנושא ביוזמתו - הוא לא יודע מה היה קורה, ויתכן שאחרי שהאיסור לדבר עם עורך דינו היה מסתיים עם סיום עדותו, היה מתייעץ עם עו"ד ארנון כיצד לנהוג. עוד ציין כי אין כאן "זכרון קולקטיבי", מאז עדותו, והוא לא דיבר עם איש. (22786-22788).

אם מאיר מבקש "למחוק" את תשובתו שרכישת המניות איננה הפחתת הון, בנגוד למה שאמר במשטרה כשהנמקה לכך שאין המדובר בהפחתת הון היא שעל פי הקונספציה בזמן אמת מדובר במלאי זמני למסחר - נשארנו, ללא תשובה, והבהרה לא נתבקשה גם בחקירה החוזרת לגבי השאלה מדוע בכל זאת אמר במשטרה שרכישת המניות הינה הפחתת הון.

ביום בו הסתיימה עדותו של מאיר החלה חקירתו של נוה.

נוה נשאל, בחקירתו הראשית האם השאלה אם לרשום או לא לרשום הפחתת הון כתוצאה

מהמלאים נדונה בבנק, ועל כך השיב:

"השאלה הזאת לא עלתה, לא נדונה לא בבנק ולא מחוצה לבנק בשנות הויסות. שמעתי פה את התשובה של אהרון מאיר ואני רוצה להגיד לך אני מאוד הופתעתי מפני זה, לא היה דבר כזה. לא היה דיון כזה אף פעם" (22846).

אדגיש כאן כי נוכח נסוחו של כתב האישום לא התרתי לתביעה להעלות טענה, לא

בענין בנק הפועלים ולא בענין בנק המזרחי שרכישת המניות על ידי החברות הזרות

היתה צריכה להרשם כהפחתת הון (החלטה מיום 16.2.92 לפני חקירתו של מומחה התביעה ד"ר צור, בעמוד 11235). עמדתי עם זאת בהרחבה רבה ובפרטנות על גרסתו המשתנה של מאיר בנושא זה כדי להבהיר את התרשמותי הברורה שנאשמי בנק המזרחי אינם משתפים את בית המשפט בעדותם בחלופי הדברים שהיו בפועל בבנק בנושא הביטוי החשבונאי של פעולות הויסות. הדבר רחוק גם מלהתקבל על הדעת שמשך כל השנים הללו לא היה שום דיון בענין. אכן, כיוון שאין איש החושף את תוכנם של הדיונים, ובאין (ככל הידוע) פרוטוקולים בענין זה - אין בפני בית המשפט ראיה פוזיטיבית מה דובר ומה לא דובר. אך מכך אין להסיק שאני מקבלת את הקו המיתמם לפיו כלל לא היו חלופי דברים בענין. אינני מקבלת גם את נסיונו של מאיר שתחילתו עוד בחקירה במשטרה להמעיט בערך

עצמו כמי שאינו מבין בחשבונאות ובכלכלה. מדובר במי שהיה בין השנים 1971 ועד

1986 מנהלו הכללי של בנק. אחרי 1986 שימש מספר שנים כיו"ר כלל, וכיו"ר

מועצת המנהלים של "אוסם". עיסוקו העיקרי היום הוא במסגרת חברה "צמיחה" הנותנת שירותים פיננסיים ותיווך, הוא שותף שם עם אינהורן. עסוקים אלה, וביחוד האחרון שבהם מצריכים יותר הבנה ממה שמאיר מייחס לעצמו בעדותו גם היום.

בדומה - נוה העיד כי אין הוא יודע איך "נסגרו" החשבונות בין הבנק וב.מ.ג. "באופן טכני" אך ידוע לו שהחשבונות נסגרו כי אלה היו ההנחיות. ה"סגירה" נעשתה על ידי אגף ניירות ערך והם ידעו, כך סיפר שצריך לכסות את ההכנסות וההוצאות של ב.מ.ג. בסיום השנה וטיפולו בזה (22940-22941). אם ב.מ.ג. או אורגלו הם לקוחות "רגילים" המקבלים הלואות או מפקידים פקדונות - אין צורך בפעולה של "איפוס" או "סגירה" בסוף השנה. פעולות כאלה מחייבות מתן הנחיות, ונוה אכן מעיד שהיו הנחיות. שוב - פירוש הדברים אינו אלא שנושא הויסות ורישומו נדון בבנק. ה"איפוס" שנעשה אינו פועל יוצא מן הקונספציה שב.מ.ג. ואורגלו הן, כביכול, לקוחות רגילים. נוה היה חשב של הבנק מ-71. מאיר היה מנהל מאותה השנה. לענין זה מצבם שונה, למשל, מגזית שקיבל את מתכונת רישום הויסות ב"ירוש"ה, לאחר שעוצבה כבר. מישהו נתן לאגף ניירות ערך את "ההנחיות" מה לעשות. חזרנו לאותו ענין - שהעובדות הנוגעות לדיונים בענין רישום הויסות, שהן בידיעתם המיוחדת של הנאשמים - לא נחשפו במשפט. על כך שאין חושפים בהליך את כל מה שדובר בבנק, והפעם בענין הנוגע במישרין לאישום נגד בנק המזרחי ניתן לעמוד גם בהקשר אחר הנוגע לענין האישום השלישי - ארועים לאחר תאריך המאזן. כזכור, בתחילת שנת 1983,

בתקופה שבין תאריך המאזן לשנת 1982 ולפני תאריך חתימתו היה הבנק נתון במשבר קשה, ומלאי המניות שהחזיק עמד על כ-90 מליון דולר. מצבו הקשה של הבנק בתקופה זו נדון בישיבת ההנהלה מיום

9.2.83 (מ/58/מ) שנזכרה כבר בהקשר אחר. רשום שם מפי נוח: "יש לדעת שהמאזן

משקף את המצב העכשוי. הוא מסתיים לפני ארועי המפולת". כשחקר נוח על קטע זה הוא ניסה תחילה לומר שמדובר בכלל על החברה להשקעות של הבנק, אך חזר בו נוכח הערה של עו"ד ארנון (בסקירת המנהל באותו פרוטוקול מסופר שהמאזן בתהליך הרכבה ויפורסם ב-8 למרץ). כמה פעמים אמר נוח כי אינו זוכר מה כוונת הדברים, ועוד אמר "יכול להיות שזה בא ואומר שהמאזן נותן, מאחר והוא מסתיים לפני תאריך המפולת 31.12.83 הוא הנתונים שאותם אנחנו מדווחים ואין לזה ביטוי למה שקרה במפולת, אין לזה ביטוי בדו"ח הכספי, אבל אני לא...". ושוב חזר ואמר שאינו זוכר. (עמודים 22929-22931). גם כשניתנה לו אופציה להיזכר עד למחרת היום ציין, למחרת, כי ניסה לדלות מזכרונו ולא מצא תשובה (22959). אני סבורה כי נוח לא "מצא תשובה" מפני שאין תשובה מניחה את הדעת לכך שנמנע מלציין כארוע לאחר תאריך המאזן לשנת 82 את ארוע ה"מפולת" בה החזיק הבנק, באמצעות החברות המווסתות כ-50 אחוז מהונו העצמי! דברי נוח כפשוטם, ובאין להם הסבר אחר אינם מתפרשים אלה כמילות הרגעה - ניתן ביטוי רק למה שקרה עד ה-31.12.82, וזאת כשנוח מבין, כפי שעלה מעדותו שיש צורך לתת ביטוי לארוע לאחר תאריך המאזן.

מאיר ונוח חתומים שניהם על מכתב מיום 7.3.83 המופנה לרואי החשבון לענין הדוחות הכספיים לשנת 82, הידוע כ"מכתב נוחות" (ת/200). במכתב זה הם מאשרים, בין השאר, (פיסקה י"ח) "מאז תאריך המאזן לא התרחש ולא התגלה כל דבר וכן לא בוצעו כל עסקאות שיש להן השפעה מהותית על נתוני הדוחות הכספיים ואשר מצריכים גילוי או שינוי בדוחות הכספיים או ההופכים את הדוחות הכספיים למטעים".

חתימה על המכתב יש בה, מטבע הדברים, וכפי שצוין לגבי בנקאים אחרים כדי לעורר את מחשבתו של החותם לשאלות המתעוררות. מנהל בנק וחשבו של בנק אינם,

חלילה, אנאלפבתים שאינם יודעים על מה הם חותמים. בדרך כלל

חזקה היא שאדם יודע על מה הוא חותם. כשמנהל בנק וחשבו מעבירים את המסר שלא נתנו דעתם על מה שהם חותמים עליו - הנטל לשכנע קשה במיוחד. הוא קשה שבעתיים כשגרסאותיהם הן גרסאות מתחכמות ומיתממות, ואינן חושפות בפני בית המשפט עובדות המצויות בידעיה מיוחדת שלהם. על סמך החזקה שבנסיון החיים שאדם ועוד במעמד הנאשמים - קורא מה שהוא חותם אני קובעת כי מאיר ונוח נתנו דעתם לכל הצהרותיהם במכתב הנוחות ולנכונותן או אי נכונותן.

הזכרנו את הנושא של ארועים לאחר תאריך המאזן. בהקשר זה אני קובעת שמאיר

ונוח חתמו שניהם ביודעין על מכתב מטעה, כדי "לאפשר" לרואי החשבון לצרף דו"ח "חלק" המתעלם מארועי המפולת. אכן, הדווח יכול היה להביא בחשבון גם את ירידת המלאים עד תאריך המאזן, אך לא להתעלם כליל. אחזור עוד למכתב הנוחות בדוני באישום השלישי.

מאיר נחקר לענין התשקיפים, בהם מתוארת פעילות ב.מ.נ. כנעשית ב"תיאום" עם

הבנק, והתבקש להבהיר האם תאור זה נכון. תשובתו היתה שקרא את התשקיפים והוא חתום עליהם כמו כל דירקטור, כי פרסמו את כל מה שנדרשו לפרסם, והוא לא השתתף בדיונים על כך, גם לא עם רשות ניירות ערך (22751). כשקרא מאיר את התשקיפים עליהם הוא חתום, לא יכול היה שלא להבחין שהמילה "בתיאום" איננה משקפת את מצב הדברים לאשורו. תשובתו איננה מבהירה את מה שלא ניתן להבהיר - כיצד מה שאמור בענין ה"תיאום" נכון הוא. נוח שהשתתף במפגשים רבים עם רשות ניירות ערך (אם כי לא בכולם - 22848) התבטא, לענין אותו "תיאום" כי עד כמה שהוא זוכר לא הבנק יזם את המילים הללו אלה הוא "הוצע" על ידי הרשות לאחר קבלת הסברים מירח ניסן וצבינרי (22852). ניסן היה עד תביעה במשפט, ולא הופנתה אליו בחקירה שכנגד שאלה בכיוון זה, והבנק גם לא הביא עד מרשות ניירות ערך לתמוך בטענה שמדובר ב"המצאה" של הרשות. בניסבות אלו אני דוחה את הטענה, אף שסביר הוא בעיני, גם בלי שמישהו

יעיד על כך, שהמילה "תיאום" היא חלק מהפשרות שנעשו עם סגל רשות ניירות ערך.

נוח אמר בהודעתו במשטרה, ת/140 לגבי הדיונים על הדוחות הכספיים:

"...בתור גוף צבורי חייב לחשוב מראש איך הציבור בארץ יסתכל על הדוחות בנקים קורספונדנטים בעולם שמהם מקבלים קווי אשראי. אם התוצאות בדוחות אינם טובות למשל יש צורך להכין מראש הסברים מתאימים, אלו הן דוגמאות של שאלות ונושאים שמתעוררים בעת שדנים בדוחות הכספיים..."

מאיר ביטא בקטע שצוטט לעיל בהודעתו במשטרה ת/138 את הרעיון שאם היו נדרשים על ידי הרשויות - היו מוסיפים דווחים. אכן, בנק המזרחי הוא בנק קטן ואיננו בנק מוביל. מקובל עלי שגם בנושא הדיווח "פזלו" הנאשמים לראות מה עושים בבנקים אחרים. הרשויות לא העירו להם על מחדליהם, ומכיוון שלא נדרשו-

לא דווחו. שני הנאשמים ידעו, כמובן את העובדה שהבנק הוא שמממן את רכישת מניותיו על ידי החברות המווסתות, ועל אחריותו. הם ידעו גם שהאמור בתשקיף יוצר תמונה בלתי נכונה שהויסות נעשה על ידי חברה אחרת "בתיאום" עם הבנק, דהיינו על אחריותה של החברה. למרות ידיעות והבנות אלו לא כללו בדוחות שום מילה מפורשת בנושא הויסות. כל זה - ועניינים נוספים שיוזכרו בענין האישום השלישי לא נעשה מתוך כך שלא נתנו את דעתם. כשראו כיצד נוהגים הבנקים האחרים, ושאינן איש מכהה בהם או בבנקים האחרים הרשו לעצמם מה שהרשו, והכל מתוך מחשבה כיצד הציבור בארץ והקורספונדנטים בחו"ל יראו את הדוחות. את הדיונים בענין רישום תוצאות הויסות לא חשפו בפנינו, אף שהנוהגים בענין זה גובשו בתקופתם. נעמידם בחזקתם שידעו על מה הם חותמים, וכי נתנו דעתם לנכונות או אי נכונות הצהרותיהם. לתוצאות הנובעות מהעמדתם בחזקתם זו נתייחס בענין האישום השלישי.

שער שלישי: האישום הראשון

א. פגיעה ביכולת התאגידים לקיים את התחייבויותיהם - נתוח יסודות העבירה

באישום הראשון מואשמים נאשמים שונים בעבירות לפי [סעיף 14ב\(א\)](#) [לפקודת הבנקאות](#), ו-[424\(1\)](#) [לחוק העונשין](#), תשל"ז-1977. העבירה לפי חוק העונשין מיוחסת רק לנאשמים 14-16 בגין פעולתם כמנהלי ..i.d.b

כפי שנראה מיד - התביעה והנאשמים חלוקים באופן קוטבי על יסודותיהן של העבירות הנזכרות. נוכח מחלוקת זו נביא תחילה את הסעיפים כלשונם. [סעיף 14ב'](#) [לפקודת הבנקאות](#) הוסף לפקודה בשנת תשכ"ט, והוא קובע:

"עבירות מנהלי הבנק

א. חבר דירקטוריון או מנהל עסקים של בנק אשר ביודעין עשה בעסקי הבנק בדרך שפגעה ביכולתו לקיים את התחייבויותיו, דינו...

ב. חבר דירקטוריון או מנהל עסקים של בנק אשר ביודעין עשה בעסקי הבנק בדרך שפגעה בניהול התקין של עסקיו, דינו..."

העבירה לפי [סעיף 424 לחוק העונשין](#) עוסקת בתאגידים ככלל, והיא הוספה לחוק בשנת תשל"ה. ניסוחה דומה, אך אינו זהה לניסוח העבירה הנזכרת לפי [פקודת הבנקאות](#).

"עבירת מנהלים ועובדים בתאגיד

מנהל, מנהל עסקים, או עובד אחר של תאגיד ועובדים בתאגיד:

1. שעשה ביודעין, בעסקי התאגיד או בנכסיו, דבר הפוגע ביכולתו של התאגיד לקיים את התחייבויותיו, דינו...

2. שעשה ביודעין בעסקי התאגיד דבר בדרך הפוגעת בניהול תקין של

עסקיו, דינו..."

ציינתי כי בין התביעה וההגנה ישנה מחלוקת קוטבית על משמעותם של הסעיפים הנזכרים. בין קווי ההגנה של קבוצת נאשמים שונות היתה, לעתים חפיפה, לעתים נוצרה החפיפה בשלב הסיכומים. יחד עם זאת ניתן להצביע על קווי הגנה "בולטים" המאפיינים קבוצה זו או אחרת. אעמוד בהמשך הדברים על כמה הדגשים שבקווי הטענות. לא בכל ענין ראיתי טעם לפרט, על ידי מי הועלתה טענה זו או אחרת. בין טענות הנאשמים השונים ישנם קווים משותפים, ויש קווים מבדילים.

ישנן טענות יחודיות לקבוצה או לנאשם בודד. לענין פרשנותם של סעיפים - ובכן

עסקינן כרגע - בדרך כלל אין חשיבות לשאלה מי העלה את הטענה. לעתים אדגיש, איפוא, מי היה "נושא הדגל" של טענה זו או אחרת, ולעתים אסתפק באיזכורה של הטענה, הכל לפי הקשר הדברים.

אין לפרש איפוא ביטוי כמו "נטען", "הועלתה טענה" וכיוצא בזה, כאילו בכל

ענין הטענות זהות או אחידות.

התביעה רואה זיקת גומלין הדוקה בין הסעיפים הנזכרים לבין [סעיף 139 לפקודת החברות](#) (נוסח חדש), תשמ"ג-1983 סעיף האוסר על תאגיד, בחריגים מסויימים,

לסייע ברכישת מניותיו. לטענתה נועד סעיף 139 להגן על ההון העצמי שהוא "כרית הבטחון" של המפקידים. לטענת התביעה, כל העובר על [סעיף 139 לפקודת החברות](#) ובכך מקטין מבחינה כלכלית את ההון העצמי, או למצער מקטין אותו באופן שאיננו זניח, עובר גם את העבירות נשוא האישום הראשון. לפי גירסה "חלשה" יותר של טענת התביעה - משנעברה עבירה על [סעיף 139 לפקודת החברות](#), עובר הנטל אל הנאשמים להוכיח שלא נפגעה יכול התאגידים לקיים את התחייבויותיהם.

כללית ייאמר כי הקו בו נקטה התביעה לאורך כל הדרך היה שהקטנה מודעת

(לפחות כזו שאיננה זניחה) של ההון העצמי - אקויבלנטית לפגיעה ביכולת התאגיד לקיים את התחייבויותיו. כדי לסבר את האוזן הביא עו"ד לדור, עוד במהלך המשפט דוגמא שכונתה "דוגמת השטר". לטענת התביעה, מנהל שכל בוקר קורע שטר כסף, מפחית את הונו של התאגיד, ובכך הוא עובר את העבירה נשוא האישום הראשון. ה"פגיעה" משמעותה, לטענת התביעה, "הקטנה" או "גריעה". התביעה מבחינה עם זאת בין פעולה עסקית רגילה, שיש עמה סכונים, והיא יכולה להביא להפסדים, וממילא להקטנת ההון, לבין פעולת הויסות.

פעולה עסקית רגילה, כך מסביר בא כח המאשימה, מיועדת להשיג רווחים ולהגדיל

את הונה של החברה. מי שנכשל בפעולה עסקית רגילה, מסכים בא כח המאשימה, איננו עובר את העבירה. לעומת זאת פעולה מודעת של מנהל בה הוא מקטין את ההון, ולפיכך את כושר הפרעון, מגבשת את העבירה (ראה דברי בא כח המאשימה בעמודים 31676-31678 לסיכומים).

ה"רף" שלטענת המאשימה עליה לעבור כדי להוכיח את יסודות העבירה הינו רף נמוך: כל הקטנה מודעת של ההון (למעט הקטנה "זניחה") תגבש את יסודות העבירה. בלשון אחרת: לטענת המאשימה העבירה נעברת בכל מקום שישנה הקטנה שאיננה זניחה של "כרית הבטחון", וזאת גם במקרה שלאחר אותה הקטנה, הונה של החברה הוא גדול דיו כדי לשלם את כל חובותיה, ואין גם הסתברות לכך שלא תוכל לשלם את חובותיה. בעיני בא כח המאשימה העבירה מתגבשת על ידי המעבר או "הדרך", בלשון סעיף 14ב(א) הנזכר, מנקודה לנקודה: מנקודה בה ההון גדול יותר, לנקודה בה ההון קטן יותר, והכל כמובן, כשמתקיים היסוד הנפשי הנדרש.

בעמדות הסיניגורים נמצאות כאמור כמה וראציות לענין פרשנותם של הסעיפים

(כשפרשנות סעיף 1424(1) "נוגעת" כאמור רק i.d.b., -לאור הבהרות התביעה

בסיכומיה). המכנה המשותף בטענות הסיניגורים הוא שהעבירות הללו נבחנות בזיקה

לחדלות פרעון, כמשמעותה בדיני פירוק

חברות. בטענות שבסיכומים השונים הובאו, ולעתים כטיעון חלופי, דרגות שונות של "עוצמה" של הזיקה הנדרשת. היו שטענו שהעבירה נעברת רק אם התאגיד פורק בפועל; אחרים טענו ששאלת חדלות הפרעון צריכה להבחן כאילו בית המשפט הפלילי היה בית משפט היושב בבקשה לפירוק החברה ובוחר האם יש לפרק את התאגיד. היתה גם טענה (חלופית) של קבוצת דיסקונט לפיה המינימום שעל התביעה להוכיח הוא שהיתה הסתברות משמעותית לכך שהתאגיד ייקלע למצב של חדלות פרעון.

התשובה לשאלה מה צריכה התביעה להוכיח לענין האישום הראשון הינה צומת דרכים

קריטית להמשך הדרך. הגדרת יסודות העבירה הינה הכרחית. הבחירה קובעת את מסגרת הדיון. אם תאמר שדי לתביעה להוכיח הקטנה ביודעין של ההון העצמי (שאיננה זניחה) מסגרת הדיון היא פשוטה ביותר, ואיננה מצריכה בירור שאלות שעלו מכתב האישום עצמו, ושבהן נעסוק בהרחבה: האם היה "נתק" בין שווי המניות וערכן הכלכלי; האם היתה "התחייבות" של התאגידים כלפי המחזיקים במניותיהם. כל השאלות הללו למעשה מיותרות לפי פרשנותה של התביעה. די לה לשיטתה להוכיח הקטנת הון. כדי לסבר את האוזן: בנק המזרחי הסכים ברורות שהמשמעות הכלכלית של רכישת מניות הבנק במימון הבנק, כפי שהדבר נעשה אצלו היא בגדר הפחתת הון כלכלית.

מדובר בשלבים במסויימים ברכישה בהיקף משמעותי ביותר ביחס להונו של הבנק. אם תאמר שהתביעה צודקת בפרשנות שנתנה לסעיף 14ב(א) ניתן, על יסוד מה שכבר נאמר - להרשיע את מר מאיר. מן הצד האחר: בנק המזרחי טוען שפרשנות סעיף 14ב(א) מצריכה זיקה הדוקה ביותר בין מעשי מנהלי הבנק למצב של חדלות פרעון. לגישתו של בנק זה אפילו הוכח בהליך הנוכחי (בנגוד לטענת הבנק) שנוצרה מחויבות של הבנק כלפי כל המשקיעים במניותיו - עדיין צריך לזכות את מנהלי הבנק. לטענת פרקליטיו של הבנק - בית משפט פלילי לא ידון בשאלת אי היכולת לקיים

התחייבויות כאילו היה בית משפט של פירוק. לפי גישתם אין כלל מקום לברר, במסדרת ההליך הנוכחי את השאלה האם נוצרה התחייבות כנטען על ידי התביעה. אילו היתה התחייבות כזו נטענת בגדרי בקשה להוצאות צו פירוק נגד ההתחייבות הנטענת על ידי התביעה. אילו היתה התחייבות כזו נטענת בגדרי בקשה להוצאות צו פירוק נגד הבנק, היה בית המשפט של פירוק מפנה, על פי הטענה, את הצדדים להליך אזרחי נפרד, בשל כך שאין בית המשפט של פירוק מכריע בשאלה האם קיים "חוב השנוי במחלוקת בתום לבי". אם בנק המזרחי צודק בפרשנותו זו יש לזכות את מנהלו לאלתר, מבלי לבחון אפילו האם נוצרה, אכן, התחייבות כלפי כל המשקיעים כטענת התביעה. פרשנותו של הסעיף חייבת להיות אחידה כלפי כל הנאשמים ולכן קבלת טענתו של בנק המזרחי מחייבת את זכוי כל הנאשמים מן האישום הראשון. אם פרשנותה של התביעה היא הנכונה, אין צורך לדון בסוגיות רבות שעלו בהרחבה בכתב האישום ובראיות הצדדים מפני שהן מיותרות.

בדומה: אם ייקבע, למשל, שכיוון שבפועל לא הגיעו הבנקים למצב של חדלות פרעון (לטענת התביעה - בגלל הסדר המניות) לא נעברה העבירה, שוב אין טעם בשום דיון נוסף.

עמדתי איפוא על חשיבותה של צומת הדרכים הנוגעת לפרשנות הנורמה החלה.

בצאתנו לדרך הארוכה של דיון באישום הראשון, נמצא שתשובות שונות לשאלה "מה צריך להוכיח" יש בהן כדי לשנות את כל מסגרת הדיון.

ועם זאת נעיר: העובדות שייקבעו לענין האישום הראשון דרושות לשם ליבון הטענות באישום השני ובאישום השלישי. בין האישומים ישנה, כפי שנראה בהמשך הדברים, זיקת גומלין הדוקה. בשל אותה זיקת גומלין הדוקה יאפשר לנו הדיון המפורט באישום הראשון "קיצור דרך" בשני האישומים האחרים.

המאשימה מנתה בעמודים 14-16 לכתב האישום ארבעה סיכונים למשקיעים וליציבות הבנקים כתוצאה מההתליך הויסות:

1. הפסדים למחזיקים במניות כתוצאה מירידת ערך המניות המוחזקות על ידי צבור

המשקיעים וכתוצאה מירידת ערך המניות שבידי החברות המווסטות;

2. תביעות אזרחיות נגד הבנקים;

3. משיכת פקדונות;

4. קריסת בטחונות.

כתב האישום עוסק, על פי נסוחו, בשאלה מה היה קורה אילמלא התערבה הממשלה על דרך "הסדר המניות". "לבו" של האישום הראשון מצוי בסעיף (4) שבמוד 26 בו נאמר:

"אילמלא התערבה הממשלה במסחר במניות הבנקים והעמידה לרשותם את האמצעים הכספיים כאמור לעיל... היו פעולות הויסות של הנאשמים, כמתואר בכתב האישום, מביאות להתרחשות משבר, בו היו המתממשים הנזקים הנ"ל; נזקים אלה היו מתבטאים מצד אחד - בהפחתת נכסיהם של הבנקים כתוצאה מירידת מחירי המניות שהוחזקו על ידם כמלאי, מירידת ערך האשראי עקב קריסת בטחונות וממשיכת פקדונות; ומן הצד האחר - בהגדלת התחייבויותיהם, כנובע מהגשת תביעות אזרחיות נגד הבנקים על ידי צבור המשקיעים שניזוק ממעשי הנאשמים וכתוצאה מהנטל הכספי שהיה מוטל על הבנקים לשאת בפיצויים עקב כך. בנוסף על כך היתה נפגעת יכולת הבנקים לקיים את התחייבויותיהם השוטפות כתוצאה מפגיעה בנזילותם עם התממשות הסכונים" (ההדגשה הוספה).

המקרה שלפני איננו המקרה הראשון בפסיקה בו נדונו הסעיפים שבפרשנותם אנו עוסקים כאן. נוכח חילוקי הדעות בין הצדדים בשאלת פרשנותם של הסעיפים מתבקש נתוח של פסקי הדין הקודמים שעסקו בסוגיה זו, ולימוד מה ניתן, ומה לא ניתן ללמוד מהם לענין פרשנות הסעיפים האמורים.

אקדים ואומר כי בפסיקה נדונו מקרים בהם הורשעו מנהלי בנקים בעבירה לפי סעיף [14ב\(א\)](#), בעוד שהבנקים בהם דובר הגיעו בפועל לידי פירוק.

מסקנתי, אותה אנמק ואפרט להלן, תהיה שמצב של חדלות פרעון בפועל איננו נמנה על יסודות העבירה. בהמשך הדברים אנתח את היסוד העובדתי של העבירה ניתוח משלי. בשל עקרון התקדים המחייב, ובשל טענות שונות שהועלו, רואה אני חובה לעצמי לדון תחילה בפסקי הדין הקודמים.

פרשת בנק ארץ ישראל-בריטניה

בנק ארץ ישראל בריטניה, שנוהל על ידי יהושע בן ציון, פורק במצוות בית המשפט

המחוזי, וערעור שהוגש על כך לבית המשפט העליון נדחה: ע"פ 77/74, בנק א"י בריטניה נ' היועץ המשפטי פ"ד כט 6(2).

בע"א 174/85, 173 ממדינת ישראל נ' בן ציון, פ"ד ל(1) 119 (להלן - בן ציון)

נדונה שאלת אחריותו הפלילית של בן ציון בגין עבירות שונות הקשורות לפרשת התמוטטות של הבנק, ובהן גניבה על ידי מנהל, והעבירה לפי [סעיף 14ב\(א\)](#) [לפקודת הבנקאות](#).

רוב הדיון התמקד בעבירה של גניבה על ידי מנהל. בין שאר המעשים שביצע בן ציון היה הפקדת סכום כסף נכבד בבנקים בשוויצריה. הבנקים השוויצרים נתנו את הכסף כהלואה לקבוצה מסויימת (קבוצת ויליאמס) שלא היתה יכולה לקבל הלואות נוספות במישרין מבנק ארץ ישראל-בריטניה. הבנק עצמו היה חלק מאותה קבוצה. לענין עבירת הגניבה נבחנה השאלה האם בעת הפקדת הכספים בשו"ץ ושעבורם היה סיכוי סביר לכך שקבוצת ויליאמס תוכל לסלק את ההלואות שקיבלה מהבנקים השוויצרים ולגרום על ידי כך לשחרור הפקדונות. על שאלה זו השיב בית המשפט בשלילה. לכאן נקשרו דיני הפירוק: בית המשפט בחן את שאלת האפשרות של שחרור הפקדונות דרך דיני הפירוק, הקשורים כפי שנאמר שם "קשר אמיץ" לנושא שחרור הפקדונות, ויכולים לשמש אמת מבחן: חברה הצפויה למתן צו פירוק עקב שעבוד נכסיה

לא ייאמר עליה שהיה לה סיכוי סביר לשחרר את השעבוד ולהמשיך בעסקיה בדרך הרגילה.

בית המשפט עמד שם על שני מבחנים - הלקוחים מדיני הפירוק - לקביעת אי כושר פרעון: כאשר סך כל התחייבויות החברה עולה על סך נכסיה החברה היא במצב של אי כושר מאזני וזאת גם כשיש בידיה די אמצעים נזילים לעמוד במשך זמן מה בפרעון חובותיה השוטפים בזמני פרעונם; החברה היא במצב של אי כושר מחמת חוסר נזילות כאשר אין היא יכולה לשלם כל חוב מחובותיה ביום פרעונו. חברה יכולה להיות במצב של אי כושר מחמת נזילות גם כאשר לפי מאזן נכסיה והתחייבויותה יש כסוי מלא לחובותיה, אך מימוש הנכסים עלול לדרוש זמן ניכר, ובינתיים אין בקופתה הכספים הנחוצים כדי לעמוד בפרעון חובותיה במועדיהם. יכולת הפרעון במועד תלויה באמצעים הנזילים שברשותה, בנכסים הניתנים למימוש מהיר, ובאשראי שהיא מסוגלת להשיג כדי לאפשר לה לגשר על תקופת מחסור באמצעים נזילים עד שירחיב, אם עקב שיפור במצב עסקיה, ואם אחרי מימוש נכסים שמימושם דורש זמן ממושך יותר. בית המשפט ציין שבסופו של דבר, בקיץ 1974 לא היתה קבוצת ויליאמס, שעסקה בעסקאות ספקוליטיביות, מסוגלת מבחינת הנזילות לעמוד בהתחייבויותיה. בנק ארץ ישראל-בריטניה ביקש ולא קיבל סיוע מבנק ישראל, וכך התמוטט הבנק. בית המשפט לא בחן את מעשיו של בן ציון לפי סופו של המעשה. הוא בחן את השאלה האם אי כושר הפרעון שארע בסופו של דבר היה צפוי למעלה משנה קודם לכן, בעת שהועברו הכספים לבנקים בשוויצריה בחורף 1973. הוא בחן טענה בדבר מה שכונה "מאורעות אפולקליפטיים" שארעו בעסקיה של קבוצת ויליאמס הכרוכים בירידת מחיר הזהב. בענין מאורעות אלה הוא מציין:

"נכון הדבר שבמאורעות אלה לא היתה הוכחה מלאה של הסיכויים והצפיות הסבירים שבחורף 1973, אבל ראיה לכך בודאי שהיתה כאן, כי בנקאי זהיר היה צריך לראות מראש שמאורעות מעין אלה עלולים

לקרות באחד הימים, וחובתו היא לנקוט אמצעים כדי שהבנק שלו יוכל לעמוד גם בימי רוח וסערה בלתי מצויים. לא היו אלה מאורעות אפוקליפטיים. רחוק מזה: כבר היו דברים מעולם ששערי הבורסה ירדו ירידה פתאומית, ואף על מקרים של התמוטטות בנק זה או אחר ברחבי העולם כבר שמענו בעבר. מה שקרה בפועל לא היה איפוא מחוץ לגדר צפיה סבירה של בנקאי זהיר".

בסופו של דבר נקבע ממצא שבעובדה שבעת שעבוד הפקדונות בבנקים שבשוויצריה לא היה לבן ציון יסוד סביר להניח שישחרר את כספי הפקדונות כדי שכספים אלה ישמשו לניהול תקין של עסקי הבנק. בית המשפט אישר איפוא את ההרשעה בעבירה של גניבה על ידי מנהל.

לענין העבירה לפי [סעיף 14ב\(א\)](#), היא העבירה נשוא האישום הראשון שבפני, ציין

בית המשפט בקצרה כי "משנמצא שלא היה למערער סיכוי סביר לשחרר את כספי הפקדונות המשועבדים, ממילא עשה בזה מעשה אשר פגע ביכולתו של הבנק לעמוד בהתחייבויותיו" (בעמוד 137 מול האות ג').

אם נסכם את הדיון בפרשה סבוכה זו, עולות המסקנות הבאות: בפועל, ובסופו של דבר, כתוצאה מאותה הפקדת כספים בשו"ץ ושעבודם, לא היה ביכולתו של הבנק לעמוד בהתחייבויותיו השוטפות, והיה צפוי מראש שכך יהיה. בית המשפט בחן את

אחריותו של בן ציון בענין הגניבה ובענין העבירה של אי יכולת לעמוד בהתחייבויות על פי השאלה האם בעת הפקדת הכספים בשויץ היה סיכוי סביר שהפקדונות ישוחררו. במסגרת זו נבחנו, כמצוטט, צפיותו הסבירות של בנקאי זהיר בעת הפקדת הכספים.

אכן, בפרשת בנק ארץ ישראל-בריטניה היה בפועל מצב של אי סולבנטיות שהביא לפירוק הבנק. לא נמצא בפסק-הדין נתוח תאורטי של יסודות העבירה לפי [סעיף 14ב\(א\)](#) [לפקודת הבנקאות](#), נתוח שלא היה נדרש שם לענין. לא

ניתן ללמוד מפסק דין זה שגרימה למצב של העדר יכולת פרעון בפועל היא תנאי להרשעה.

פרשת בנק צפון אמריקה

בנק צפון אמריקה פורק בשנת 1988. התחייבויותיו עלו על נכסיו. נושאי משרות בבנק הובאו להליכים פליליים. לענייננו רלוונטי הליך פלילי שסיומו הוא בפסק-דין של בית המשפט העליון בע"פ [775, 752/90](#), [1443 ברזל ואחי' נ' מדינת ישראל, פ"ד מו\(2\) 539](#) (להלן - ענין ברזל). פסק-הדין בערכאה הראשונה ניתן לפני תחילת ההליכים בתיק שבפני; פסק-הדין בערעור הנוכח ניתן במהלך שמיעת הראיות בתיק. אין צורך בענייננו לעמוד על כל המסכת המורכבת של העובדות והאישומים שנדונו בפסק-דין זה. אני רואה לנכון עם זאת לציין למען הסדר הטוב כי אני מתעלמת מכל מה שנאמר בפסק-הדין לענין ויסות מניות הבנקים. אך מובן הוא כי פסק-דין בין צדדים אחרים איננו קביל כראיה לתוכן העובדות המובאות בו, מה עוד שבאותו הליך הוגש דו"ח ועדת בייסקי במלואו, בהסכמה, כראיה. פסק-הדין מובא אך ורק לצורך ההלכות המשפטיות העולות ממנו.

אגב דיון בעבירת גניבה שבה הורשע הנאשם הלפרין עמד בית המשפט (בעיקר בעמודים 576-579) גם על הנושא של פגיעה ביכולת הבנק לקיים את התחייבויותיו. בית המשפט עומד בהרחבה על כך שבבסיס חוזה ההלוואה שביחסי בנק - מפקיד עומד חיובו של הבנק שלא לסכן בפעולותיו את יכולתו לעמוד בהתחייבויותיו כלפי צבור המפקידים. חובה זו מוצאת ביטוייה בהוראות סטטוטוריות שונות שפורטו שם שנועדו להשיג מטרה זו ובהן הוראות פיקוח על הנזילות ועל האשראי, פיקוח על הלימות ההון, דרישות הון מינימלי לרישוי, וכן ההוראה הכללית המגולמת בעבירה לפי

[סעיף 14ב' לפקודת הבנקאות](#) (הכוונה לשני חלקיו של [סעיף 14ב'](#), המצוטטים בגוף

פסק-הדין). עוד נזכר כי "הוראה מקבילה" ניתן למצוא ב- [18 para u.s.c. 656 \(1982\)](#) bank. - misapplication statute שבין השאר צויין שם כי "פעולות המשלבות דלדול מקורותיו הכספיים של הבנק והענקת אשראים ברמת סיכון גבוהה ודאי שיש לראותן כפעולות הפוגעות ביכולתו של הבנק לקיים את התחייבויותיו" (בעמוד 578 מול האות ד').

כאמור, הקטע הנזכר בכללותו, שיש בו גם דיון נרחב בנושא הכללי של שמירת

יציבותם של בנקים הוא אגב דיון בעבירת הגניבה. [סעיף 14ב\(א\)](#) לפקודת הבנקאות לא היווה שם את הנושא הישיר של הדיון. לעתים ישנו דיון שנשימה אחת בשני חלקיו של [סעיף 14ב'](#) - זה העוסק ביכולת לקיים התחייבויות, וזה העוסק בניהול לא תקין של בנק. בחינה מדוקדקת של מה שכונה בענין ברזל "ההוראה המקבילה" האמריקאית מעלה שוני בינה לבין ניסוחה של העבירה שבפנינו, וכך מעלה גם עיון בפסקי דין רבים שהצדדים הפנו אליהם.

אינני רואה צורך להכנס לענין זה, אליו "נגררו" הצדדים בעקבות אזכורה של "העבירה המקבילה" בענין ברזל. מקובל עלי כי הקטע הנזכר בכללותו (עמודים 576-579) הוא בגדר אמרת אגב, ואינו הלכה מחייבת. אינני סבורה שאני חייבת לפסוק, בעקבות הקטע המצוטט מעמוד 578 מול האות ד' שכל דילול מקורות כספיים של הבנק וכל הענקת אשראי ברמת סיכון גבוהה מביאה מיניה וביה להרשעה בעבירה לפי [סעיף 14ב\(א\) לפקודת הבנקאות](#). כדי לסבר את האוזן - אם מנהל הבנק גנב מהבנק 100,000 שקל, ונתן לחברו הלוואה בסכום כזה ללא בטחונות, הוא ביצע עבירת גניבה, וגם עבירה לפי [סעיף 14ב\(ב\) לפקודת הבנקאות](#), ואולי גם עבירות נוספות. אך מעשה כזה, כשאלה הסכומים שמדובר בהם, איננו עולה לדעתו כדי עבירה

לפי [סעיף 14ב\(א\) לפקודת הבנקאות](#). ענין זה יובהר כשאדון לעיל בטענת התביעה

בדבר הזיקה בין [סעיף 139 לפקודת החברות](#) והעבירה לפי [סעיף 14ב\(א\)](#) הנוכרת.

אני מוכנה איפוא לראות במה שנאמר בעמודים 576-579 בענין ברזל אמרת אגב בלתי

מחייבת לענין פרשנותו של [סעיף 14ב\(א\)](#). פני הדברים שונים לגבי מה שנאמר במישרין לגבי אישור הרשעתו של הלפרין ב[סעיף 14ב\(א\)](#) עצמו (עמודים 582-583 לפסק-הדין). כפי המסופר שם שלחה המפקחת

על הבנקים מכתב להלפרין בו התריעה על כך שאשראים בבטחון יחיד של הבנק בסך של כ-14 מליון דולר עלולים לסכן את הבנק, ודרשה לתקן את הפגמים על פי סמכותה לפי [סעיף 8א' לפקודת הבנקאות](#). הלפרין היה אחראי ליצירת אשראי זה, אך גם לאחר קבלת מכתב זה ואזהרות נוספות בעל פה המשיך לאשר תשלומים במליוני דולרים, כשלא יכול היה להיות ספק בכך שלאחר המכתב הנזכר הבין שהבנק נתון בקשיים חמורים. בית המשפט העליון ציין בנסיבות אלה שמודעותו של הלפרין מוכחת מהנסיבות ואישר את הרשעתו בעבירה הנזכרת.

מפסק-הדין של הערכאה הראשונה [ת.פ. 84/87 של בית המשפט המחוזי בירושלים (עמודים 389 ואילך)], עולה תמונה קצת יותר מפורטת. מסתבר כי בפני בית המשפט היתה חוות דעת של מומחה - ד"ר גולדשמידט - לפיה בהתחשב בהפסדים שגרמו מעשי הנאשם הלפרין, הרי גם אם יוכח חלק מהם, יהיה בכך הוכחה מספקת לפגיעה ביכולת הבנק לקיים את התחייבויותיו. מצויין שם כי בעקבות מעשי הנאשם נאכל הונו העצמי של הבנק, שנשאר חשוף להפסדים ללא כרית לספיגתם. הערכאה הראשונה מציינת כי חוות הדעת מקובלת עליה, אך המומחה לא פירט לאיזה חלק מהמעשים הוא מתכוון. הערכאה הראשונה הסתמכה כאמור על מכתבה של המפקחת על הבנקים, ומזכירה גם שהאשראי שנתן הלפרין היה הקש ששבר את גב הגמל ואשר גרם, בהתווספו לאשראים אחרים, למשלוח אותו מכתב.

נזכיר כאן, אגב דיון בקטע זה שלענין היסוד הנפשי של העבירה אישר בית המשפט את קביעת הערכאה הראשונה כי "היסוד הנפשי הדרוש לעבירה זו אינו רצון להביא לפגיעה אלא מודעות לקיומם של רכיבי היסוד העובדתי שבעבירה".

בתיק שבפני עסקו חלק מהצדדים ומומחיהם בחישובים מחישובים שונים שעיקרם בשאלה מה היו נזקי הויסות הצפויים (לפי טענות הנאשמים ומומחיהם). הם ניסו להראות באמצעות חישובים אלה כי גם אם נביא בחשבון את הנזקים הצפויים (ועל פי גישה "זהירה" המתבססת לטענתם על טענות שונות של התביעה) - עדיין נותרה "הלימות הון" נאותה. חשיבותו של הקטע הנזכר (עמודים 582-583 לענין ברזל) היא בכך שכדי לאשר את ההרשעה לא נכנס בית המשפט לחישובים מסוג אלה. אכן, כפי שטוענים הצדדים - הבנק פורק בפועל. אך הסיבות לגרעון שנוצר בו פורטו בעמודים 547-548, ולפי קביעות שונות של הערכאה הראשונה לא לכולן היה הלפרין אחראי. אין בפסק-הדין דיון ישיר בשאלת הקשר הסיבתי בין הפירוק למעשיו של הלפרין, אך אפשר והדבר עולה ביתר בהירות מתוך חוות הדעת הנזכרת.

הזכרתי את דברי ביתה משפט בענין ברזל בענין היסוד הנפשי של העבירה בה עסקינן. מעבר לאמרת האגב הנזכרת לא עסק ביתה משפט בניתוח מדוקדק של היסוד העובדתי של העבירה לפי [סעיף 14ב\(א\)](#). אני ערה לכך שכנראה היתה מסגרת הטעונים בפסק-דין זה שונה ממה שנטען בפני. ציינתי כי מטרת הניתוח של פסקי-הדין השונים היא להראות מה ניתן, ומה לא ניתן ללמוד מתוכם, ומהם גבולותיו של התקדים המחייב.

פרשת בנק אגודת ישראל

פסק-הדין בע"פ 827/76 שחור נ' מדינת ישראל, פ"ד לב (3) 517

(להלן - ענין ים שחור) פורש תמונה לא מלאה של העובדות הנוגעות לפרשת "הסתבכותו" של בנק אגודת ישראל. בעלי תפקידים שונים בבנק הואשמו (בין השאר) בעבירה לפי [סעיף 14ב\(א\) לפקודת הבנקאות](#). העובדות כפי שתוארו הן שהבנק עשה עסקאות בלתי כשרות בכך שנתן אשראי ואיפשר הוצאת כספים שהסתכמו בקרוב למליון דולר לחברות וגופים מקורבים כדי להיטיב עמם, וזאת בלי לקבל בטוחות ובלי לבדוק את המצב הכלכלי של החברות והגופים, וזאת גם לאחר שאותם גופים לא עמדו בהתחייבויותיהם. ים שחור זוכה בערכאה הראשונה מן העבירה לפי [סעיף 14ב\(א\) לפקודת הבנקאות](#) והורשע, כפי סמכותו של בית המשפט לפי סעיף 166(184) (היום) של [חוק סדר הדין הפלילי, תשכ"ה-1965](#) בעבירה לפי [סעיף 14ב\(ב\)](#). הרשעה זו אושרה בבית המשפט העליון תוך ציון ש"פשוט קשה להעלות על הדעת שמתן אשראי וקבלת התחייבויות כפי שפורטו בפסק-הדין יכולים להראות כניהול תקין של עסקי בנק, אפילו בעיני הדיוטות".

אין בפסק-דין זה משום תרומה משמעותית להבהרת סוגית [סעיף 14ב\(א\)](#). לא עלה בידי לאתר את פסק דינה של הערכאה הראשונה, שלא זכה לפרסום, כדי לעמוד על נמוקי הזיכוי מן העבירה לפי [סעיף 14ב\(א\)](#). צוטטה לי האמירה לפיה "...בסעיף קטן (א) ישנה חומרה יתרה בזה שהניהול הבלתי תקין פגע ביכולת הבנק לקיים את התחייבויותיו...". אמרה זו היא כמעט בגדר ציטוט של לשון הסעיף עצמו.

הפסיקה בענין העבירה לפי [סעיף 1424\(1\) לחוק העונשין](#):

בע"פ 502/89 אביתי נ' מדינת ישראל (טרם פורסם) נזכר סעיף זה בקצרה ללא קביעת הלכה לגביו, תוך אזכור העובדה שהנאשם באותה פרשה (שהורשע

בעבירות אחרות) זוכה מעבירה זו בערכאה הראשונה. העובדות הצריכות לענייננו הן שהנאשם, שהיה מנהל בחברת סונוול קיבל שיקים מידי סוכנים, שנרשמו לבקשתו על שם מקורביו כנפרעים, ונתן תמורתם שיקים דחויים. את השיקים שקיבל הפקיד בחשבון, וכך קיבל אשראי מהסוכנים ללא ריבית. לטענת המדינה נגרם בכך נזק לסונוול שהתבטא באובדן הריבית לתקופת העכוב. מוזכר שהערכאה הראשונה הגיעה לכלל מסקנה שלא נעברה כאן העבירה לפי [סעיף 1424\(1\) לחוק העונשין](#), כיוון שלא הוכח נזק לסונוול, ובודאי לא הוכח שהחברה נמצאה בסכנת אי סולבנטיות. הנאשם הורשע בענין זה בעבירות אחרות. דומה שטענת המדינה באותו ענין, כפי שהיא משתקפת מפסק-הדין, זהה לטענת המדינה בפני: שכל גריעה מכספי התאגיד מגבשת את העבירה. האמור בע"פ 502/89 בודאי איננו הלכה מחייבת משום שיש כאן רק אזכור של מה שנקבע בערכאה הראשונה. אף שהדברים אינם בגדר הלכה מחייבת, הם עולים בקנה אחד עם פרשנות הסעיפים כפי שתוצע על ידי להלן. בפסק דינה של הערכאה הראשונה (ת.פ. 514/86 של בית המשפט המחוזי בחיפה) (לא פורסם), נאמר על ידי כב' השופט ביין:

"הגניבה של הנאשם הקטינה את יתרות הזכות של החברה. האם בכל מקרה כזה מבוצעת העבירה. נניח שהמנהל לקח הלואה גדולה מהחברה ובכך 'עשה דבר בעסקי התאגיד...' (הדבר לא חייב להיות דבר שיש בו 'מרמה' או מעשה פלילי או בלתי מוסרי אחר). ונניח עוד שהמנהל אינו פורע את ההלואה במועדה. האם מחדל זה עושה אותו מיניה וביה לעברין במובן סעיף 1424(1) רק מאחר ויתרת הזכות של החברה קטנה? לדעתי צריך להראות שבנסיבות המקרה הקונקרטי היתה החברה נתונה בקשיים כלכליים וכי פעולת הנאשם העמידה אותה במצב של חוסר סולבנטיות או בסכנת פירוק. לא הובאה כל ראיה שגניבת הכספים על ידי הנאשם גרמה אפילו לסכנה של חוסר סולבנטיות של חברת סונוול הנחשבת כמו חברות הדלק בכלל לחברות איתנות ביותר..."

גישה זו - אף שאינה מחייבת - עולה בקנה אחד עם גישתי שלי, הכל כפי שיפורט להלן.

לסכום נושא ההלכה הפסוקה

לענין היסוד הנפשי של העבירה לפי [סעיף 1424\(א\)](#) נקבע בענין ברזל כי "היסוד נפשי אינו רצון להביא לפגיעה אלא מודעות לקיומם של רכיבי היסוד העובדתי שבעבירה."

לענין היסוד העובדתי: פסקי הדין אינם קובעים כי פירוק בפועל או מצב של חדלות פרעון בפועל (אף אם לא ניתן צו פירוק) הינם תנאי הכרחי לגבושו של היסוד העובדתי של העבירה, אף שבמקרים בהם היתה הרשעה לפי [סעיף 1424\(א\)](#) - אכן ניתן צו פירוק. בענין ברזל נאמרו אמרות אגב בלתי מחייבות בענין פרשנותו של הסעיף. אחת מאמרות האגב היא הפניה ל"עבירה מקבילה" (שלמעשה איננה זהה) בארה"ב.

לאחר נתוח זה מסקנתי היא כי פתוחה בפני הדרך לנתח ניתוח משלי את היסוד העובדתי של העבירה; עקרון התקדים המחייב איננו מציב בפני, לענין זה, הנחות מוקדמות.

ניתוח היסוד העובדתי של העבירה לפי [סעיף 1424\(א\)](#) לפקודת הבנקאות והעבירה לפי

[סעיף 1424\(1\) לחוק העונשין](#)

הרקע החקיקתי

[סעיף 1424 לפקודת הבנקאות](#) הוא חלק מתיקון שנעשה בפקודת הבנקאות בשנת תשכ"ט. מן ההסטוריה החקיקתית עולה בעליל שהדבר שהמריץ את קבלת התיקון לפקודה הוא פרשיות של התמוטטות בנקים: בנק פויכטונגר, בנק

אלרן, בנק קרדיט (ראה: חוק לתקון [פקודת הבנקאות](#) (מס' 9), תשכ"ט-1969, ס"ח תשכ"ט 58; ה"ח תשכ"ח 308; ד"כ 52, תשכ"ח, 2601, 2674, 2505, ד"כ 54 תשכ"ט 2019).

כאן אעיר במאמר מוסגר כי פרשת התמוטטותו של בנק פויכטונגר בתחילת 1967 העסיקה את בתי המשפט בישראל משך כמעט שני עשורים (לסקירת ההליכים השונים

ראה ע"א [817/79, 818/79, 585/79 קוסוי ואח' נ' בנק י.ל. פויכטונגר בע"מ](#), פ"ד לה (3) 253).

החוק בכללותו - כך עולה מההסטוריה החקיקתית - בא לחזק את סמכויותיהם של המפקח על הבנקים ונגיד בנק ישראל במטרה למנוע התמוטטות של בנקים ופגיעה ביציבותם. נקבעו בו עבירות. כן נקבעה בו האפשרות שבנק ישראל, באישור הממשלה יערוב להתחייבויותיו של בנק.

מקובלת עלי טענה שהועלתה בסיכומים לפיה לצורך פרשנות הסעיף בו עסקינן יש ליתן את הדעת למכלול ההוראות שנקבעו באותו תיקון של [פקודת הבנקאות](#). בכך נדון בהמשך הדברים.

העבירה שמקומה היום [בסעיף 424 לחוק העונשין](#) הוספה רק כמה שנים לאחר מכן (ראה: חוק לתקון דיני עונשין (עבירות מרמה סחיטה ועושה) (תקון מספר 3), תשל"ה-1975, ס"ח תשל"ה 97; ה"ח תשל"ב 142, דה"כ 62 תשל"ב 875, דה"כ 63 תשל"ב 2218, דה"כ 73 תשל"ה 2005). ההיסטוריה החקיקתית מלמדת שהכוונה היתה להחיל על תאגידים ככלל את העבירה שב[פקודת הבנקאות](#), והדבר נעשה תוך שינויי ניסוח מסויימים (וראה גם - לענין הצעת החוק - יורן, "הצעת תקון [פקודת החברות](#) בשאלת אחריות מנהלים - טלאי שאינו מכסה את הקרע" משפטים ד 167).

שמירת ההון וטענת התביעה כי כל פגיעה בהון מגבשת את העבירות התביעה טענה, כזכור, כי כל פגיעה - למעט פגיעה זניחה - בהונו של תאגיד, מביאה לגיבוש הרכיב העובדתי של העבירות הנדונות.

תחילה אציין, כי האופן בו העלתה התביעה את [סעיף 139 לפקודת החברות](#) בסיכומיה - אינו נראה לי. קו הטיעון של התביעה הוא למעשה זה: מי שעבר עבירה לפי [סעיף 139](#) הקטין שלא כדין את הונו של התאגיד. מי שעשה כן עבר גם את העבירות נשוא האישום הראשון. לחלופין - משנעברה עבירה לפי [סעיף 139](#) עובר הנטל אל הנאשמים להראות שלא נפגעה יכולת התאגידים לקיים את התחייבויותיהם. קו טיעון זה אינו נראה לי, לא בצד הפרוצדורלי ולא לגופם של דברים. הצד הפרוצדורלי נוגע לכך שבשום שלב לא חשפה התביעה את כוונתה להיתלות בסיכומים בסעיף 139.

עמדתי במבוא על כך ששאלת חוקיות הרכישה של המניות בדרך שנרכשו - להבדיל מהמשמעות הכלכלית של רכישה זו - איננה עומדת על הפרק. אין לי צורך להעמיק עם זאת בענין זה, לרבות השאלה האם ניתנה לנאשמים אפשרות סבירה להתגונן בפני הקו שפותח בסיכומי התביעה, משום שלגוף הענין אינני סבורה כאמור שנכון הוא לקבוע, כטענת התביעה, שמי שעבר את העבירה לפי [סעיף 139](#) עבר מיניה וביה גם את העבירות נשוא האישום הראשון. אני סבורה שהסניגורים צודקים בטענתם כי את העבירות נשוא האישום הראשון יש לפרש בזיקה למצב של חדלות פרעון בפירוק חברות. בהמשך הדברים אעמוד על עוצמת הזיקה הנדרשת.

סעיף 139 משתייך לשורת כללים שעניינם שמירת הונה של החברה. היטיב לתאר את מיקומו במסגרת זו, ואת המצוי והרצוי בענין שמירת ההון פרופסור [פרוקציה במאמרו: "כללים אופטימליים לשמירת ההון"](#) משפטים י"ד תשמ"ה 407. פרק 34 של ספרו של [פרוקציה דיני חברות חדשים לישראל](#) מבוסס בחלקו על מאמר זה.

נעמוד, בעקבות פרוקציה, על עקרי הדברים, ככל שהם נחוצים לענין, והמבקש להרחיב יפנה למקורות הנזכרים, ולסקירה הרחבה של המשפט המשוה המובאת שם. כפי שמסביר פרוקציה, נושיה של חברה בע"מ אינם רשאים לרדת לנכסיהם הפרטיים של בעלי המניות, ורואים אותם כמסכימים להגביל את תביעותיהם לשיעור ההון העצמי שהושקע בה; תנאי ההתקשרות מושפעים משיעור זה, ועל כן יש לראות את החברה כמתחייבת לעשות את כל מה שניתן כדי לשמור על ההון העצמי מפני שחיקה. [פקודת החברות](#) איננה קובעת במפורש את החובה לשמור על ההון העצמי של החברה, והיא מטפלת בנושא באופן עקיף ונקודתי בלבד. החובה לשמור על ההון מקורה במשפט המקובל. עמדתו הבסיסית של הדין הקיים להפחתת הון היא שלילית, אף

שהכלל לענין זה לא קיבל ביטוי סטטוטורי חד משמעי. כך לדוגמא [סעיפים 151-161](#) לפקודה קובעים כמה דרכים מותרות להפחתת הונה של החברה. פרוקציה עומד שם גם על הוראות נוספות בענין שמירת ההון, ולא נרחיב. סעיף 139 קובע כעקרון את האיסור החל על החברה לסייע ברכישת מניותיה, ומציב לו חריגים. סעיף זה אינו מצהיר במפורש על האיסור הרחב יותר, המונע מהחברה לרכוש את מניותיה בעצמה. דילול ההון העצמי יכול להעשות בדרכים מדרכים שונות ובהן חלוקת דוידנד מופרזת, רכישת מניות חזרה מידי החברים, הקצאות מניות ללא תמורה הולמת. כל גורמי הדילול הם בגדר "חלוקה".

בדין המצוי - כמעט כל הפחתת הון אסורה בתור שכזו. פרוקציה מציע - בעקבות המשפט המשוה - להנהיג ליברליזציה בדין הקיים, תוך הטלת מגבלה על צורות החלוקה, כך שלא תהיה ירידה מתחת לסף כמוצע על ידו. הוא סוקר כמה חלופות, שלכל אחת מהן תקדימים במשפט המשוה: הגישה המינימליסטית מאפשרת לחברה להפחית את הונה כרצונה, ובלבד שלא תרד, בזמן ההפחתה או בעקבותיה אל מתחת לסף יכולת הפרעון; הגישה המחמירה ביותר אוסרת על החברה להחזיר לחברה כל השקעה שהשקיעו בה בכושם

כבעלי מניות. לפי גישה זו ניתן לחלק לחברים רק משאבים שהם תוצאה ישירה של רווח, אך לא של הון. בין הגישות הללו תיתכנה גישות ביניים. פרוקציה שולל את הגישה המינימליסטית שתוארה לעיל.

להנמקתו ישנה זיקה לענייננו: הטעם לאיסור הפחתת ההון נובע מהרצון להגן על צדדים שהסתמכו על ההון העצמי כעל כרית הבטחון להבטחת תביעותיהם נגד החברה. מטבע הדברים אין זה סביר שנושה יסתפק בכרית בטחון השווה בדיוק, בנקודת זמן פלונית, לערך החובות. ערכם של נכסים עלול להצטמק עקב עסקה לא מוצלחת, אסון טבע, אי-סולבנטיות של חייבים ועוד. ערך החובות עלול לתפוח כתוצאה מהיווצרות חיובים חדשים. ערכה של כרית הבטחון הוא בקיומם של שולים נוחים ובטוחים בינה לבין סף חדלות פרעון. אילו היתה החברה רשאית לדלל את השולים עד לאותו סף, צפיות הנושים היו מושמות פלסטר. פרוקציה שולל גם את החלופה המקסימליסטית. הוא עומד בין השאר על כך שאיסור על חלוקה יכול להוות סתם מעמסה כאשר שולי הסולבנטיות של החברה רחבים, ואולי אין לה נושים כלל ועיקר.

המחבר מציע שלושה מבחנים לשמירת ההון: מבחן כושר הפרעון, מבחן הנזילות ומבחן "ההון המוצהר". לענין מבחן כושר הפרעון הוא מציין כי אילו נקבע בחוק בפשטות כי חלוקה תחשב לאסורה אם כתוצאה ממנה לא יכולה היתה החברה לשלם את חובותיה בהגיע מועד פרעונם, היה מבחן החלוקה נקבע רק בדיעבד בהגיע מועד פרעון החובות. בזמן ההחלטה על החלוקה איש לא יכול היה להתנבא בודאות שאין היא עתידה להשפיע לרעה על הסולבנטיות של החברה. הצעתו היא שלא לאסור את החלוקה אלא אם כבר בשעה שנעשתה היה קיים חשש סביר שהיא תשפיע לרעה על יכולתה של החברה לעמוד בפרעון התחייבויותיה. אלמנט החשש הסביר מוצע כדי להגן על דירקטורים שפעלו בתום לב. לא נתעכב כאן על שאר המבחנים המוצעים. נציין רק שלענין מבחן הנזילות הצעתו היא, ולא נכנס לפרטים שהנכסים השוטפים לא יפחתו עקב החלוקה מן ההתחייבויות השוטפות, כך שיישמר

תמיד שעור סביר של נזילות (והשווה גם: [גרוס, "ההון העצמי בחברה ככרית"](#) בטחון' לנושים - הגנה אמיתית או מדומה? (מאה שנה להלכת "trevor" עיוני משפט יג תשמ"ח 439. כן ראה ד"ר 39/80 ברדיגו נ' ד.ג.ב. 9 טכסטיל בע"מ פ"ד לה (4) 197).

הנתוח שערך פרופסור פרוקציה יעמוד ברקע הדין בעמדותיהם של הצדדים. אין אני מקבלת שמי שעבר על הוראות [סעיף 139 לפקודת החברות](#) עבר ממילא על הוראות החיקוקים נשוא האישום הראשון. נניח כרגע לצורך הענין למחלוקת שבין התביעה וההגנה בשאלה האם מעשי הנאשמים אכן מגבשים את העבירה לפי [סעיף 139](#) הנוכח. לצורך הנתוח נקבל את עמדת התביעה שעבירה זו נעברה. האם מכך יש להסיק אוטומטית שנעברו גם העבירות נשוא האישום הראשון?

טול מקרה של חברה יש התחייבויות זניחות בלבד (וכזה הוא המקרה של I.d.),

ועוד נשוב לכך) הונה העצמי הוקטן בצורה משמעותית. אפילו לאחר הקטנת ההון יכולים להוות "שולי סולבנטיות", אם נאמץ את ביטוי של פרופסור פרוקציה, שהם רחבים דיים כדי להרחיק כל חשש סביר לכך שלא תהיה לחברה יכולת לעמוד בהתחייבויותיה.

האם בנסיבות כאלה נעברה העבירה? תשובתי על כך בשלילה.

ובדרך של הכללה: הקטנת ההון איננה מעידה, כשלעצמה על קיום חשש לאי סולבנטיות. אכן, הדין המצוי אוסר על הפחתת הון, ומי שעבר עבירה על סעיף 139 יתן את הדין על עבירה זו. אין לערבב בין שאלות אזרחיות כגון מי יכול לקבל, ובאילו נסיבות, סעד אזרחי המונע הקטנת הון, ממי ניתן להפרע על הפחתת הון שנעשתה, האם ניתן לאכוף התחייבות שמשמעותה היא הפחתת הון, וכל כיוצא באלו לבין השאלה האם נעברה העבירה. יתכן כמובן מצב בו הפחתת ההון, בדרך של הפרת האיסור לפי סעיף 139 או בדרך אחרת, הינה בשיעור כזה שמתעורר חשש סביר או חשש שהוא בדרגה גבוהה של

הסתברות לכך שהחברה לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה (והשווה: ע"א 819/79, 818, 585/82 קוסוי ואחרים נ' בנק י.ל. פויכנטונגר, פ"ד ל"ח (3) 253, 282). הפחתת

ההון בדרך זו יכולה להגיע גם למימדים של חיסול טוטאלי, או כמעט טוטאלי של ההון. גורמים שונים יוצרים את התמונה הדרושה להכרעה: מהו ההון הנוותר, לאחר הפחתת ההון, מהן ההתחייבויות, מהי מידת הסכנה שהתחייבויות של החברה יתפחו, מהם סיכויי החברה לצמוח ולהגדיל את רווחיה, ועוד. אך הקשר בין הפחתת ההון לבין החשש של אי יכולת לעמוד בהתחייבויות איננו קשר אוטומטי ואף לא קשר של חזקה.

וכדי לסבר את האוזן: בית המשפט יכול, גם בדין המצוי בישראל להתיר הפחתת

הון. בשקוליו ראוי שיביא בחשבון אינטרסים של נושים.

אם תאמר שכל הפחתת הון כמוה כפגיעה ביכולת התאגיד לקיים את התחייבויותיו

אין מקום לכך שביט המשפט יתיר, בשום תנאי שהוא, להפחית את ההון...

אינני סבורה שניתן לכתוב משוואה בה ייאמר: "הפחתת הון = פגיעה ביכולת

התאגיד לקיים את התחייבויותיו". נקיש מסוגיה אחרת: בענין אחד בו הורשע אדם בגרימת מוות ברשלנות הוצעה לבית המשפט משוואה לפיה הפרת הוראה חקוקה שווה לרשלנות: ע"פ 84/85 לרכטנשטיין נ' מדינת ישראל, פ"ד מ(3) 14. בית המשפט סירב לאמץ את המשוואה שהוצעה לו וציין שחסרונה "...בקביעה שרירותית של רשלנות, ללא מבחן גמיש של רמת הזהירות הסבירה בנסיבותיו של כל מקרה ומקרה. היא אינה מתיישבת עם אופיו של התהליך השיפוטי..." (שם, בעמוד 149 מול האותיות ד-ה). כוחם של דברים אלה יפה לענייננו. אינני מוכנה לקבוע שפועל יוצא מכך שהיתה הפחתת הון אסורה הוא שמנהלי תאגיד יורשעו בעבירה שעונשה 4 שנות מאסר. לפסק דין זה עוד נשוב כשנדון, בהמשכה של הדרך, בפן ההפוך, העולה מטענות הנאשמים: האם קיומה של "הלימות הון" נאותה לפי

סטנדרטים כאלה או אחרים משמעותה היא שלא נפגעה יכולת התאגידיים לקיים את התחייבויותיהם.

אינני רואה הצדקה לבדוק האם עברו הנאשמים את העבירה לפי [סעיף 139 לפקודת החברות](#). ישנה משמעות כלכלית לרכישת המניות. שאלה זו היא רלבנטית. אך השאלה האם מעשי הנאשמים גיבשו עבירה אחרת, בה לא הואשמו (ושככל הנראה התיישנה), אינה צריכה לענין, ולא הועלתה באופן ובשלב הנכון לדיון.

שללתי עד כה את הפירוש שהוצע על ידי התביעה לסעיף. בכך עוד לא קבעתי מהו תוכנו הראוי. נציב תחילה את שאלות הפרשנות המתעוררות. היסוד העובדתי של העבירה - שאלות הפרשנות המתעוררות

עמדתי בהרחבה על כך שפסקי הדין הקודמים אינם פוסקים בדרך של הכללה בפרשנותו של היסוד העובדתי של העבירה. הם בודקים האם יסודות העבירה התקיימו במקרים שנדונו בפניהם. המקרה שבפני מחייב הכרעה פרשנית.

תכלית החקיקה היא להגן על כושר הפרעון של הבנק או של התאגיד. אכן חדלות הפרעון היא "הגרעין" של העבירה (ראה [ברק, פרשנות במשפט, כרך ראשון](#) עמוד 242 ואילך). המשפט מרבה לעסוק - בעיקר בהקשרים של פשיטת רגל ופירוק חברות בנושא של העדר כושר פרעון. בענייננו האיסור הוא על פגיעה ביכולת הפרעון.

האם נכונה הטענה שהסעיף עוסק רק בגרימה בפועל של תוצאה של חדלות פרעון? אם כך תאמר - וכפי שאבאר אין זו דעתי - בזה הסתיים הדיון ביסוד העובדתי. אם לא תאמר כך מתעוררות שאלות בכמה ממדים של יכולת הפרעון.

הממד הכמותי: מה גודל הפגיעה הנדרשת - פגיעה כלשהי ("ולו באפסילון", כפי

שטען עו"ד לדור בטרם צמצם את טענותיו לפגיעה שאיננה זניחה); פגיעה משמעותית, פגיעה המותירה את החברה ללא כל הון עצמי (התחייבויות זהות לנכסים); פגיעה המביאה לגרעון (התחייבויות עולות על נכסים). ההצעה האחרונה זהה לאמירה שנדרשת חדלות פרעון בפועל. אם זו אינה נדרשת - מדובר ברצף אפשרויות.

ממד הזמן: כעקרון ההשפעות של מעשה הגורם לפגיעה ביכולת פרעון יכולות להתבטא

מיד, בד בבד עם המעשה, ויכולות להתבטא רק כעבור זמן. טול מקרה של מנהל בנק שמעל בכספי הבנק ולקח לעצמו או למקורביו כספים העולים על הונו העצמי של הבנק. דבר המעילה טרם התגלה, והבנק ממשיך "לגלגל" כספים ולענות לדרישות מפקידיו, אך נכסיו הנותרים קטנים מהתחייבויותיו. מנהל כזה פגע באופן מידי ביכולת הפרעון. ברגע המעילה עולות ההתחייבויות על הנכסים, גם אם הדבר טרם נודע. ישנם מקרים בהם חוסר הסולבנטיות יתבטא בעתיד, כתוצאה ממעשים הפוגעים בכושר הפרעון הנעשים היום. נציע דוגמא קונקרטי: חברה פלונית משווקת מכשיר חשמלי. בשלב מסוים מסתבר למנהל, מפי מומחי החברה, שלמכשיר יש קרינה מסוכנת ושימוש ארוך טווח לו נועד המכשיר יביא לפגיעה חמורה בבריאות המשתמש. למרות אזהרות המומחים ממשיך המנהל, ביודעין, לשווק את המוצר. הוא חושף את החברה לתביעות נזיקין חמורות של כל אחד מהמשתמשים, תביעות שהחברה לא תוכל לעמוד בפניהן. בינתיים החברה משגשגת, עומדת בכל התחייבויותיה וצוברת רווחים. כדי לא להכנס לשאלות שאינן נוגעות למהות הכלכלית אני מתעלמת כרגע מהשאלה האם צריך ליתן לסיכון זה ביטוי "רישומי". שאלה זו מסטה אותנו מן המהות הכלכלית לשאלות של רישום. מעשיו של מנהל זה יוצרים היום פגיעה עתידית צפויה, דהיינו פגיעה שתוצאותיה יביאו בעתיד להעדר יכולת הפרעון.

במישור הזמן מתעוררת השאלה, האם העבירה עוסקת רק בפגיעה מיידית או גם בפגיעה עתידית? מנהל התאגיד זרע זרע פורענות. הזרע טרם נבט. האם ענין לנו רק בזרעים שנבטו, או גם בזרעים העתידים לנבוט?

הממד של הסתברות קרות הפגיעה: שאלה זו מתעוררת רק לדידו של מי שיפרש את ה"פגיעה" ככוללת פגיעה העלולה להביא בכח למצב של חדלות פרעון.

העבר וההווה הם נתונים קיימים, בין אם הם ידועים ובין אם לאו. העתיד איננו ידוע בודאות. טול את הדוגמא שהבאנו בדבר מנהל תאגיד שמשווק מכשיר מסוכן. הנחנו עד כה שהוא צפוי לתביעות נזיקין כבדות של כל המשתמשים במכשיר, מפני שכולם ייזקו. אך העתיד צופן לעתים בחובו הפתעות. נניח שמדענים יגלו תרופה לנזקי קרינה, שכל מי שנוטל אותה - יירפא מיד. אמנם, הדבר לא היה בתחום הצפיה הסבירה של המנהל בעת שהמשיך לשווק את המוצר, אך כך ארע בפועל. בפועל לא ייגרם נזק, או שהנזק הוא מזערי. מה שיתרחש בעתיד הוא לעולם השערה. יכולה במקרים קיצוניים להיות בדרגה כה גבוהה של ודאות שמותר למשפט להתייחס אליה כאל ודאות ("מחר תזרח השמש"), היא יכולה להיות קרובה לכך ("רק נס יציל חולה סופני זה"), היא יכולה להיות נמוכה, או כמעט אפסית. גם כאן - מדובר ברצף. מי שמניח שמדובר גם בפגיעה שתוצאותיה הן תוצאות בכח, בזרע שנשתל ושטרם נבט, חייב ליתן דעתו גם לשאלת ההסתברות.

היסוד העובדתי בסעיף 14ב(א) לפקודת הבנקאות ו-424(1) לחוק העונשין - פרשנות ראויה.

מסקנתי שלי היא שהעבירות שבכותרת אינן עוסקות רק בתוצאה של גרימת חדלות פרעון בפועל. גם פגיעה שעלולה להביא לחדלות פרעון בעתיד - אותם זרעים שנשתלו וטרם נבטו - היא "פגיעה" הנכללת ביסודות העבירה. בלשון אחרת, מדובר במעשה הפוגע (בכח או בפועל) ביכולת לעמוד בהתחייבויות ועל ידי כך מסכן את הסולבנטיות. כמו בכל ענין פלילי - הנטל

להוכיח את העובדות מהן עולה המסקנה בדבר סיכון הסולבנטיות מוטל על התביעה, ומכל ספק סביר בענין העובדות יהנה הנאשם. כשהסיכון הבשיל בפועל עד למשפט לכלל חדלות פרעון (כמו בענין בן ציון) - ממילא אינה מתעוררת שאלת ההסתברות לחדלות פרעון. וכשהסיכון לא הבשיל על התביעה להוכיח שהיה קיים סיכון סביר להקלעות למצב של אי סולבנטיות באחד משני מובניה כתוצאה מן המעשה. נדגים: בענין בן ציון ניתן היה להעמיד לדין ולהרשיע את המנהל בעבירה לפי סעיף 14ב(א) מיד אחרי ששעבד כספים לאותם בנקים שויצרים, מבלי שהיה סיכוי סביר לכך שהשעבוד יוסר. אין הכרח להמתין ולראות האם בפועל תיגרם אי סולבנטיות כדי להרשיע. בית המשפט בפרשה זו אכן קבע, כפי שהראתי, את הסיכויים להסרת השעבוד לפי מצב הדברים בעת הטלתו. רגע שעבודם של הכספים הוא הרגע בו התגבשו אצל הנאשם בו-זמנית היסוד העובדתי והיסוד הנפשי של העבירה.

בעבירות הקלות יותר [14ב(ב) ו-424(2)] יורשע מי שעשה מעשה שהוא "ניהול לא תקין". לעתים - אך לא בהכרח - תבלענה עבירות אלה במסגרת האקטוס ראוס של העבירות החמורות יותר (והשווה לדברי השופט בכור בע"פ 827/76 שחור נ' מדינת ישראל, פ"ד לב(3) 515, 518(ד). ציינתי ש"לא בהכרח", משום שניתן להעלות על הדעת מעשים שהם בגדר "ניהול לא תקין" שאינם מובילים - בכח או בפועל לפגיעה במישור הכספי.

למסקנתי זו בדבר פרשנותם הראויה של הסעיפים אני מגיעה לפי הלשון, ההקשר ותכלית החקיקה.

אתייחס תחילה לטענה הקיצונית ביותר שהועלתה בסיכומי הצדדים לפיה תנאי לגיבושה של העבירה הוא שיינתן צו פירוק בפועל כפי שארע בענין בן ציון. לטענה זו אין שום עיגון בנוסח הסעיף. לא היה פשוט מלכתוב זאת כפי שנכתב, למשל, בסעיף 11 לפקודה, כי מי שהיה מנהל בנק שפורק על ידי בית המשפט אינו ראוי להשתתף בהנהלת בנק.

טענה אחרת היתה שיש לבדוק, במסגרת ההליך הפלילי, היא האם בית משפט של פירוק היה נותן צו פירוק נגד התאגיד. החלטה על פירוקה של חברה (או פשיטת רגלו של היחיד) בשל העדר כושר פרעון (באחד משני המובנים עליהם עמדתי לעיל) איננה החלטה אוטומטית אלא החלטה שיש עמה שיקול דעת. צו פירוק איננו ניתן באותה קלות בה מכניסים מטבעות למכשיר אוטומטי ומקבלים את המוצר. במקרים רבים ה"ניבווי" כיצד ינהג בית המשפט של פירוק איננו קל. אפילו במקרה שבו מודה החברה שכרגע אינה יכולה לפרוע את חובותיה, אין משמעות הדבר שבאופן אוטומטי יינתן הצו. לדוגמא: אם החברה שכנגדה מתבקש הצו יכולה להראות שתוך זמן קצר תוכל לפרוע את חובותיה, אף שנכון הוא שבזה הרגע אין בידיה לעשות כן, עשוי בית המשפט שלא ליתן צו פירוק [ראה, בהרחבה, מאוטר "מעשה פשיטת רגל - האמנם סוף מעשה במחשבה תחילה?" ספר לונברג, עמוד 108, ובמיוחד בעמוד 131 ובעמוד 137 פסקה ד. את המבחן המוצע על ידי מאוטר נזדמן לי לאמץ בענין אחד של פשיטת רגל: ת.א. 689/89 המר' 1684/89 של בית משפט זה (לא פורסם)].

השאלה, האם בית משפט של פירוק היה נותן צו פירוק, מסטה אותנו לדעתי מהשאלה האמיתית, והיא: האם תנאי להרשעה בעבירה הוא שארעה בפועל תוצאה של חדלות פרעון. לשונה של העבירה לפי [פקודת הבנקאות](#) דורשת שהמעשה שעשה הנאשם היה בדרך "שפגעה" (לשון עבר) ביכולת לקיים את התחייבויותיו של הבנק. לשונה של ההוראה ב[חוק העונשין](#) דורשת עשייתו של "דבר הפוגע" (לשון הווה) ביכולת. הועלתה, איפוא, טענה שנסוחים אלה מצביעים על עבירה של תוצאה שחלק מן היסוד העובדתי שבה הוא גרימה בפועל של תוצאת חדלות - פרעון. לפי קו טיעון זה על התביעה להוכיח, אפילו לא ניתן צו פירוק בפועל, שמעשיו של המנהל הביאו את הבנק למצב

של חוסר סולבנטיות (באחד משני המובנים עליהם עמדנו לעיל, בפרשת בן ציון).

אינני מקבלת טענה זו. אכן, כשנגרמת תוצאה של העדר יכולת לקיים התחייבויות ישנה ממילא גם "פגיעה" ביכולת זו. היפוכו של דבר איננו נכון: פגיעה ביכולת איננה זהה להעדר יכולת. תאונה יכולה לגרום לכך שכושר ההשתכרות של אדם יאבד כליל, והוא ייהפך לחסר כושר השתכרות. ה"יכולת" איננה מצב נקודתי, ליכולת יש "נפח". קיומה של יכולת אינו מתבטא בכך שהנכסים עולים על ההתחייבויות בשקל אחד. קיומה של יכולת איננו נמדד גם בכך שהנכסים זהים להתחייבויות ויש התאמה מלאה בין מועד פרעון ההתחייבויות ומימוש הנכסים.

המילה "יכולת" מבטאת רצף: יכולת גודלה, קטנה, מינימלית וכו'. הזכרנו לעיל את דברי פרוקציה שהתייחס ל"שוליים של סולבנטיות". השוליים יכולים להיות מינימליים ויכולים להיות רחבים. כשאומרים על שני אנשים שהם "בעלי יכולת כספית גדולה" אין משתמע מכך שיכולתם זהה. יש דרגות ביכולת, כשם שיש דרגות בכושרו הפיזי של אדם, או בכושר השתכרותו.

הפגיעה ביכולת עוסקת ב"נגיסה" בפועל או בכח במה שכינה פרוקציה "שולי הסולבנטיות". שולי הסולבנטיות אינם זהים להון העצמי. ההון העצמי יכול לעלות על שולי הסולבנטיות הדרושה.

מי שמקטין בפועל או בכח את השוליים הנדרשים בנסיבות הענין - פגע ביכולת התאגיד לקיים את התחייבויותיו. העבירה עוסקת בסיכון השוליים הדרושים, או ה"נפח" הדרוש.

כדי להבהיר את כוונתי בענין פגיעה "בשוליים הדרושים" אטול דוגמא פשטנית: חברה דמיונית היא מעין "בנק למקררים". החברה עוסקת בתווך בהשכרת מקררים. מי שחפץ בכך מפקיד אצל החברה מקרר לשם השכרתו לאחרים. באופן ממוצע מופקדים בידיה 100 מקררים, שכולם מושכרים לתקופה של שנה. כל בעל מקרר חייב להתייבב בחברה בראשון לינואר של כל שנה ולהודיע אם הוא מאריך את ה"פקדון". בראשון לינואר, ובמועד זה בלבד הוא זכאי, אם רצונו בכך ליטול חזרה מקרר כלשהו מהמלאי. כל שוכר חייב להחזיר את המקרר ב-31 לדצמבר של כל שנה. מבחינה 'פנקסנית' בהנחה שהשוכרים אכן יחזירו את המקררים לחברה בזמן, אין לחברה שום בעיה לעמוד בהתחייבויות להחזיר המקררים ל"מפקידים". התשלום עבור המקררים נגבה מראש. בעלי המקררים מקבלים מיד את המגיע להם, ויתרת הרווח מחולקת מיד בין בעלי המניות.

בתחילת דרכה של החברה, כשלמנהליה לא היה ידוע מה שיעור השוכרים שאינם מחזירים מקררים בזמן, כדי לשמור על שמה הטוב של החברה רכשו המנהלים כמעט בכל הונה העצמי של החברה 30 מקררים.

נסיון העבר לימד את המנהלים, משך 10 שנות פעילות החברה, שבשום מקרה לא נתקלו בבעיה של איחורים העולים על 15% (15 מקררים), והאיחור הממוצע הוא איחור של 10%. שיעור הדורשים את החזרת הפקדון לא עלה מעולם על 15% ואף הוא עומד בממוצע על 10%. לאחר 10 שנות פעילות מכרו המנהלים 10 מקררים וחלקו את תמורת המכירה בין בעלי המניות. החברה המשיכה לתפקד עוד 5 שנים ללא כל תקלות. ב-31 לינואר של אותה שנה מכרו המנהלים עוד 19 מקררים ונתרו עם מקרר "רזרבי" אחד בלבד. התמורה חולקה שוב בין בעלי המניות. נניח שהשיטה המשפטית אוסרת על כל הפחתת הון, וקובעת עבירת מנהלים על הפחתה אסורה. נניח עוד שמלכתחילה אין דרישה כלשהי להון מינימלי.

הפחתת ההון הראשונה (מכירת 10 מקררים) מותירה בידי החברה "שוליים" רחבים מספיק. מנהלי החברה יורשעו על הפחתת ההון הראשונה, בשל כך שהיא אסורה, אך לא יורשעו בעבירה לפי [סעיף 1424\(1\)](#) [לחוק העונשין](#). "שולי הבטחון" מספיקים בנסיבות הענין.

פני הדברים שונים לגבי הפחתת ההון השניה. עמדתי היא כי ניתן יהיה להרשיע את

מנהלי החברה בגין הפחתת הון זו בשתי עבירות: גם העבירה של הפחתת הון וגם בעבירה לפי [סעיף 1424\(1\)](#) [לחוק העונשין](#). אין צורך לשיטתי להמתין עד הראשון לינואר בשנה הבאה או השנה שאחריה כדי

לודא שבפועל לא עלה בידי המנהלים להחזיר לבעלי המקררים הרוצים בכך את "פקדונותיהם". המנהלים פגעו (לשון עבר) על ידי מעשיהם (המכירה השניה) ביכולת החברה לקיים את התחייבויותיה.

לשיטת הנאשמים שבפני, בדוגמא פשטנית זו עד הראשון לינואר של השנה הבאה או בשנים שיבואו לא נדע, בפועל, האם נקלעה חברת המקררים למצב של חדלות פרעון במובן "הנזילות", ואין להרשיע את מנהליה. פרשנות כזו איננה מגשימה את תכלית החקיקה. היא איננה פורשת הגנה נאותה על יכולת הפרעון, ומאפשרת למנהלי חברת המקררים ליטול סיכונים והימורים ("אולי השנה יתרחש נס וכל השוכרים יחזירו את המקררים בזמן?"). הסיכונים וההימורים ניטלים על חשבון ה"מפקידים" (בעלי המקררים). פרשנות שאיננה מונעת סיכונים והימורים כאלה איננה מגשימה את תכלית החקיקה. בין המעשה של מכירת 10 מקררים (מיותרים למעשה) ובין מעשה של מכירת עוד 19 מקררים (שחלקם, לפחות חיוניים), יתכנו מצבי ביניים הקרובים יותר על פני הרצף האפשרי לאחד הקצוות. ההכרעה קשה יותר, כמובן, במצבי הביניים.

גם את הדוגמא הפשטנית ניתן לסבך וחיי המסחר ככלל והבנקאות בפרט הם סבוכים ואינם דומים לניהול חברת המקררים הנזכרת. הדוגמא הפשטנית הובאה כדי לסבר את האוזן בענין האינטרס המוגן על ידי העבירה: קיומם

של "שולי ביטחון" ההולמים את נסיבות הענין. בשולי ביטחון אלה אסור לפגוע.

עמדתי, איפוא, על תכלית החקיקה: שמירה על שוליים הולמים של סולבנטיות. הגשמת תכלית החקיקה מחייבת שמירה לא רק על השוליים בהווה (ברגע עשית המעשה), אלא גם על השוליים שיהיו בעתיד (בדוגמא: מספר מספיק של מקררים ב-1 בינואר של השנה הבאה, המועד בו יוכלו "מפקידים" לדרוש לקבל מקררים בחזרה).

עסקתי בתכלית החקיקה, ועתה אפנה ללשון ולהקשר:

כאמור ה"יכולת" איננה מצב נקודתי. ה"יכולת" גם איננה משקפת את מצב ההווה בלבד. ה"יכולת" שהעבירה באה לשמור עליה היא יכולתו של התאגיד לקיים את התחייבויותיו גם ברגע עשית המעשה וגם בכל רגע בעתיד. יכולת הפרעון של תאגיד באה להבטיח שבכל רגע, מכאן ולהבא יוכל התאגיד לעמוד בהתחייבויותיו. תפיסת היכולת לקיים התחייבויות כמושג בעל "נפח" ("שוליים"), וכמושג המשתרע על ציר הזמן אוצלת במישרין על פרשנות הסעיפים.

בסיכומי הצדדים מצאתי הפניה לאמור בספרו של [פּלר, יסודות דיני העונשין](#), (תשמ"ד, כרך א'), עמודים 34 ואילך. פּלר עומד על כך שאין בשיטת המשפט שלנו עבירה של "מיצב" ("עבירת סטטוס"). אכן, אין עבירה של מיצב. הימצאות במצב של חדלות פרעון שאינה נובעת מהתנהגות פלילית קודמת של העברין - איננה עבירה (וראה שם, בעמודים 38-39 לגבי עבירות [בפקודת פשיטת הרגל](#)). המעשה בגינו נותן העברין את הדין בעבירות בהן עסקינן אינו העובדה שהתאגיד שבניהולו נמצא במצב של פירוק. גם במקרה של פירוק העברין אינו נענש בגין תוצאת הפירוק. הוא נענש על מעשה קודם (כגון אותם שעבודים על כספי בנק במקרה בן ציון), מעשה שבעת

ביצעו הוא יצר סיכון לכך שהחברה תפורק. בפרשנות זו נשמר כלל היסוד בדבר

הבו-זמניות (סימולטניות) של יסודות העבירה. כך - בענין בן ציון - בעת

ששועבדו כספי הבנק כבר לא היה יסוד סביר להניח שניתן יהיה להסיר את השעבוד.

פעולה זו והמחשבה הפלילית שנלוות אליה היא הנותנת את ההצדקה החברתית מוסרית לראות במעשה עבירה. היא - ולא התוצאה של פירוק או של חדלות פרעון בפועל.

הזכרתי לעיל את דברי פרוקציה שהמליץ על ליברליזציה דיני הפחתת ההון, אך המליץ גם שחלוקה תהיה אסורה אם כתוצאה ממנה ההון פחת מתחת לסף שיוגדר בחוק. הוא עומד על הצורך בכך שלכרית הבטחון יהיו שוליים נוחים ובטוחים בינה לבין סף חדלות הפרעון. לענין זה הציע שאין לאסור על החלוקה אלא אם בשעת עשייתה היה קיים חשש סביר שהיא תשפיע (בעתיד) לרעה על יכולת החברה לעמוד בפרעון חובותיה. שיקולים אלה יכולים לשמש לנו השראה בבואנו לפרש את העבירה הפלילית. תכלית החקיקה היא השמירה על הסולבנטיות, דהיינו הדאגה לכך שהאופן בו מנוהל התאגיד לא ישאיר את הנושים בידיים ריקות. מי שזורע זרע פורענות שעדיין לא נבט מסכל את המטרה של שמירה על הסולבנטיות. השוליים עלולים להצטמצם בעתיד במהלך העסקים הרגיל עקב עסקאות לא מוצלחות, החובות עלולים לתפוח במהלך העסקים הרגיל מסיבות שונות. כנגד כל אלה משמשת "כרית בטחון" של שוליים בטוחים. מי שעשה מעשה של זריעת זרע פורענות כזה כבר פגע, בלשון עבר, "ביכולת" לקיים התחייבויות. כושר הפרעון הוא דבר הצופה דווקא את פני העתיד; הוא נועד לעתיד, ולהמשך חייה של הפירמה. מעשה שפגע בפוטנציאל הפרעון הוא מעשה ש"פגע" ביכולת לקיים את ההתחייבויות.

המסקנה בענין "פגיעה בשוליים" מתחזקת על ידי סעיף שהוסף לאחרונה לחוק

העונשין, לגביו טענה התביעה שאין הוא רלבנטי, ואחדים מפרקליטי ההגנה הזכירו אותו כסיוע לטענותיהם דווקא. המדובר **בסעיף 424א לחוק העונשין**, שהוסף בשנת תשנ"א. העבירה מצוייה ברצף ישיר לאחת העבירות שבפרשנותה עסקינן. מדובר בעבירה של דוח מטעה של נושאי משרה בכירים תוך ידיעה שהדבר "עלול לפגוע פגיעה של ממש ביכולתו של התאגיד לקיים את התחייבויותיו". מן הביטוי "פגיעה של ממש" אני מתחזקת במסקנה אליה הגעתי בדרך אחרת שבפגיעה ביכולת לקיים את התחייבויותיו של התאגיד ישנן דרגות אפשריות שונות. "פגיעה של ממש" הנה היפוכה של פגיעה שאיננה ממשית.

נפנה עתה אל ההקשר החקיקתי **בפקודת הבנקאות**: התיקון שהוכנס, כאמור, לפקודת הבנקאות קבע שורת הוראות שרובן בעלות אופי מינהלי שתכליתן הגנה על יכולת הפרעון, ועל יציבותם של הבנקים. סעיף 8א' מסמיך את המפקח לשלוח לבנק הודעה בכתב אם סבר שבנק פלוני עשה בעסקיו בדרך "העלולה" לפגוע ביכולתו לקיים את התחייבויותיו או בניהול התקין של עסקיו ולדרוש תיקון. הבנק רשאי להשיב להודעה והמפקח רשאי לדרוש תיקון הפגמים או מניעת פגיעתם. נזכיר שבסעיף זה נעשה שימוש בענין ברזל, עליו עמדנו לעיל, ומשלוח ההודעה היווה ראייה ליסוד הנפשי אצל הלפרין. סעיף 8' מסמיך את המפקח לנקוט באמצעים למניעת פגיעה אם לא תוקנו הפגמים או שסבר, לאחר שנתן לבנק אפשרות להגיש הערות והשגות, שיש צורך בנקיטת אמצעים "כדי למנוע שבנק לא יוכל לקיים את התחייבויותיו..." (ההדגשה הוספה).

המחוקק הקנה סמכויות גם לנגיד בנק ישראל. הנגיד מוסמך לפי סעיף 8ד לחוק לנקוט באמצעים שונים ובהם מינוי מנהל מורשה לבנק (דהיינו - "לתפוס" את הבנק). במקרים דחופים ניתן לעשות שימוש בסמכויות כאלה גם

בלא שניתנה תחילה לבנק הזדמנות להשיג השגותיו. סמכויות אלה, שהן רחבות מסמכויותיו של המפקח ניתנו לנגיד, שהוא בעל משרה בכירה יותר. הן ניתנות לו כשהוא סבור כי בנק "אינו יכול לקיים התחייבויותיו או שאין בידיו, מפני שניהל את עסקיו בדרך הסוטה מנוהל בנקאי תקין להשיב נכס שהופקד בידיו, או שחברי דירקטוריון שלו או מנהלי עסקיו נהגו בדרך העלולה לפגוע בניהול העסקים התקין של הבנק" (הדגשות הוספו).

הנגיד יכול איפוא להפעיל את סמכויותיו, כאמור בסיפא לציטוט האחרון גם במקרים בהם יש סמכות למפקח, וגם במקרים חמורים מהם. החוק קובע גם, ולא ניכנס לפירוט, מנגנון חריג לדיני הפירוק הכלליים בענין פניה לבית המשפט בבקשה לפירוק.

מקובלת עלי הטענה שיש "דירוג" בהוראות החוק (בכפוף לקיומן של סמכויות

מקבילות של המפקח והנגיד). דירוג כזה קיים לגבי ההוראות המינהליות שבחוק. העובדה שסעיף העונשין בו עסקינן מצוי אחרי ההוראות המינהליות איננה מצביעה על כך שחומרת ה"פגיעה" הנזכרת בו היא בדרגה גבוהה מהנזכר בהוראות הקודמות. טכניקה חקיקתית מקובלת היא שסעיפי עונשין מצויים בסופו של חיקוק. ממיקומה של ההוראה - אין ללמוד דבר. הדרגה שבסעיף 8ד "אינו יכול לקיים התחייבויותיו" - הנה, ממילא, הדרגה הגבוהה ביותר.

ראינו איפוא שהמחוקק נקט לעתים בלשון "עלולה לפגוע" (לדעת בעל הסמכות -

המפקח או הנגיד), לעתים נקט לשון לפיה הבנק "אינו יכול לקיים התחייבויותיו". לעתים דיבר על הליכי פירוק או על בנק שניתן לגביו צו פירוק. אני סבורה שהביטוי "אינו יכול לקיים את התחייבויותיו" עוסק במה שמכונה העדר כושר פרעון (על שני מובניו). אין זו הדרישה המופיעה **בסעיף 14ב(א)**, סעיף העונשין. ניתן ללמוד מכך

שסעיף העונשין חל לא רק במקרה בו ארעה התוצאה החמורה ביותר שהבנק "אינו יכול לקיים את התחייבויותיו" אלא גם במקרה של פגיעה פחותה ממנה בכושר הפרעון.

הביטוי "עלול" או "עלולה" שנוכר בסעיפים שנסקרו הוא ביטוי היכול להצביע,

עקרון על קשת רחבה אפשרית של משמעויות. כך למשל **בבג"צ 73/53, 87/53 חברת**

קול העם נ' שר הפנים, פ"ד ז' 871 בעמ' 882 פורש הביטוי "עלול" (לענין האפשרות להגביל את חופש הביטוי) כבטוי שמשמעותו הוא קיומה של "ודאות קרובה", להבדיל מ"נטיה סתם". בעקבות פסק דין זה צעד בית המשפט בעניינים רבים הנוגעים לחרויות האזרח (ראה בג"צ 393/85 כהנא נ' הועד המנהל של רשות השידור, פ"ד מא(3) 255, 288 ואילך). זו הפרשנות שנתנה לביטוי בהקשר זה, אף שהוסבר שמבחינה לשונית הביטוי יכול להתפרש בכמה אופנים. מבחן "הודאות הקרובה" אינו מתאים לענין הפעלת סמכויות מנהליות שתכליתן הגנה על צבור המפקידים מפני חדלות פרעון. השיקולים בהקשר זה הם שונים. לענין הסמכות לדרוש מהבנק הסברים - נראה לי כי סף הודאות הוא נמוך ביותר - די בחשש כלשהו של בעל

הסמכות לפגיעה ביכולת הפרעון. יתכן וה"רף" גבוה יותר לענין נקיטת צעדים לפי סעיף 78, אך אין לי צורך להחליט בדבר.

לשון החקיקה בהקשר אינה מביאה איפוא למסקנה שהעבירה דורשת חדלות פרעון בפועל. כנגד מסקנה פרשנית כזו טוענים אחדים מהצדדים בסיכומיהם שיש ליתן לעבירה את הפירוש המקל עם הנאשם. אלא שפרשנות נאותה תעשה לא על דרך הצמצום, ולא על דרך ההרחבה, אלא על דרך מתן משמעות הגיונית וטבעית וכדי להגשים את מטרת החקיקה (ר' ע"פ 787/79, 881 מזרחי נ' מדינת ישראל פ"ד לה(4), 421, 427. וראה גם ברק, פרשנות במשפט (תשנ"ב, כרך א' - תורת הפרשנות הכללית), [131].

שללתי, איפוא, את הטענה שהעבירה נעברה רק כשארעה בפועל תוצאה לפיה התאגיד "אינו יכול לקיים את התחייבויותיו". שללתי גם עמדה האומרת שכל הפחתת הון מגבשת את העבירה. קבעתי שמעשה הפוגע בפוטנציאל של קיום התחייבויות אף הוא בגדר העבירה. נותרה שאלה אחת, והיא שאלת ההסתברות להעדר כושר פרעון כתוצאה מן המעשה "פוגע" ביכולת הפרעון. האם מדובר באפשרות כלשהי לחדלות פרעון (בדומה למבחן "נטיה הרעה" בפרשת קול העם); בסיכון סביר לחדלות פרעון; או בסיכון בדרגה גבוהה של ודאות לחדלות פרעון (בדומה למבחן "הודאות הקרובה" בענין קול העם); או שמא בכל מקום אחר על פני הרצף האפשרי?

החוק אינו נותן לנו תשובה ברורה לשאלה זו, ומתחייבת הכרעה פרשנית.

(השווה: בגץ 47/83 תור אור (ישראל) בע"מ נ' יו"ר המועצה לפיקוח על הגבלים

עסקיים פ"ד לט(1), 169, 175/174).

פירושים שונים אפשריים. בעיני הפירוש הראוי הוא דרך הביניים: אם כתוצאה העבירה. אני סבורה שפרשנות כזו עולה בקנה אחד עם מה שנפסק בהקשרים קרובים: בענין בן ציון ציין בית המשפט שאם היה סיכוי סביר להסרת השעבודים בעת הטלתם (ואפילו בסופו של דבר לא היו מוסרים) - לא היה מקום להרשעה. רעיון דומה נמצא גם בע"פ 164/69 מדינת ישראל נ' אפשטיין ואמיר, פ"ד כג(1) 825 (אחד מפסקי הדין בענין בנק פויכטוונגר). מבלי להכנס לכל הפרטים אומר כי שם התעוררה שאלה האם מתגבשת עבירת גניבה הדורשת כוונה לשלול רכוש מן הבעלים לצמיתות, כששועבד רכוש. נקבע כי כדי "לפטור" מאחריות לגניבה, צריך להתקיים סיכוי סביר להחזרת ההלוואה והסרת השעבוד בדרך העסקים הרגילה של הבנק (שם, בעמודים 830-831). אני סבורה שפרשנות לפיה מידת ההסתברות הנדרשת היא שהיה סיכון סביר לחדלות פרעון כתוצאה מן המעשה הפוגע עולה בקנה אחד עם הלכות אלה. כדי "לפטור" מאחריות לא די בכך שיוותר

ספק אם השעבודים (בפסקי הדין הנזכרים) היו מוסרים. "פטור" (העדר אחריות)

מצריך סיכוי סביר להסרתם.

ובאנלוגיה לעניינו: מי שעשה ביודעין מעשה הפוגע ביכולת התאגיד ויש סיכוי סביר לחדלות פרעון - עובר את העבירות; אם הסיכון הוא פחות מסביר - לא נעברו העבירות לפי הסעיפים 14 ב(א) ו-1424(1), אף שאפשר והמעשה יגבש עבירה על סעיף 14 ב(ב) או 1424(2).

ויש להדגיש: קביעת דרגות ההסתברות (סיכון סביר) להקלעות למצב של חוסר סולבנטיות אינו משפיע על נטל הראיה בענין הוכחת העובדות מהן יש ללמוד על אותו סיכון. את העובדות על התביעה להוכיח במידת הודאות הנדרשת במשפט פלילי. דרגת הסיכון (מידת ההסתברות) לאי סולבנטיות צריכה להיות בדרגה של סיכון סביר, ולא למעלה מכך.

תיתכנה גם גישות פרשנות אחרות. תתכן גישה פרשנית המחמירה יותר עם התביעה, וממילא מקלה יותר עם הנאשמים. לפי גישה פרשנית כזו, במקרה שבו לא התרחשה בפועל תוצאה של אי סולבנטיות וממילא מדובר במעשה שפגע בסולבנטיות רק בכך נדרש "סף" גבוה יותר. לפי גישה פרשנית כזו ההקלעות לאי סולבנטיות

כתוצאה מהמעשה הפוגע צריכה להיות בדרגה של "קרוב לודאי". גישה פרשנית

כזו (שאיננה, כאמור, גישתי) יכולה להיות מנת חלקים של הדוגלים בכך שיש לפרש חוק פלילי בצמצום. גם מי שאינו דוגל בפרשנות מצמצמת של החוק הפלילי עשוי לאמר שיש "לקזז" את מידת אי הודאות הטמונה בהתרחשויות שבעתיד, על ידי דרישת הסתברות גבוהה להקלעות לחוסר סולבנטיות כתוצאה מן המעשה הפוגע. גישה פרשנית כזו עולה מעיון בחוות דעתו של פרופסור בבציוק, אחד מהמומחים שהביאה קבוצת דיסקונט. פרופסור בבציוק בחן האם "...הבנק היה צפוי לעמוד בפני הסתברות משמעותית של הקלעות למצב של אי סולבנטיות בעתיד",

(עמוד 143 לחוות הדעת) הוא בחן, בדרכו - ולכך נשוב, את יכולתו של הבנק

לעמוד בזעזועים נוספים אם יקרו בעתיד. פרופסור בבציוק הוא, בין שאר כשוריו ותואריו, פרופסור למשפטים. חוות דעתו המשפטית איננה כובלת את קבוצת דיסקונט, וטענה ברוח האמור על ידי פרופסור בבציוק הובאה בסיכומי קבוצה זו רק כטיעון חלופי. פרופסור בבציוק לא נימק את המבחן בו נקט, ולצורך חוות דעת כלכלית גם לא צריך היה, ואולי אפילו אסור היה לו, לפרש את ההנחה המשפטית המשתמעת מחוות דעתו. בין גישתי שלי לגישתו של פרופסור בבציוק מכנה משותף ניכר: שתי הגישות בוחנות גם את הסיכון העתידי (סיכון בכח) להקלעות לאי סולבנטיות כתוצאה ממעשים שנעשו. השוני בין גישתי לגישתו הוא בשאלת מידת ההסתברות הנדרשת.

תיתכן גם פרשנות המקלה יותר עם התביעה, פרשנות האומרת שדי בכך שהמעשה הפוגע ביכולת יצר הסתברות שאיננה זניחה לאי-סולבנטיות. פרשנות זו אינה זהה עם הקו האומר שכל הפחתת הון שאיננה זניחה מגבשת את העבירות. כששולי הסולבנטיות רחבים וההתחייבויות זניחות, תיתכן הפחתת הון ואפילו לא קטנה שהשפעתה האפשרית על הסולבנטיות היא כה רחוקה, שאין להתחשב בה.

עמדתי איפוא על פרשנויות אפשריות שונות, והבעתי את עמדתי שלי בדבר פרשנותם

הראויה של הסעיפים. עם זאת, ומטעמים מעשיים, אנתח להלן את עובדות המקרה שבפני במבחן מחמיר (עם התביעה) מן המבחן שלדעתי הוא המבחן הראוי. אקדים ואומר שהמסקנה אליה הגעתי לגבי הבנקים היא שגם אם ננקוט במבחן המחמיר (הסתברות "קרובה לודאי" או "משמעותית" לאי יכולת לעמוד בהתחייבויות) נמצא שהיתה קיימת הסתברות משמעותית כזו.

לעומת זאת, בענין I.d.b. אין מקום להרשעתם של המנהלים בין אם נבחר במבחן

המחמיר, ובין אם נבחר במבחן הראוי לפי פרשנותי.

קבעתי את הפרשנות הראויה לשיטתי שלי. במשפט כה מורכב, שערך זמן כה ממושך,

תוך השקעת משאבים כה רבים, יהיה זה נכון יותר ומעשי יותר, לבחון את העובדות

ומשמעותן גם לפי מבחן חמור יותר מהמבחן שמצאתי שהוא המבחן הראוי. אחרי ככלות הכל - הסעיפים הנדונים טעונים פרשנות. תיתכנה גישות שונות בדבר הפירוש הראוי. עדיף, במקרה כה מורכב, שהערכאה הראשונה תאמר את דברה גם בהנחות שונות משלה בדבר הפרשנות הראויה.

עמדתי אפוא על השאלה "מה צריך להוכיח", ועל הפרשנות הראויה של הסעיפים.

הבחינה בהמשך הדרך תהיה עם זאת לפי מבחן מחמיר יותר עם התביעה. אבחן, להלן,

האם היתה הסתברות משמעותית ("ודאות קרובה") לכך שהבנקים I.d.b. - יגיעו

למצב של אי יכולת לעמוד בהתחייבויותיהם, והאם היתה לנאשמים המחשבה הפלילית

הנדרשת.

כשנעבור לישום הדין על העובדות נמצא שבשל ענין עובדתי הנוסף במבנה הפיננסי המיוחד של בנקים ישנם שיקולים יחודיים לגבי בנקים בבדיקה הקונקרטי של ההסתברות לפגיעה ביכולת הפרעון.

ב. פגיעה ביכולת התאגידים לקיים את התחייבויותיהם - נתוח עובדתי על יסוד

גרסאות מזמן אמת

עמדנו לעיל על הפירוש הראוי של [סעיף 14ב\(א\) לפקודת הבנקאות \(1\)424 לחוק](#)

[העונשין](#). הבהרנו עם זאת שנבחן את האחריות בקריטריון חמור מזה שמתחייב מן הפירוש הראוי. נבחן איפוא האם המנהלים פעלו באופן שהיתה הסתברות משמעותית לכך שהבנקים ו-I.d.b. לא יוכלו לעמוד בהתחייבויותיהם, באחד משני מובנים:

א. העדר יכולת לקיום התחייבויות במובן ה"מאזני", לאמור שהתחייבויות הבנק יעלו על נכסיו;

ב. העדר יכולת לקיום התחייבויות במובן ה"נזילות", לאמור שהבנק או התאגיד אינו מסוגל לענות לדורשיו בכל רגע ורגע, ולשלם לבעלי החוב שלו (בעיקרו של דבר בבנק - המפקידים) סכומים שהם זכאים לקבל ע"פ דרישה, או בהגיע המועד לפרעונם.

הזכרתי כבר שבין טענות הנאשמים יש לעתים חפיפה, ויש גם שוני.

קו-הגנה עיקרי של נאשמי בנק הפועלים הוא שהבנק מכר מניה שמאחוריה עמדו

עוצמתם של שני גופים: בנק הפועלים עצמו, וממשלת ישראל או בנק-ישראל אשר היו

עומדים אף הם מאחורי המניה במובן זן שלא היו מאפשרים הפסדים כבדים למשקיעים; הרשויות לא היו מאפשרות גם קריסה של הבנקים עצמם.

קו-הגנה זה, המסתמך על סיוע של הרשויות במצבי משבר, עובר כחוט-השני בסיכומי בנק הפועלים לאורך כל שלושת האישומים. בקצרה יאמר, כי לקו זה שתי פנים. הפן הראשון, משמעותו היא שבנק הפועלים בפרט ומערכת הבנקאות בכלל היו "too big" fall. כשם שמדינת ישראל נזקקה לבנקים, כך נזקקו הבנקים לממשלה. תכונה אינהרנטית לבנקאות הישראלית היא, שממשלת ישראל אינה יכולה להרשות קריסה של מערכת זו. פן זה עניינו, איפוא, הערכה כלכלית בדבר תמיכה צפויה של הרשויות. הפן השני נוגע להבטחות שלטוניות ובעיקר לאותה פגישה ב-27.3.83 עם שר האוצר. דומה שבמהלך המשפט ובמהלך עדותו של מר גזית חל "פיחות" מסוים בעוצמת ההסתמכות על הפן השני. על פגישת ה-27.3.83 עמדנו לעיל בפרק המבוא, ולא נחזור אליה. בנסוח משפטי ייאמר שהטענה היא שנוכח הסיוע הצפוי להינתן ע"י הרשויות לא היתה הסתברות (לא קטנה ולא משמעותית) להתרחשות תוצאה של העדר כושר פירעון.

בתוך קו ההגנה המסתמך על הרשויות ישנה "טענת בת" המבוססת על תפקידו של הבנק המרכזי כ-"lender of last resort" -

ענין זה כרוך ושלוב במבנה הפיננסי המייחד את הבנקים. כפי שהוסבר הן עלי ידי עדי תביעה והן על ידי פרופסור בבציוק (בעמודים 226 ואילך לחוות דעתו).

המבנה הפיננסי של בנקים הוא יוצא דופן. הוא נובע מתפקידים כמתווכים בכסף. בנק איננו יכול לתפקד כבנק על יסוד ההנחה שעליו להשאיר עתודות נזילות שיאפשרו לו, בכל רגע, להחזיר את כל הפקדונות, אם בעת ובעונה אחת יבואו כל המפקידים הזכאים למשוך את כספם וידרשו את כספם.

אמנם הבנק משאיר תמיד עתודות נזילות מסויימות (התלויות גם בהוראות הבנק המרכזי) בין השאר כדי להבטיח את האפשרות לקיים התחייבויות שוטפות כלפי המפקידים, אך אם ישאיר רזרבות גדולות מדי לא יכול לתפקד באופן יעיל כבנק. מבנה זה מתפקד היטב כל עוד - כפי שקורה בדרך כלל - רק חלק קטן מהמפקידים מבקשים למשוך את כספם בכל נקודת זמן. מבנה פיננסי זה חושף את הבנקים לסיכון של אי יכולת לעמוד בהתחייבויות במקרה של "בריחת פקדונות". אם כמות גדולה של מפקידים הזכאים לכך יבקשו למשוך את פקדונותיהם לאתגר, גם בנק סולבנטי מבחינה מאזנית שנכסיו עולים באופן ניכר על התחייבויותיו עלול להקלע לקשיי נזילות, בין משום שחלק מהנכסים אינם יכולים להיות ממומשים מיידית, בין משום שחלק מהם יכול להיות ממומש רק בהפסד. חשש לבריחת פקדונות, כך מעיר פרופסור בבציוק, יכול להגשים את עצמו.

בשל מבנה פיננסי זה חשוף הבנק, גם כשנכסיו עולים באופן ניכר על התחייבויותיו לחשש של בריחת פקדונות. כפי שמציין פרופסור בבציוק לגבי שום בנק אין לשלול קטגורית את עצם האפשרות של בריחת פקדונות. שום בנק אינו יכול לענות בכל עת לדורשיו בכוחות עצמו אם יחליטו מפקידים רבים, בעת ובעונה אחת להציף את הבנק בדרישות לקבלת הפקדונות, וזאת גם

כשמדובר בבנק סולבנטי מבחינה מאזנית. הסיכון לאי סולבנטיות (במובנה השני) אצל בנק הוא, איפוא, סיכון מוגבר הנובע מהמבנה הפיננסי המיוחד שלו. הבנק, מעצם טיבו, "פגיע" יותר ובמידה רבה מכל תאגיד אחר, בשל החשש ל"ריצה" של מפקידים עליו.

אכן - בפני חשש זה יש "מגן" והוא תפקידו של הבנק המרכזי כ-lender of

Resort

Last. עצם קיומו של מוסד זה יכול לשכך את חשש המפקידים ולמנוע בריחת פקדונות בלי צורך בהתערבות בפועל. לבנק המרכזי בישראל ישנה סמכות להעניק לבנק אשראי על מנת להבטיח את יציבותו (סעיף 8 לפקודת הבנקאות).

תפקידו זה של הבנק המרכזי לא ירגיע את המפקידים ולא ימנע בריחת פקדונות

כאשר מתעורר חשש שהבנק איננו סולבנטי במובן המאזני, דהיינו שהתחייבויותיו עולות על נכסיו. כשיש חשש כזה מפקידים עלולים למשוך את פקדונותיהם אלא אם ידעו שאין חשש לפקדונות בשל ערבות פורמלית של בנק ישראל לכספי המפקידים. בתקופה הרלוונטית, וגם לאחר מכן היתה קיימת "מסורת" לפיה גם כאשר בנקים הגיעו למצב של פירוק, דאג בנק ישראל למפקידים. היתה "מסורת" של דאגה למפקידים; לא היתה מסורת של דאגה למשקיעים (בעלי המניות).

בנק הפועלים טוען שבתקופת הויסות היה זה סביר להניח שהרשויות יושיטו במקרה

הצורך סיוע גם למשקיעים (בעלי המניות המווסתות) ולא רק, כפי שהיה מקובל עד אז - למפקדים. הרשויות היו צפויות, במקרה של חשש לקריסת המניות הבנקאיות למנוע קריסה כזו ולשמור (בדרגה זו או אחרת) על ערך המניות.

הקו המרכזי בו נקט בנק הפועלים לאורך כל הדרך היה קו של הסתמכות, לגיטימית לטענתו, על פעולת השלטון המרכזי בכל סטואציה משברית.

בנק המזרחי נקט, בעיקרו של דבר, בקו המצביע על ייחודיות הן לגבי אופן ומועדי ההתערבות, והן לגבי הרווחיות יוצאת-הדופן של הבנק ביחס לבנקים האחרים. בנק המזרחי לא הביא (כפי זכותו) עדויות של מומחים מטעמו לסתור טענות של מומחי המאשימה. הגנתו התבססה על נסיון להצביע על כך שמומחי המאשימה לא נתנו דעתם על הייחודיות של הבנק והתייחסו אליו כאל שאר הבנקים הנאשמים. ליקוי זה גורם לכך - כך נטען - שהתביעה לא השכילה להוכיח את המיוחס לבנק המזרחי ולמנהליו. יהא אשר יהא המצב לגבי הבנקים האחרים מה שנאמר ונטען ע"י המאשימה לגביהם-איננו חל על בנק המזרחי. בנק המזרחי לא "זכה" לטענתו למידה מספקת של התייחסות נפרדת של המאשימה ומומחיה, ודי לו בכך, תוך הצבעה על ייחודו, כדי לנפץ, לטענתו, את טענות המאשימה והמומחים מטעמה: את טענת "ההתחייבות" ואת טענת ה"נתק".

יחד עם זאת, משלב מסויים של ההתרחשויות - החל באותה ישיבה מ-27.3.83, ישנו דמיון לא-מבוטל בין קו ההגנה של בנק המזרחי לזה של בנק הפועלים, דהיינו הסתמכות על מה שהוסכם, ע"פ הטענה, עם שר האוצר.

בין "קבוצת דיסקונט" ובנק לאומי ישנם מכנים משותפים רבים, בענין ניהול קווי ההגנה.

אניח לפרטים, ואומר כללית כי שתי הקבוצות הנזכרות טוענות כי יהיו אשר יהיו הנזקים שהויסות עלול היה לגרום לבנקים - אותם נזקים לא היו גורמים בשום פנים ואופן לפגיעה במפקידים, וזאת גם ללא שום סיוע ממשלתי.

ה"מאבק" של שני הבנקים הנזכרים היה בעיקרו בשני קווים המשלימים זה את זה. הקו האחד היה, להראות שהמאשימה לא הוכיחה, ואף לא נטלה על עצמה מלכתחילה להוכיח, שהנזקים שהיא טוענת שהויסות היה גורם, היו מביאים

ל"חיסולו" של ההון העצמי ופגיעה בהון הזר.

"קבוצת דיסקונט" ובנק לאומי עמדו בהדגשה על כך שהמאשימה לא הוכיחה ב"מספרים" את גודל הפגיעה שנזקי הויסות היו גורמים, והנטל להוכיח זאת מוטל עליה. שני הבנקים הביאו מצידם מומחים (פרופסור בבצ'יק מטעם קבוצת דיסקונט וד"ר טלמור מטעם בנק לאומי) ששירטטו בחוות-דעתם תסריטים פסימיים, לשיטתם, של עוצמת הפגיעה שעלולה היתה להיגרם, ובתסריטים אלה ביקשו להראות שהפגיעות, ככל שהיו צפויות, על פי טענות המאשימה היו ב"תחומי" ההון העצמי של כל אחד מן הבנקים, ורחוק רחוק מכל מצב של חיסול ההון העצמי. לטענתם, אף בשים לב לתסריטים פסימיים כאלה, בהנחה שכל הנזקים היו נגרמים, עדיין היתה לבנקים "הלימות הון" נאותה עפ"י כל הסטנדרטים המקובלים. פועל יוצא מכך הוא לטענתם - שלא היתה שום פגיעה ביכולת הבנקים לקיים את התחייבויותיהם.

במקביל לכך, וכהשלמה לקו זה, טענו מומחי שתי הקבוצות הנזכרות כי לא היה

"נתק" בין שערי המניות בתקופת הויסות ובין ערכן הכלכלי. ענין זה עלה בחו"ד של פרופ' רביב מטעם קבוצת דיסקונט, ובזו של ד"ר טלמור מטעם בנק לאומי. אם אכן לא היה נתק, הדבר מפחית ממילא, ובאופן משמעותי, מכל תסריט פסימי ששורטט ע"י המאשימה.

המחלוקת כפי שעוצבה ע"י שני הבנקים הנזכרים היתה איפוא, במידה רבה, מה שניתן לכנות "מחלוקת על מספרים". בקו זה פתחה קבוצת דיסקונט מתחילת הדרך, בכך שדרשה מהמאשימה לכמת (to quantify) את הטענות הנטענות בכתב האישום. תחילתה של מחלוקת זו, בדרישות ההבהרה השונות, והמשכה בישיבה שיוחדה לטענות מקדמיות שונות לפני תחילת שלב הראיות (ישיבה מיום 1.8.91, ע"מ 109-116). בישיבה זו נטען כי כתב האישום לוקה, בין השאר, בהעדר כימות. בהחלטה מיום 6.8.91 קבעתי לענין זה:

"...אכן בכתב האישום מופיעים ביטויים שאין עימם הגדרה כמותית "מחירים מנופחים" (של מניות), "מחירי מניות מנותקים לחלוטין מערכן הכלכלי" וכל כיוצא באלה. אני סבורה שיהא זה מאוד יומרני לנסות לקבוע בשלב מוקדם זה בטרם נשמעה מסכת הראיות האם העדר כמויות, שלטענת התביעה פירוטן אינו נחוץ הוא אכן בגדר פגם. אני סבורה שדי בשלב זה בכך שהנאשמים או מי מהם בקשו להגדיר מונחים כמותיים באופן מדויק יותר ותשובה לא נתקבלה, ואת ההשלכות מכך ניתן לקבוע רק בהמשך הדברים. טענותיהם של הנאשמים

בדבר המשמעות של העדר פירוט כמותי, הפגיעה שיש בכך באפשרות להתגונן וכל כיוצא באלה - שמורות איפוא. הוא הדין לענין זהותם של נותני אשראי, בעלי חוב וכיוצא באלו".

האמור לעיל בענין הטענה להעדר כימות מספיק, מצריך הסתייגות מסויימת לענין מה שכונה ב"לקסיקון הפנימי" של המשפט "ההתחייבות הגדולה". בכתב האישום, בפרק ה' סעי' 2(ע"מ-16) נטען: "בשווקים את מניות הבנקים בציבור, בגרמס לכך

שהן תסחרנה בבורסה בשערים הולכים ותופחים, שלאורך שנים קבעו אותם הנאשמים

תוך הפקעת השליטה בהם ממנגנוני השוק, ובהודיעם בכתב, בע"פ ובהתנהגות כי מדיניות הויסות תמשך, נטלו על עצמם הבנקים התחייבות כלפי המשקיעים להמשיך במדיניות התשואה החיובית, ולמיצער - למנוע ירידה בשערי מניותיהם. משקיעים במניות הבנקים האמינו למצגי הנאשמים, כי השקעתם הינה סולידית ובטוחה, בין היתר במובן זה שמגמת העליה בשערי המניות הללו מייצגת עליה מתאימה בערכן הכלכלי, והסתמכו על הבטחות חוזרות ונשנות של הנאשמים בדבר כוונתם ויכולתם להמשיך בייצוב השערים כנ"ל באמצעות פעולות הויסות. הפסקה חד צדדית ופתאומית של פעולות הויסות היתה גוררת מפולת בשערי המניות והיתה

חושפת את הבנקים לתובענות כלל המחזיקים במניותיהם, שזקיהם, כתוצאה מפעולותיהם שלא כדין של הנאשמים כמתואר בכתב אישום זה, היו מתממשים בעטיה של הפסקה כאמור" (ההדגשה הוספה).

בקטע זה של כתב-האישום מובעת בין השאר טענת המאשימה, כי אילמלא ההסדר היו מוגשות תביעות משפטיות נגד הבנקים על ידי כל אחד ואחד מן המחזיקים במניות ביום 6.10.83, ומגישי התביעות היו זוכים בתביעותיהם. השקפת התביעה היא כי קיימת אחריות אזרחית כלפי כל המשקיעים שלא הספיקו "לברוח" לפני ה-6.10.83. כל הנאשמים כופרים נמרצות בטענתה זו של המאשימה. לטענתם, קיומה של התחייבות כוללת כלפי כל המשקיעים לשמור על שערי המניות או לפצות את המשקיעים (לפי כל דרך חישוב פיצוי אפשרית) במקרה של ירידה היא בלתי סבירה בעליל. אין לייחס לבנקים כוונה ליצור מחויבות כזו, ואין לייחס למשקיעים הבנה שהתחייבות כזו כלפי כלל המשקיעים נוצרה. לטענת ההתחייבות נייחד פרק נפרד. בשלב זה של הדברים דינו אם נצביע על כך שהכל מסכימים כי אם אכן נוצרה "ההתחייבות הגדולה" כנטען, המשמעות הכלכלית היא שהבנקים נמצאים במצב המחייב להורות על פירוקם. טענת "ההתחייבות הגדולה" היא טענה גורפת. אם היא נכונה - כך מסכימים הכל - אין עוד משמעות לשאר "פגעי" הויסות המיוחסים ע"י המאשימה. אם היא נכונה, כך מסכימים הכל, הרי בלא צורך להכנס לכל חישוב נוסף, יש לקבוע באופן חד משמעי שנפגעה יכולת הבנקים לקיים את התחייבויותיהם. משמעותה של התחייבות כלפי כל המשקיעים היא אי-סולבנטיות במובן ה"מאזני".

לא בכדי נוהל בין הצדדים מאבק המתבטא באלפים רבים של עמודי פרוטוקול, חוות

דעת, ומאות עמודי סיכומים סביב טענת ה"התחייבות הגדולה". ציינתי מעתה

הסתייגות זו בנושא הטענה של העדר כימות משום שהכל מסכימים שאם

הטענה נכונה, המאשימה צודקת בכך שאין היא נדרשת לשאלת הכימות של נזקי הויסות הנטענים. אך בכפוף להסתייגות זו המחלוקת מתמקדת - נוכח הראיות שהמאשימה הביאה ונוכח אלה שלא הביאה - "בתחומי ההון העצמי".

האבחנה בין הון עצמי והון זר היא אבחנה משפטית וכלכלית רבת-חשיבות, אך כמובן שבחייה של הפירמה אין שני סוגי ההון מצויים הלכה למעשה בשתי "קופסאות" או קופות נפרדות. אבחנה זו, שעוד נשוב אליה אגב דיון בחוות הדעת של המומחים, עוסקת בזכויות המשפטיות - כלכליות של בעלי ההון העצמי ההון הזר. זוהי אבחנה רעיונית.

כאן המקום להבהיר שמקובלת עלי לחלוטין הבחנה חדה שעשה מר גזית בעדותו,

המשתמעת מכללא ובהכרח גם מקווי הטיעון והעדויות של כל הבנקאים, הבחנה לפיה

מעולם לא עלה על דעתו של איש מהבנקאים להשתמש בהון זר לצורך הויסות. המשמעות המעשית של אמירה זו היא, שהמשאבים המושקעים בוויסות מעולם לא היו מגיעים, או אפילו מתקרבים, לחיסולו של ההון העצמי.

אינני מעלה על הדעת מצב בו הויסות היה נמשך בבנק זה או אחר באופן שבו כל ההון העצמי היה מחוסל, ותהליך הויסות היה נמשך מתוך הכספים הנוותרים, קרי, ובהעדר הון עצמי, מתוך ההון הזר.

בצדק כינה עו"ד קירש סיטאציה בה "חוסל" ההון העצמי והויסות נמשך תוך רכישת מלאים כסיטואציה של גניבת כספי המפקידים. אני מקבלת ללא שמץ של היסוס את הטענה כי בכל סיטואציה של

צבירה הולכת וגוברת של מלאים, דהיינו רכישת מניות בכספי ההון העצמי, תוך הקטנתו, היה הוויסות חייב להיפסק בנקודה זו או אחרת, אף אם לא הוגדרו מראש "קווים אדומים". טענת

הנאשמים בענין זה מקובלת עלי, אך אעיר כבר מעתה כי חשיבות הדברים לענין האישומים האחרים היא בכך שהבנקים לא הבהירו בשום מקום ביוזמתם שלהם כי הוויסות נעשה מתוך ההון העצמי ותוך הקטנתו, וגם לא ציינו בשום מקום קיומם של קווים אדומים מהם אין לחרוג.

הבהרנו עד כה את הטענה, אותה חידדו קבוצות דיסקונט ולאומי, תוך דרישה להציג

נתונים כמותיים, לפיה כל פגעי הוויסות ככל שהוכחו ע"י התביעה או כפי שהם מצויים בתסריטים הפסימיים ביותר, לטענתם "בתחומי" ההון העצמי. הטענה היא, איפוא, (בהסתייגות הנזכרת לגבי "ההתחייבות הגדולה"), שאף אם "כרית הביטחון" של המפקידים היתה מוקטנת כתוצאה מן הוויסות, המשמעות איננה פגיעה ביכולת לקיים התחייבויות. באופן פלסטי ניתן להדגים את קו ההגנה באמצאות חקירה שחקר עו"ד קנטור את פרופ' בן-חורין אחד ממומחי התביעה לענין ההפסדים האפשריים כתוצאה מנפילת שערי המניות. עו"ד קנטור הציג לפרופ' בן-חורין דיאגרמה (נ/109/ל) בה מוצגים בעמודות "מלאות" מלאי הוויסות, כשהם נמצאים בתוך עמודות "חלולות" של ההון העצמי של הבנק. עו"ד קנטור הציג שאלה (ראה ע"מ 9913 לפרוטוקול ואילך) לפיה בכל עת רלוונטית היה לבל"ל מספיק הון כדי לכסות הפסדים אפשריים כתוצאה מנפילת שערי המניות.

פרופ' בן-חורין השיב: "נניח שהמלאים הם נכונים, אז ברור שמה שאנחנו רואים כאן, שההון העצמי אף לאחר הפחתה היה חיובי. זה שוב דבר שרואים אותו" (ע"מ 9914).

באותה רוח החל לאמר "את ההפסד הזה כשלעצמו מתוך הנתונים האלה, בלי אינפורמציה נוספת, נראה על פני הדברים שהבנק יכול לספוג. אבל...". אחרי המילה "אבל" נקטע העד על ידי עו"ד קנטור במילה "תודה", אך משעמדתי על כך שהעד יסיים את תשובתו הוסיף והבהיר:

"אבל, ירידה של 50% במחיר המניה זה לא דבר שלפי דעתי יכול לעבור, אם יש, אם אכן יש מדיניות כפי שדיברנו עליה, ומחויבות כפי שדיברנו עליה, הדבר הזה כבר יגרום לתגובות שרשרת שאולי בהם הבנק לא יוכל לעמוד... אני מתכוון לזה שאם אותו רגע גם הבנק נוטש את המדיניות שלו, זאת אומרת הוא אומר הבטחתי, לא הבטחתי לקיים... ואם אין תגובות שרשרת כלפי, נניח, פקדונות, או תגובות אחרות להפסד הזה, על פני הדברים לפחות בטווח הקצר, אני חוזר ואומר נפילה של 50% במחירים יש לה אימפליקציות אחרות מעבר לירידת השווי של המניות המוחזקות".

בתשובה לשאלת עו"ד קנטור אישר העד כי כוונתו ל, "run on the bank"- (חילופי הדברים ע"מ 9918-9919).

אותן עמודות ריקות (ההון העצמי) מול עמודות מלאות (ירידת ערך המניות) שהציג

כאן עו"ד קנטור באופן כה פלסטי, יש בהן כדי להדגים כאמור את קו הטיעון כולו, המבוסס על כך שזקים שונים שמנתה המאשימה (בלא כימות) בכתב האישום "נכנסים" כפי שהודגם באופן פלסטי ובתחזיות השחורות ביותר (לטענת הנאשמים), "בתוך" ההון העצמי ועוד נותרת - על פי הטענה - "הלימות הון" נאותה (כל זה כאמור תוך הסתייגות לענין "ההתחייבות הגדולה", שמשמעותה שהבנק אכן איננו יכול לעמוד בהתחייבויותיו).

מבלי להיכנס לפרטי הפרטים של התסריטים שציירה המאשימה בנושא הפסדי הוויסות,

נכון יהיה לאמר שהמאשימה אכן לא הוכיחה ולא נתכוונה מעולם להוכיח, לא את היקף הנזקים שהיו נגרמים ע"י קריסת בטחונות, ולא את ההיקף המדויק של הנזק שהיה נגרם לבנקים כתוצאה מאחזקת מניותיהם בידי החברות המווסטות (להבדיל מהוכחת קיומו של נתק שהיה מבטא בירידה דרסטית של שערי המניות, נושא שיזכה עוד לפירוט רב).

אך, בהסיטם את נקודת המחלוקת אל "ההתחייבות הגדולה" ואי-סבירותה מחד, ואל העדר כימות של נזקים קונקרטיים, "במספרים" מאידך, ניסו הנאשמים לטשטש את העוצמה הרבה של טיעונים שהועלו על ידם בזמן אמת תוך אמונה כנה בנכונותם בענין העתיד להתרחש באותו רגע שבו יופסק הוויסות.

שימת הדגש על נושא כימות הנזקים שלטענת הנאשמים היה חסר בהבהרות המאשימה

ובהוכחות מטעמה, היתה כאמור בגדר נסיון לטשטש ולהבליע את מה שעתידי היה לקרות אילו נפסק הוויסות ללא סיוע ממשלתי. ישנו פער שבשום פנים ואופן לא ניתן לגשר עליו בין תחושתם של הנאשמים בזמן אמת, לה נתנו ביטוי בינם לבין עצמם ובינם לבין רשויות השלטון, ובין ה"קלילות" בה ניסו להתייחס לתסריט הפסקת הוויסות בחלקים מסויימים של עדויותיהם. מפי מנהלים בכירים שהעידו במשפט זה

שמעתי מחד כ"צידוק" לכך שהויות לא הופסק בשלב מוקדם יותר את תסריט האימים שהיה עתיד להתרחש אילו הופסק הויות סתם כך ללא פעולה ממלכתית משולבת ומתואמת. פעולה כזו משמעותה היא צורה זו או אחרת של תמיכה כלכלית של הרשויות. התמיכה הכלכלית יכולה היתה ללוש צורות רבות ומגוונות. יכולה היתה מלכתחילה ללוש צורה של אותה תכנית "רשת" שהוזכרה, יכולה היתה ללוש צורה של "סיבסוד" ישיר או עקיף של בעלי המניות, או של הבנקים עצמם. ניתן גם תאורטית להעלות על הדעת תסריטים אחרים. אם היו מאשרים לבנקים למשל, לשלם מיסים מוקטנים בצורה משמעותית ולאורך זמן, היה שווים הכלכלי של הבנקים עולה בצורה משמעותית. הנתק (עליו עוד אעמוד) בין שווי השוק של המניות לערך הבנקים היה מצטמצם או נעלם כליל כי השוק היה מעריך את המניות גם בהיפסק הויות על פי ערכן הכלכלי החדש, כתוצאה ממיסוי מופחת, בערכים קרובים או דומים לאלו בהם נסחרו בפועל.

אין גבול לתסריטים שניתן לשרטט, תאורטית, לאותה פעולה ממלכתית "משולבת ומתואמת". אך התסריטים כולם מתמצים בסופו של דבר במילה אחת: כסף. אילמלא הצורך בסיוע כספי לא היו הבנקים נזקקים כלל ועיקר לפעולה הממלכתית. את ה"תאום" יכלו כעיקרון לעשות ביניהם. יצוין כאן כחריג בנק המזרחי שקרא עוד בתשקיף הראשון בתקופה הרלוונטית לבנקים האחרים להצטרף לאי-ויות עד ה-15.3.81, ואף ניסה להניע את המפקח של הבנקים מר מסר לפעול אצל הבנקים האחרים להפסקת הויות. בפרק הנוגע לבנק המזרחי עמדתי על עניינו של מאיר בנפרד ולא אחזור על האמור שם.

לא באה בפני ראייה על כך שמי משאר הבנקאים, פרט למר מאיר, ניסה לשכנע את

חבריו מהבנקים האחרים להפסיק יחד את הויות. אפילו הנאשם גזית, שהיה מוכן ומזומן לשתף פעולה עם הרשויות בענין תכנית הרשת (שמשמעותה היא תמיכה כספית כאמור) וסייע לשר האוצר להגיע להסכמה עם הבנקים בנושא ההסדר, לא העיד על עצמו שהוא אי-פעם פנה לבנקאים האחרים בהצעה להפסיק את הויות. במובן מסויים ההיפך עולה מהראיות: גזית העיד על עצמו שבשיחות עם נציגי ב"ל ובנק דיסקונט בשנת 81' הוא הצביע באזניהם על ה"מחוייבות המוסרית" של הבנקים כלפי הציבור להמשיך לווסת. מי שטוען כך - אינו מציע להפסיק לווסת. מכל מקום: אם היה צורך בתיאום וסיוע, צריך היה לפנות לרשויות בבקשה כזו. כך לא נעשה (פרט למאיר). גם מעשיו של יפת, המתוארים בפרק המבוא, אינם בגדר פניה כזו.

בזמן אמת היה חשש אמיתי מן הרגע בו יפסק הויות מכל סיבה שהיא. התסריט שחזו

הבנקאים היה תסריט קשה. אך בעדויותיהם בפני (הדברים אינם אמורים בגזית), ובפרט כשהתייחסו לשאלה מה היה קורה אילמלא נסגרה הבורסה בתחילת אוקטובר, בפקודת השר ארידור, וההציעים היו נמשכים, התייחסו לעתים בקלות יחסית לאפשרות שבהנחה שההציעים היו מתגברים היו מפסיקים ביוזמתם - הם את הויות (ללא סיוע ממשלתי).

אחזור מיד ואפרט - אף שהדברים הוזכרו בהקשרים שונים, אך כאן יש חשיבות

לרכזם - דברים שאמרו הנאשמים בזמן אמת לגבי תסריט הפסקת הויות. אראה להלן,

כי התסריטים שתוארו על ידם כללו חשש ממשבר אמון קשה בכל מערכת הבנקאות,

משבר אמון שלטענתם היה מתפשט לשוק ההון כולו. תסריטים אלה שורטטו כאמור הן

בתוך הבנקים והן בינם לבין הרשויות. כשעמדו הבנקאים על כך שהויות היו "מלכוד", הם לא העזו לחתוך את הקשר הגורדי ולהפסיקו. הרשויות היו אף הן, ובמדיה רבה בעיקבות מה שתארו הנאשמים, אחוזות בחרדה עמוקה מרגע הפסקת הויות.

אראה בהמשך הדברים כי המשמעות של מה שעתיד היה להתרחש (ללא עזרה של השלטון,

באחת מצורותיה האפשריות) הינה פגיעה ביכולתם של הבנקים לקיים את התחייבויותיהם.

בענין זה נזכיר את סירובם של בנק לאומי ובנק דיסקונט לתכנית הרשת. הדברים

כבר הוזכרו, אך משום חשיבותם הרבה נחזור עליהם כאן. החשיבות איננה בכך שהבנקים היו בנקים "סרבנים", אלא בנימוקים שהועלו על ידם להצדקת הסירוב, נימוקים המשקפים את מצב דעתם של הנאשמים בזמן אמת. לענין זה יש להעיר כי שמעתי מפי בנקאים שהעידו על סיבות מסיבות שונות לסרובם להצטרף לתכנית הרשת. בין השאר הוזכרה מידת ה"היוליות" של התכנית, שלא הגיעה לכלל תכנית ברורה ומגובשת. לא שמעתי מפי מי מן הבנקאים בעדותו טענה לפיה הבנקאים ביקשו לזרות חול בעיני הרשויות בנימוקי התנגדותם, כדי שהרשויות ימנעו מלכפות עליהם את התכנית או מהלך אחר. חשוב במיוחד להדגיש בהקשר זה שתכנית הרשת הועלתה בסיבובי שיחות בשלהי 81' וב-82. היא הועלתה בשלבים מוקדמים יחסית לכלל התקופה הרלוונטית, היא הועלתה לפני הנפקות נוספות שבוצעו ב-81'

וב-82', שהביאו לרכישת מניות נוספות ע"י הצבור. היא הועלתה זמן לא רב, יחסית, אחרי ששלושת הבנקים הגדולים החלו במדיניות שהיו לה חריגים של אי-מתן אפשרות לירידות נומינליות, תופעה שהחלה בערך במרס 81'. היא כללה בחובה הבטחה ל"רשת" ממשלתית אם ירדו המניות מתחת לקו מסויים שעל פי עדויות שונות, ולענין זה יש סתירות בעדויות, היה קו של ירידה שבין 15%-30%. כבר באותו שלב מוקדם, ובהינתן ההבטחה ל"רשת", לא הסכימו מנהלי בנק לאומי ובנק דיסקונט להצעה. לא שמעתי שניצלו את ההזדמנות כדי להעלות אלטרנטיביות טובות יותר או שביקשו להפוך את ההצעה ה"היולית" להצעה קונקרטיית. הזכרתי לעיל, בענין תכנית הרשת, שבנק דיסקונט התנגד לתכנית. סיפר בעדותו מר עזרא סדן, על הפגישה:

"... בפגישה הזאת אמר לי רפי רקנאטי בערך כך: שהשכלה שלי היא אמנם השכלה של פרופסור, והתפקיד שלי הוא מכובד, אני מנהל כללי, אבל השאלה אם רשת מהסוג שאנחנו מדברים עליה היא מספקת כדי למנוע קריסה, שאין אחריה - שאיננה מותירה אחריה את הבנקים במצב שהם יכולים להחזיק את הפת"חים וכו', היא שאלה של אינטואיציה של בנקאים, וזה בצורה עדינה ובהחלט תרבותית, רמז לי שזה אין לי וזה לא היה לי. הוא כמו בן צדק" (ע"מ 16931).

בעדותו בפני ועדת החקירה שהוגשה בהסכמתו (ת/410) התבטא בלשון דומה (ע"מ 2225):

"... בשיחות שניהלנו... קיבלתי מקלחת בנוסח הבא... אמר לי מר

רקנאטי, אמר לי תשמע, תואר פרופסור זה תואר מאוד מכובד, מנכ"ל זה דבר מאוד חשוב, אבל הוא עשה תנועה ביד, יש פה ענין של תחושה, ואני אומר לך שב-70% זה לא יעזור, ואתה תצטרך לקנות עד אחרון

המניות כדי לקיים איזשהו ערך מעל אפס..."

לגבי אותו סבב שיחות העיד הוגה תוכנית הרשת, יעקב גדיש, בהודעתו במשטרה נ/33/פ:

"... היתה טענה של בנק דיסקונט שבוטאה בפגישה אצל עזרא סדן עם אלי כהן ורפאל רקנאטי, ששם היתה התבטאות אפילו יותר חריפה, כגון "שיסקלו אותנו באבנים". פרוש הדבר שהיתה להם מחויבות ליציבות הבנקים, והם זיהו את יציבות המשקיעים עם יציבות הבנקים..." (ההדגשה הוספה).

בעדותו בפני אוספי החומר של ועדת החקירה, נ/34/פ, התבטא לגבי אותה פגישה בחדרו של סדן, עם אלי כהן ורפאל רקנאטי:

"... תגובתם לרעיון היתה אפילו יותר קיצונית משל בנק לאומי, הם חזו קטסטרופה מוחלטת גם בארץ וגם בחו"ל."

בעדותו בפני (ע"מ 2478) ציין גדיש שבפגישה זו הסבירו רקנאטי וכהן שמהלך תכנית הרשת יהיה "אסון". אשר לביטוי "יסקלו אותנו באבנים" בו השתמש, הבהיר כי איננו יודע מי יסקול באבנים (2503). ובהמשך דבריו (ע"מ 2633) הביע הסתייגות מסויימת לגבי השאלה האם היו אלה דבריו של רקנאטי. על דברי רקנאטי עצמו בענין סירובו לתוכנית הרשת כפי שהם משתקפים בהודעתו במשטרה ת/124 עמדנו בהקשר אחר.

רפאל רקנאטי לא העיד אמנם במשפט, אך עדותו של אלי כהן, אף שניסה תחילה להעמיד את רעיון הרשת כבלתי רציני, תומכת בדברי סדן (ראה ע"מ 18871) הוא אף התפאר בכך שכשפגש את סדן לימים במטוס אמר לו סגן כי ההערכות של רקנאטי היו הכי נכונות (18882). אלי כהן הוסיף וסיפר כי

רקנאטי הבהיר שאם תהיה פגיעה במניות הבנקאיות, הציבור יאבד את אמונו גם בנכסים אחרים, ויש לקחת זאת בחשבון.

בעת עדותו של גדיש משמעות הדיבור על "סקילה באבנים" נראתה לי בלתי-ברורה. לאחר שמיעת העדויות כולן, היא מובנת. היא מתייחסת לכך שהציבור יגיב ב"סקילת

הבנקאים באבנים" עקב שבירת האמון הנובעת מביטולו של אותו מכשיר פיננסי שהנאשמים טיפחו. אין בעיני חשיבות מכרעת להסתייגות של גדיש בחקירתו הנגדית לגבי זהותו של הבנקאי שהשתמש בביטוי זה. הביטוי, תהא אשר תהא זהות הבנקאי אשר השמיע אותו, מעיד על חשש אמיתי ממשבר אמון, ומתוצאותיו הקשות של משבר כזה.

עוד הזכרתי לעיל, פגישה של גדיש עם יפת ואיינהורן בענין תכנית הרשת. עמדת י לעיל בדוני בב"ל ובעדותו של איינהורן על כך שאני קובעת שאכן היה זה מר איינהורן שנכח באותה פגישה.

שלילת תכנית הרשת באזני גדיש היתה בשל חשש לריצה על הבנקים, בריחת פתחים, והשפעה גם על חו"ל (2474). גם מר ראוך מבנק לאומי לישראל סיפר על ארוחת

צהרים במשרדי הבנק בה השתתפו סדן וגדיש והעלו באוזני אנשי הבנק את תכנית הרשת. אנשי הבנק העלו חששות למבול של היצעים. הם הביעו דעתם כי אם מחליטים על ירידה, קשה לתחום את תחומה. לא ניתן להחליט שיוורדים רק ב-30% אלא אם מישהו בא ומבטיח את כל האמצעים הדרושים לכך, ללא כל הגבלת סכום, גם אם יוצעו באופן תאורטי כל מניות הבנק בבורסה למכירה. ראוך העיד כי בבנק לא היה ספק שפעולה כזו תביא להיצעים מאוד מוגברים, כיוון שהדבר יפגע בכל אמינות הבנק ובכל מה שהלקוח שמע כל הזמן, היינו שהמניה היא סולידית. היו גם חששות לבריחת פקדונות תושבי חוץ.

בהקשר זה נזכיר גם את עדותו של חבר הכנסת שפירא, שהיה יו"ר הוועדה המייעצת של בנק ישראל, וסיפר על דברים שאמר יפת בעת שהבנקאים ביקשו חלון אשראי (בהקשר הדברים מדובר בקיץ '83).

בעיה אחת עליה עמד מר יפת היא, שהוא לא יוכל ל"הוציא מאזן" (6947). הדברים, כך הבהיר (בע"מ 6971-6969), משמעותם היא שמי שמפקיד פתחים בעשרות מליונים, ורואה את המאזן שיש בו הפסדים גדולים, אומר לעצמו, שאין הוא רוצה להמשיך ולהחזיק את הכסף בבנק כזה. הדברים עולים בקנה אחד עם דברים הרשומים מפיו של ח"כ שפירא בפרוטוקול הוועדה המייעצת מיום 25.8.83, נ/29 ד, "אם מאזני הבנקים יהיו רעים יש חשש שחלק מהפתחים יימשך מהמערכת הבנקאית, וזה עשוי להביא לזעזוע בבנקאות ובמשק. אני מציע לנגיד לנהל דיון אצל ראש הממשלה ושר האוצר על מצב הבנקים".

הדיון בישיבה הנזכרת נסוב על רווחיותם הגרועה של הבנקים במחצית שנת '83. רווחיות גרועה זו נבעה מסיבות שונות שאינן קשורות לויסות אך, כפי שהתבטא יפת באזני ח"כ שפירא, לתופעת הויסות (בלא שהופסקה באותו שלב) היתה תרומה נכבדה בענין זה.

עוד הבהיר שפירא כי הבנקאים חששו מ "tuu"-על הפת"חים. במקום אחר (6956) הבהיר כי הבנקאים חששו כי "שפיכת" מניות הבנקים יכולה להביא למצב שאנשים יתחילו לחשוש אם כדאי להם להחזיק בבנק כסף, וזה יגרום להוצאת פתחים.

בלשון ציורית התבטא באומרו: "אם אני היום מחזיק בבנק כסף, ואני אראה פתאום

שהצבור כל הזמן מוכר את המניות של הבנק הזה, ואני אראה הפסד שהבנק הזה מפסיד כסף, אני ארצה להוציא את כספי, לא ארצה להחזיק כסף בבנק הזה... אם הבנקים לא היו קונים (את המניות), שער המניה היתה

יורדת לטמיון או לא? נו, זה לא מחליש את כוח, את פרצוף הבנק בחוץ? ... הם לא קונים והמניה יורדת לערך של חצי מה שהיא היתה שלשום. זה לא יכול להפחיד ציבור להוציא, אלה שמפקידים לא יכול להפחיד אותם להוציא את הכסף מהבנקים?" (6973-6974).

בהקשר אחר אמר, כי יפת אמר לו פעם אישית, שהוא הזהיר נגד הויסות, ואמר למנכ"ל בנק הפועלים המנוח יעקב לוינסון, "דע לך אנחנו ניכנס לצרה גדולה עם הויסות" (7004).

מחמת הספק (ראה ע"מ 7012-7007) אינני מוכנה לקבוע על יסוד דברי שפירא שדברים ברוח זו אמרו לו, או בנוכחותו, "כולם" - דהיינו, נציגי כל ארבעת הבנקים. אינני מהססת עם זאת לקבוע כי דברים ברוח זו שהוזכרו לעיל נאמרו למר שפירא, או בנוכחותו, על ידי מר יפת.

אינני מייחסת חשיבות לכך שדברים כפי שסיפר שפירא אינם מופיעים בנוסח כזה בפרוטוקולים של הועדה המייעצת. שפירא העיד על עצמו מייד לאחר המשבר בישיבת ועדת הכספים של הכנסת מיום 12.10.83/22/ל:

"...מזה חצי שנה אני חוזר ואומר בישיבות הועדה המייעצת כי יש להפסיק עם הויסות, אך בכך פעם אומרים לי כי אסור לדבר על כך אחרת יהיה אסון."

לא מן המותר להפנות לכמה התבטאויות נוספות של בנקאים בישיבות שונות עם רשויות השלטון למיניהן.

ב-18.11.82 קיימה ועדת הכספים של הכנסת דיון בשוק ניירות הערך (ת/415).

מדיון בשוק ניירות הערך הפך הדיון במידה רבה לדיון סוער על תופעת הויסות.

מר איינהורן הביע שם את דעתו, שהיה צורך להכריז על הישיבה כישיבה

סגורה, כמו ישיבות ועדת חוץ ובטחון, כיוון ש"דליפות מישיבה זו יכולות לגרום לאחד המשברים הגדולים, אם יקחו את הדיון ברצינות". בהמשך דבריו אמר "טוענים שהבנקים הם שהתחילו בויסות. אינני רוצה להגיד שזה לא נכון, אבל צריך לזכור שבלי הבנקים שנותנים את היציבות ואת הויסות לא היתה קיימת בורסה. זה מה שנתן את התמריץ ללכת לשוק המניות כי אחרת היה מתחרה רציני יותר חזק בדמות האוצר ובנק ישראל. אינני מאושר מהמצב הקיים, אני רוצה למצוא דרך לתקן אותו, אבל אם חלילה היינו מקבלים החלטה שאין יותר ויסות של מניות הבנקים, היינו עדים למפולת רצינית של שוק ההון".

אלי כהן הביע באותה ישיבה התנגדות להקמת ועדת משנה בענין הויסות באמרו:

"...הנושא האחרון שאני ממליץ למישהו להציע כהצעה של הרגע האחרון זה להפסיק את הויסות. על כך אפשר לדון שלוש שעות. אני אישית יכול להתייחס כלל אחת המנקודות, הנושא הוא מורכב, אל תחשבו שיש לי פתרונות, אני יכול להגיד שיש בעיות, אני מודאג ממה שקורה, חברי ברשויות השונות מודאגים, ולמרות שלכאורה הבנקים חלוקים בדעתם עם הרשות אין כדבר הזה, אין ניגוד ביניהם, לכולם דאגה משותפת, הדאגה של הבנקים איננה יותר קטנה... יש מה לדאוג, אבל אינני ממליץ שנקים ועדה שתתחיל לטפל בענין, כי עצם הקמתה של ועדה תתפרש כצעדים שעומדים לנקוט ושוב תהיינה בעיות... חשוב לא להתערב בצורה גלויה... תחום זה שהוא תחום רגיש. אם אתם רוצים, אפשר לקיים עוד ישיבה".

ישיבה זו הסתיימה בלא החלטה.

נזכיר עוד דברים אחרים שאמר ראוך, בהקשר לאפשרות על הפסקת הויסות:

"אם יקרה דבר כזה, הרי יגרום נזק גדול מאוד ללקוחות הבנק, שלאורך שנים הבנק עודד ואתם להשקיע במניות בל"ל, וזה יכול היה להשפיע... על כל מערכת היחסים של הבנק עם אותו לקוח... אותו לקוח לא עבד רק בנושא ניירות ערך עם הבנק..." (3674).

עוד אמר ראוך, לגבי אפשרות חד-צדדית של הפסקת הויסות, כי "תהיה... פגיעה גם

באמינות הבנק ובכל מה שנתן תמיד כיעוץ, גם כלפי... העולם הגדול. הבנקים

בחוו"ל, משקיעים ומפקידי פקדונות בחוו"ל, חששו שאנחנו נפסיד פקדונות. הנקודה

הזו תמיד הועלתה, שנפסיד הרבה פקדונות של תושבי חוץ, שיגידו הבנק כנראה התמוטט, לא מסוגל להשתלט על מה שקורה לגבי המניות שלו... זה (הפסקת הויסות) היה מוביל לירידות מאוד חריפות, לפי דעתי היה מביא לירידות הרבה מעבר ל-30% שהוזכרו כאן (הכוונה בהקשר לתכנית הרשת). אני חושב שזה היה מביא לשחיקה מאוד משמעותית ברמת השערים... הבנק בכל זאת הרגיש אחריות כלפי ציבור הלקוחות שלו, שקנה את המניות לפי ייעוץ של היועצים בבנקים" (6-3785).

הנאשם איינהורן בעדותו ציין בענין העדר כוונה להפסיק את הויסות בשרירות, כי הפסקה כזו היא בגדר מכירת מניות והחלטה להסב אותן לאיזה דבר אחר לגמרי, שמי שקנה את המניות לא התכוון לו (14039). משמעות הדברים היא כי כשהמכשיר הפיננסי של המניה הבנקאית היה חוזר והופך למניה "רגילה" הצבור לא היה מעונין בו יותר, והיה משליך את המניות.

עוד אמר איינהורן שעוד ב-81' היה רצון לרדת מהויסות, וכשנכנס לתפקידו

באוקטובר 82' הבין שהפסקת ויסות חד-צדדית היא בלתי אפשרית (13932).

הזכרתי כבר את השקפתו של גזית לפיה כשהבנק ממשיך כל-כך הרבה שנים בויסות, הלקוחות שלו בצדק יכולים לצפות ממנו שלא יזנח את המדיניות או המחוייבות ללא סיבה כבדת משקל (16580).

כשנתבקש גזית לשרטט את המשבר שהיה מתרחש ללא סיוע ממשלתי, הגיב כי זוהי סיטואציה תיאורטית, אך אם היתה קורית, היה קורה בצורה חדה מה שחששו מפניו, אי-אפשר לדעת בכמה, היתה התמוטטות של אג"ח ממשלתית משום שהיה אובדן אמון ביכולתה של הממשלה לסייע, היתה בהלה בשוק ההון ונוק בעשרות אחוזים לרכוש הפיננסי. מפקידים היו דורשים את פקדונותיהם והבנקים היו באים לבנק ישראל לדרוש את כספי המפקידים, ואז היה מסתבר שהמלך הוא ערום כי אין לבנק ישראל כסף (16167-16169).

נזכיר עוד דברים הרשומים במכתבו של מר גית מבנק ישראל (נ/121/ד) מיום 20.9.83 בענין שיחותיו עם בנקאים שונים. האמור במכתב מוזכר כאן רק בהקשר לבנק דיסקונט, ולא בהקשר לבנקים אחרים, משום שרק אלי כהן נחקר על מכתב זה, שהוגש ע"י קבוצת דיסקונט, וגית לא העיד. במכתב האמור כותב גית כי שוחח עם אנשים שונים, ובהם כהן, וכי כל הבנקאים הדגישו שהפסקת הוויסות תיגרורם לירידה של עשרות אחוזים, שמשמעותם הפסד של עשרות ואולי מאות מליוני דולרים של המלאי הקיים, דבר שיש לו משמעות לגבי עצם יציבות הבנק וסגירה מיידית של קווי אשראי במט"ח.

כשנחקר אלי כהן על המכתב ועל השאלה האם כך התבטא בפני גית, ענה תחילה שהוא "לא זוכר" שהתבטא בענין פגיעה ביציבות, ושהוא מסכים שהפסקת הוויסות במצב משברי היתה גורמת לירידת שערים. בסופו של דבר, אמר, "אני מסכים עם מה שהוא כתב כאן" (18717-18718). הדברים להם הסכים מדברים, לענייננו, בעד עצמם.

אלי כהן טען בעדותו שאיש מאנשי הרשויות לא העלה חשש ליציבות הבנקים. ועם זאת אמר, שהיה ברור לכולם שאם כתוצאה מהוויסות היו מתקרבים לנקודה שבה יציבות הבנקים תעמוד בסכנה, האלטרנטיבה תהיה הפסקת הוויסות (17813). קטע זה של דבריו צוטט בפניו ע"י ב"כ המאשימה (ע"מ 18615-18616) והוא נתבקש להסבירו.

כהן ניסה לטעון כי כוונתו היתה שעצם הפסקת הוויסות עומד בסכנה, ואולי ניסוחו לא היה מושלם, אך זו היתה הכוונה, והוסיף והסביר כי הסכנה של הפסקת הוויסות סומנת בחובה פגיעה ביכולת גיוס ההון הסכנה עליה דיבר איננה מתייחסת ליציבות

הבנקים אלא להפסקת הוויסות. אלה הם נסיונות הסבר בלתי משכנעים בעליל. אלי כהן הינו אדם מתוחכם, ואני סבורה שעוד בעת שאמר מה שאמר (בעמ' 17813) הבין כי אמר יותר ממה שהתכוון לומר, והדברים טעונים תירוץ כלשהו. מה שאמר כאן כהן מתיישב לחלוטין עם הדברים הרשומים במכתבו הנזכר של גית (נ/121/ד), דברים מהם עולה שהערכתו שלו בזמן אמת היתה שתהליך הוויסות עלול לפגוע ביציבות הבנק.

לא בכדי "גימגם" אלי כהן הן בנושא מכתבו של גית והן בענין פרשנות דברים שיצאו מפיו בעדותו שלו.

הזכרתי דברים שנאמרו בזמן אמת, או בחלקים מעדויות הנאשמים.

אני מדגישה כי הזכרתי לענין זה חלקים מעדויות הנאשמים משום שבחלקים אחרים הועלו טענות שלא היה סיכון של בריחת פקדונות, בין של תושבי חוץ ובין של

תושבי המדינה (ראה בפירוט בעדותו של אלי כהן בחקירה הראשית, ע"מ 17942-17945 ובחקירתו הנגדית ע"מ 18673-18685, ודברי אודי רקנאטי בע"מ 19563-19725-19734, 19558).

עמדתי לעיל, וכן בדיון על כל בנק בנפרד (כאשר בין הדברים ישנה מידה רבה של חפיפה) על חלק מהחששות שהושמעו בזמן אמת ובחלקים מעדויות הנאשמים לגבי התסריט שהיה מתרחש עם הפסקת הוויסות ללא תמיכה ממשלתית, או אפילו עם תמיכה, כפי שהוצע בתכנית הרשת. רפאל רקנאטי השמיע כזכור, אולי בצורה אדיבה, באזני סדן את הרעיון שלא הרי הבנתם של פרופסורים נכבדים כהרי הבנתם של הבנקאים עצמם בענייני בנקאות.

אני סבורה שבכך צדק. ראשי המערכת הבנקאית היו המומחים הטובים ביותר, בזמן אמת, לשאלות הבנקאות. הם היו המומחים הטובים ביותר, לא בשל השכלתם התאורטית דווקא, אלא בשל נסיונם ובשל בקיאות בעובדות הנוגעות למערכת הבנקאית.

ראשי המערכת הבנקאית היו המעריכים הטובים ביותר בזמן אמת את היקפו של משבר

האמור שעתיד היה להתרחש עם הפסקת הוויסות. מי כמותם ידע את עוצמת המסרים שהעבירו כל העת ללקוחותיהם, ואת עוצמתו של מנגנון היעוץ, ואת האופן בו תוארה המנייה הבנקאית באזני הלקוחות. על כל אלה עמדנו בעניינו של כל בנק בנפרד, ועוד נשוב ונעמדו על המקובץ כאשר נדון בשאלת ה"מחויבות".

המידע על מה שנמסר ליועצים מאת הנהלות הבנקים, לא תמיד בכתב - היה בידיהם. מידע בהיקף כזה לא היה בידי שום פרופסור בזמן אמת לא בידי הרשויות, ואפילו לא בידי התביעה בזמן המשפט. התבטאויותיהם של מנהלי הבנקים בזמן אמת מעידות, נסיבתית, על גודל העוצמה של הפעלת מנגנון היעוץ. גם "הצלחת" פעולות הוויסות הינה ראייה נסיבתית כבדת משקל לענין זה. הבנקאים היו המומחים הטובים ביותר להעריך את עוצמת משבר האמון שעתיד היה להתרחש עם הפסקת הוויסות ללא סיוע ממשלתי, הם היו המומחים לענין תוצאותיו הקשות לא רק לגבי ירידה של עשרות אחוזים בשערי

המניות, אלא גם לגבי ההשלכות על ציבור המפקידים, בין בארץ ובין בחו"ל.

ישנה חפיפה, לא מלאה אמנם, בין המשקיעים והמפקידים בכל בנק, כפי שצוטט לעיל מפי ראוך: "אותו לקוח לא עבד רק בנושא ניירות ערך עם הבנק". בדרך כלל ירידה בשווי מניות של בנק איננה צריכה להדאיג את המפקידים, אך בשל הוויסות טושטש ההבדל בין המניות לצורות הכסף ממש. ראינו בבנק המזרחי שהתגובה בתחילת 1983 לחשש של "run" על הבנק היתה ויסות אגרסיבי...

ההערכה הטובה ביותר לגבי מעשיהם הצפויים של מפקידים בארץ ובחו"ל, היתה בידי

הבנקאים. בכל אלה לא היו להם - לא אז ולא היום - מתחרים. אין פלא. שכשניצבים הבנקאים מול משפט פלילי, הם באים להפחית כמעט עד כדי ביטול, את החשש מפני מסבר אמון בבנקאות, בארץ ובחו"ל. בנק דיסקונט למשל, הבהיר בהרחבה כי הפקדונות במט"ח לא היו פקדונות on call, ואם לא היה מנוס מכך לא היה הבנק מאפשר לבעלי פקדונות כאלה למשוך את הפיקדון לפני הזמן. הוא מאשר אמנם, כי פרקטיקה בנקאית מקובלת שאין בצידה חיוב היא לאפשר משיכת פקדונות כזו. נוכח קיומה של פרקטיקה בנקאית מקובלת כזו, סירוב לאפשר משיכת פקדונות היה מביא לתגובות שרשרת וכל מי שיכול היה, היה מושך את פיקדונו מיד כשיוכל.

לדברים שאמרו בנקאים בזמן אמת אני מייחסת משקל מכריע הגובר על דברים סותרים, שנשמעו בעדויות הנאשמים, או בעדויות מומחים מטעמם.

הנסיון לגמד את מימדי המשבר הצפוי ללא עזרה ממשלתית ל"עמודות" מלאות של הון עצמי מול הפסדים "מכומתים" - לא יצלה. אילמלא העזרה הממשלתית היה צפוי משבר אמון חריף וקשה. למשבר אמון כזה היו אותן תוצאות קשות אותן חזו הבנקאים בזמן אמת. גם המשבר הקונקרטי שהיה בפועל עם ההסדר

היה משבר אותו כינה פרופסור רביב "טראומה".

גם ללא קשר לשאלה מה היה ההיקף האפשרי של תביעות נגד הבנקים שהיו מצליחות

לימים, ובלי לקבוע שכטענת התביעה, אכן קיימת ה"התחייבות הגדולה", ניתן

לקבוע בדרגה גבוהה של וודאות כי גם בהנחה שאין זכויות תביעה, או שהללו הינן מצומצמות, הציבור היה "מגיב ברגליים" כלפי המערכת הבנקאית. זו היתה תגובתו משום שמכרו לו מכשיר פיננסי אחד, תוך מצגים בדבר תכונותיו, ובסופו של דבר היה מסתבר שהמדובר במנייה הגרועה בצורה משמעותית ממנייה רגילה. היא טומנת בחובה, כפי שהיה מתברר, סיכון נפילה במימדים עליהם עמדו הבנקאים עצמם.

הנסיון להציב כאמור את ההפסדים הצפויים לבנקים בתוך "עמודות" של ההון העצמי, לא יצלה איפוא. כתב האישום מפרט כזכור בע"מ 15-17 שורה של נזקים שהיו נגרמים עם הפסקת הוויסות (ללא עזרה ממשלתית). בין הנזקים הללו צויין, אמנם בשתיים וחצי שורות בלבד, הסיכון של משיכת פקדונות. נאמר שם, כי "נטישת התמיכה במניות הבנקים ומפולת שערי המניות היו גורמות לצבור בארץ ובמיוחד בחו"ל לאבד את אמונו בבנקים הנאשמים, והיו גוררות משיכת פקדונות מן הבנקים". מה שמתואר כאן הוא אותה תופעה מבהילה של "run on the bank" עליה עמדנו לעיל, תוך איזכור דברי בנקאים מזמן אמת. לענין זה שבה המאשימה בהתייחסה לאישום הראשון בו עסקין (ע"מ 25 פסקה 4). כאן טוענת המאשימה כי אילמלא התערבה הממשלה היו פעולות הוויסות מביאות להתרחשות משבר בו היו מתממשים הנזקים הנ"ל (קרי, הנזקים המפורטים בע"מ 15-17 לכתב האישום), ובנוסף על כך היתה נפגעת יכולת הבנקים לקיים את התחייבויותיהם השוטפות כתוצאה מפגיעה בנזילותם, עם התממשות הסיכונים.

כאמור, בלי קשר לעמדה המשפטית בענין ה"התחייבות הגדולה" אני קובעת כי אכן

העמידו עצמם הבנקים ע"י התנהגותם במצב בו היתה הסתברות משמעותית

אם לא למעלה מכך למשבר אמון קשה עם הפסקת הוויסות. במשבר שהיה נוצר אילמלא

ההסדר הממשלתי היתה ירידה דרסטית במחירי המניות, אובדן אימון במערכת הבנקאית, ותופעות שרשרת של משיכת פקדונות בארץ ובחו"ל ובנוסף על כך משבר חריף בשוק ההון כולו, שהבנקים היו חלק חשוב ממנו.

בפרק זה לא עמדתי עדיין על הנתק שבין מחירי המניות בתקופת הויסות לבין השווי הכלכלי. כל שהראיתי בשלב זה הוא שהבנקאים עצמם בזמן אמת צפו ירידה דרסטית של שערי המניות עם הפסקת הויסות. בהמשך הדברים, וכשנדון בעדויות המומחים עוד נעמוד בהרחבה על כך שאכן היה - על פי בחינה כלכלית - נתק כזה וכי שערי המניות אכן עתידים לרדת פלאים עם הפסקת הויסות.

בדיון הספציפי בענין בנק דיסקונט עמדתי על כך שמניתוח עדותו של אלי כהן

עולה שקבוצת דיסקונט ביקשה "הגנה" על הנוסטרו בהסדר. עוד עולה שרפאל רקנאטי

ביקש וקיבל "הגנה" על מניות I.d.b. שבידי חברת אל-ים. מעניינים אלה יש ללמוד, ועמדתי על כך, שההערכה בזמן אמת היתה שקיים נתק. בקשת ההגנה על הנוסטרו היתה משותפת לכל הבנקים, כך שניתן להקיש על המחשבות מזמן אמת אצל כולם בשאלת הנתק.

אחזור ואדגיש: בסופו של יום אין-זה משפט שההכרעות בו צריכות ליפול על יסוד הערכות בדיעבד של מומחים. הנסיון להעביר את כובד ההתדיינות לעדויותיהם רבות-ההיקף של מומחים כלכליים אסור לו להסיט את נקודת הכובד מן העובדות עצמן. העובדות מזמן אמת מדברות בעד עצמן. אין זה נכון שבזמן אמת סברו הנאשמים שאין נתק. סברתם היתה שנתק אכן קיים. כשאדון באספקטים הכלכליים בסוגיית הנתק, ובעדויות המומחים, אקבע שאכן היה קיים נתק, במובן שיוסבר, על פי בחינה כלכלית נכונה. בפרק זה אדחה

גם את מסקנותיהם של פרופסור רביב ופרופסור טלמור בענין שווי הבנקים אותם

העריכו. כל אלה הם בגדר בחינות בדיעבד. אילו סברתי שהנאשמים האמינו בתום-לב, בזמן אמת כי נתק איננו קיים, הרי לצורך משפט פלילי שום עדויות מומחים שהיו מובאות בדיעבד ע"י המאשימה לא היו משנות את ההנחה לצורך המשפט שלא היה נתק. אנו עוסקים במשפט פלילי. השאלה אם נאשם זה או אחר ידע את העובדות הרלוונטיות, לרבות עובדת הנתק, היא שאלה משמעותית. מי שמתוך טעות כנה וסבירה מעריך דברים בצורה בלתי-נכונה, יבחן לצורך משפט פלילי, על פי מצב דעתו בזמן אמת ויאמרו אשר יאמרו המומחים בדיעבד.

אך מובן הוא, שאילו הייתי מקבלת את חוות הדעת של רביב וטלמור, היה בכך כדי להועיל לנאשמים בשל העדרה האובייקטיבי של עובדה חשובה לגיבוש האקטוס-ראוס.

ולסיכום: אמונה כנה ומוטעית שאין נתק היתה מועילה לנאשמים על ידי שלילת היסוד הנפשי, אף אם יתברר אחרת מפי מומחים. קביעה אובייקטיבית מפי מומחים שאין נתק, אם היא מתקבלת במשפט, מועילה לנאשמים לצורך שלילת האקטוס-ראוס. דע עקא, שראשי מערכת הבנקאות, סברו בזמן אמת שהיה נתק, ונתק כזה אכן היה קיים, כפי שיובהר בנייתוח עדויות המומחים להלן. הדברים טעונים הדגשה והבהרה, לבל יסיטו אותנו עדויות המומחים משאלות הטעונות הכרעה במשפט פלילי.

כבר עמדנו על כך שהבנקאים הם המומחים הטובים ביותר לבנקאות. חשוב להבהיר עם זאת כי ההנחה הגלומה בנייתוח שנעשה עד כה אכן מביאה בחשבון קיומו של נתק. אם אין נתק, כל הסצנריו העתיד להתרחש עם הפסקת הויסות הוא חמור פחות. כל שנאמר לעיל איננו כולל הנחה שהיתה, כפי שטוענת

התביעה, אותה "התחייבות גדולה". הניתוח מניח "התחייבות גדולה" איננה קיימת. עם זאת, ככל שהיתה קיימת התחייבות של הבנקים לפצות משקיעים - בין מעטים ובין רבים כן היה מצבם מוחמר ביחס לכל שנאמר ותואר לעיל. לנושא זה נשוב, בדוננו בשאלת ההתחייבות. מסקנתנו תהיה שנוצרה התחייבות נרחבת.

ג. נזקי הויסות בהצטברותם

עמדנו לעיל על נזק מרכזי שהיה מתרחש ברגע המשבר, והוא הנזק של "ריצה על

הבנקים". גם בהעדר נתונים כמותיים שהנאשמים ובראשם קבוצת דיסקונט דרשו לקבל

מהתביעה, ולא קיבלו, ניתן לקבוע כי נזק זה לא היה עומד בפני עצמו.

נזק אחר שהיה מתרחש כתוצאה מירידת שערי המניות הוא העדר אפשרות של הבנקים, בעת המשבר, למכור את מלאי הויסות שבידיהם, או העדר אפשרות למכור אותו במחיר סביר.

נציין מעתה כי התביעה הניחה בכתב האישום ובהבהרות שחיקה קטנה יותר בשווי המניות, מזו שהובאה לעיל מפי הנאשמים עצמם. ההסבר לכך נעוץ - ועוד נעמוד

על כך בדיון בענין הנתק - שעם הפסקת הויסות היו המניות יורדות תחילה לערכים

נמוכים מאותם ערכים שהיו צפויים על סמך הערכה כלכלית של שווי הבנקים, ובסופו של דבר היו מתייצבים לפי הערכה כלכלית. הערכה כלכלית זו אינה זהה, נקדים ונאמר, להערכות שנעשו בדיעבד ע"י מומחי ההגנה. אך יהא אשר יהא השעור המדוייק של הנפילה, ברגע המשבר, לא היתה לבנקים ברגע המשבר או בסמוך אליו אפשרות סבירה להיפטר מהמניות ע"י מכירתן. אילו עשו כן בלא להמתין לאותה "התייצבות", היו מוצאים את עצמם מוכרים מניות בערכים נמוכים ביותר. ההשקעה במניות היתה יורדת במידה רבה לטמיון, את הלוואות במטבע חוץ

שנלקחו לרכישתן היה צריך להחזיר. לעתים היה המימון במישרין מכספי הבנקים.

שמענו רבות במשפט, הן מפי נאשמים והן מפי מומחים שאם הויסות היה נפסק בבנק אחד, היה הדבר גורר תגובת שרשרת במניות שאר הבנקים. זאת, משום שהציבור היה חושש שמה שקרה בבנק אחד יקרה גם בבנק אחר. מערכת הבנקאות היתה מוצאת עצמה איפוא עם מלאים עצומים, שלא ניתן היה לממש מיידית באופן סימולטני.

פרופ' רביב עמד בעדותו (ראה ע"מ 24943-24947) על התופעה של "pressure market". "market" הוא הזכיר היפותיזה בתורת-המימון לפיה כאשר "בלוק" גדול של מניות "נופל" על השוק במכה אחת ישנה פגעה מסויימת במחיר, ולכן אל נהוג ל"זרוק בלוקים" כאלה בעת ובעונה אחת. בסיטואציה בה "נזרקת" מניה בהיקפים גדולים, הופכת המניה "גדולה על השוק" ובטווח קצר יהיה לחץ הנובע מעודף היצע שקשה לקולטו, בגלל זמינות המזומנים ומגבלות גודל השוק. עם זאת ציין רביב בעדותו כי תוך פרק זמן קצר צריכים המחירים להתייצב סביב הערך הכלכלי. בלשון מדעית פחות, ובלא העזרות בהיפותיזות מתחום תורת המימון, נאמר בפשטות שאם כל הבנקים המוסתים היו מנסים להיפטר ממניות בדרך של מכירה ממלאי הויסות שנותרו בידיהם, לאחר הפסקת הויסות, לא היה עולה בידיהם לעשות כן, בשלב הראשון, במחיר הוגן. גם אחר כך יכלו למכור אותן רק במחיר נמוך משמעותית ממחיר הרכישה, וזאת בשל "הנתק" שהיה מביא לירידה משמעותית בשווי המניות.

נזק אחר שהזכירה התביעה בכתב האישום נוגע לקריסת בטחונות. בכתב האישום נטען כי נפילת שערי מניות הבנקים ששימשו כבטחונות לאשראי ללווים היתה חושפת את הבנקים לסיכון שלא יוכלו לממש זכויותיהם כלפי אותם לוויים. אכן, המאשימה לא הוכיחה לגבי אף אחד מן הבנקים מה היה היקף ההלוואות שהיו מובטחות ע"י מניות בנקאיות. עוד לא הוכיחה

המאשימה מה היו סיכויי הגביה גם בהנחה של קריסת בטחונות. שאלת סיכויי הגביה איננה נובעת מאליה משאלת היקף האשראי המובטח ע"י מניות בנקאיות. ניתן בהחלט להניח, כטענת הנאשמים, כי לוויים רבים היו מחזירים את ההלוואות שלא מתוך הבטחונות. לגבי תופעה זו של חשש לאשראים, לא אוכל לאמר - בהעדר נתונים, יותר מאשר שאכן היה חשש כזה, אך לא ניתן לקבוע מתוך הנתונים שבפני מה היקף התופעה.

על נושא התביעות האפשריות נגד הבנקים נעמוד בהקשר אחר בדוננו בשאלת המחוייבות. אציין מעתה שאף שלא הנחתי קיומה של "התחייבות כוללת" כנטען על ידי התביעה, מסקנתי היא כי היה חשש מוצדק מתביעות רבות שתתקבלנה. נזק כזה לא היה מתרחש מיד עם המשבר.

גם בהתעלם מנושא התביעות האזרחיות הצפוי, הגעתי איפוא לכלל מסקנה כי עם

הפסקת הויסות ללא עזרה ממשלתית היה נגרם משבר אמון קשה, שאחת מתוצאותיו היא

משיכת פקדונות בארץ ובח"ל, אך אין זו התוצאה היחידה. ישנם נזקים נוספים

אשר לא ניתן לקבוע את כימותם. הנזקים אינם נפרדים זה מזה; הנזקים הם מצטברים וגוררים בהתגשמותם או כשמתעורר חשש מפניהם גם תגובות שרשרת.

יש להיזהר מ"טעות אופטית" מסויימת. הראיתי לעיל כיצד גרם בנק לאומי בטענתו

ערב המשבר שכבר החלה בריחת פת"חים, ובסיועו של חה"כ שפירא, להמריץ את הרשויות לפעולה. הבנקאים הסתובבו כזכור ימים אחדים במסדרונות השלטון, וביקשו, ולא קיבלו, סיוע להמשך הויסות.

הרשויות נדחפו, עם זאת, לפעולה דחופה ובהולה על ידי אותה אמירה ש"כבר החלה בריחת הפת"חים". אמירה זו לא היתה נכונה. בירורים שנעשו בדיעבד העלו כי בבנק לאומי משך לקוח עשרה מליון דולר בלבד, וזהו סכום זניח

שאיננו מצביע על "תופעה".

אמירה זו בדבר "תופעת בריחת הפת"חים שכבר החלה", גרמה לסגירת הבורסה. התסריט יכול היה להיות גם אחר: אפשר והיה נערך ברור עובדתי ממשי, והיה מסתבר שאין הדברים "כצעתקה". הויסות לא

חייב היה להעצר במועד בו נעצר. במקרה נפסק הוויסות בנסיבות שתוארו, בסוף שבוע שאין בו פעילות בורסה. הדברים יכלו להתגלגל גם אחרת. לא שמעתי מפי הנאשמים טענה, לפיה כבר הוחלט אצל מי מהם להפסיק את הוויסות (קרי - להפסיק לרכוש מניות) ביום א' אילמלא ההחלטה על סגירת הבורסה. החלטה להפסיק את הוויסות ביום א' לא היתה, והיתה זו רק "אופציה". בצדק הצביעו נאשמים על ה"אסקלציה" שבשבוע האחרון. מלאי הוויסות הלכו ותפחו באופן מבהיל. לגידול כזה, ובקצב כזה, לא היה תקדים בעבר, אף בעת ציפיות קודמות לפיחות, כפי שהיה בחודש אוגוסט של אותה השנה. האסקלציה - היא היא משבר האמון במניות ממנו חששו הנאשמים כל העת. לבנקים היתה "מחוייבות כלכלית" לוויסות. נעמוד על כך ביתר הרחבה אגב ניתוח עדותו של פרופסור ברנע. כל נשכח, שבעצם אותם ימים אמרו הבנקים, באמצעות מנגנון הייעוץ, יום-יום, ללקוחות הצובאים בהמוניהם על הסניפים שהוויסות יימשך. אין זו החלטה פשוטה כלל ועיקר לאמר ביום ה' "הוויסות ימשך" ולהפסיקו ביום א' על פי החלטה של הבנקים, ובלא הבטחת תמיכה ממשלתית.

בהתבוננות במלאי הוויסות של ה-6.10.83 יש כאמור "טעות אופטית". טענתם של הבנקים במשפט שמלאי הוויסות של ה-6.10.83 לא היו כאלה אשר בלשון ציורית "מטביעים" אותם, מעלה בדמיון אדם העומד בים סוער, ראשו מעל למים וגל גדול נע כלפיו ומאיים להטביעו, והוא אומר: "אני עדיין צף". אילמלא צלחה מלאכתו של מר איינהורן בענין בריחת הפת"חים, סביר מאוד שה"גל" ה-6.10.83 לא היה הגל האחרון, ומלאי הוויסות היו גדלים עוד יותר לפני הבלתי נמנע - הפסקת הוויסות. כשאנחנו בוחנים את ה"דרך" (כלשון סעי' 14ב(א) לפק' הבנקאות) בה הלכו הנאשמים, יש להביא גם

עובדה זו בחשבון. אני מציינת ענין זה בבחינת למעלה מן הצורך, משום שדי

בתמונת המצב ביום בו הופסק הוויסות, כדי לבסס את המסקנות אליהן הגעתי. עמדתי

על כך שהיתה הסתברות משמעותית לבריחת פקדונות. נרחיב עתה את הדיבור על

עניין זה.

ד. בריחת פקדונות - המשמעות המשפטית ומשמעות מעורבותן של הרשויות

ניתן להעלות על הדעת כמה וכמה מצבים בהם מתרחשת "ריצה" של מפקידים על בנק:

אב-טיפוס אחד הוא מקרהו של בנק שהפך ללא-סולבנטי במובן המאזני, קרי שהתחייבויותיו עולות על נכסיו.

תופעה כזו יכולה לקרות הן בשל כישלון עיסקי חמור בתום לב והן כתוצאה ממעשים

פליליים הנעשים ע"י מנהלים, כגון מעילה חמורה. בנק שאיננו סולבנטי במובן המאזני לא יזכה להלוואות גישור של הבנק המרכזי, אף שאפשר שהבנק המרכזי ישפה במישרין את המפקידים תמי-הלב. מן העדויות עולה, ואפשר ויש גם ידיעה שיפוטית בכגון דא, שבישראל היתה קיימת לפני התקופה הרלוונטית, והמשיכה להתקיים אחריה, תופעה של מתן ערבות של בנק ישראל למפקידים תמי הלב בבנקים שקרסו מסיבות שונות. לענין זה הוזכרו בעדויות בנק פויכטוונגר, בנק א"י-בריטניה, בנק צפון-אמריקה (הענין האחרון הינו לאחר התקופה הרלוונטית). הזכרתי לעיל, ולא אחזור, פסקי דין שונים שניתנו בענין קריסתם של בנקים אלה, וכן הזכרתי שקריסתם של בנקים היתה התמריץ לתיקון [פקודת הבנקאות](#).

אב-טיפוס אחר הוא הבנק הסולבנטי מבחינה מאזנית. גם בבנק סולבנטי מבחינה מאזנית יכולה כאמור להתרחש "ריצה", וזאת הן בשל עניינים חיצוניים לבנק, כגון מצב מלחמה שאינו משפיע על עסקי הבנק, אך גורם לבהלה אצל המפקידים; או בשל שמועת שווא שהופצה על הבנק, שאין לה דבר

עם נתוניו הכלכליים האמיתיים. יתכן גם מצב בו תהיה "ריצה" על בנק סולבנטי מבחינה מאזנית כתוצאה ממעשים שנעשו ע"י מנהליו הבכירים של הבנק. מעשים כאלה יכולים להיות מעילות או גניבות. יכולים להיות גם מעשה של ניהול הרפתקני של הבנק, או כל סיבה אחרת של התנהגות מנהלים שהיא לאו-דווקא פלילית בכל מובן אחר, אך נעשית ביודעין, ומביאה לכך שהמפקידים "ירוצו על הבנק". כל הבנקים השייכים לאב-טיפוס זה, בכל הוריאציות השונות, נמצאים, בהתרחש אותה "ריצה", במצב של אי-יכולת לקיים את התחייבויותיהם. אין הם יכולים בלא סיוע לענות באופן שוטף לדורשיהם הרבים. ודוק: ענין לנו בשאלה האם הבנקים הנמצאים במצב כזה יכולים לעמוד בהתחייבויותיהם. אנו עוסקים בשאלת יכולתם של הבנקים, ולא בשאלת יכולתו או רצונו של גורם חיצוני לבנקים (הבנק המרכזי) להושיט להם עזרה בצורה של הלוואת-גישור.

ועם זאת, ככל שהאחריות הפלילית נוגעת בדבר, ישנו הבדל תהומי בין בנקים

שונים הנמנים על אב הטיפוס השני. יכול בנק להיקלע למצב בו איננו יכול לענות באופן שוטף לדורשיו עקב אותה "ריצה", בעקבות כישלון עיסקי בתום לב. כשלון עסקי - שלא היה כרוך בשום שלב בידיעה

שפעולתו העיסוקית תביא אותו או עלולה להביא אותו למצב של אי-יכולת לעמוד בהתחייבויות שוטפות. יכול בנק להגיע למצב כזה, גם ללא שום פעולה מצד מנהליו, כגון שמועת שווא. בשני המקרים האחרונים, אף שקיימת אי-יכולת לעמוד בהתחייבויות שוטפות כלפי "הרצים" על הבנק ודורשים לאלתר את פקדונותיהם, אין אחריות פלילית בגדרי סעיף 14ב(א) לפקודת הבנקאות.

פני הדברים שונים לחלוטין כאשר אנו עוסקים בבנק שמנהליו התנהגו ביודעין

באופן המביא או עלול להביא בדרגת הסתברות משמעותית למשבר אמון המתבטא במשיכת פקדונות. ראינו לעיל כי זו היתה התנהגותם של מנהלי הבנקים בתקופת הויסות. התסריט בדבר העתיד להתרחש בהעדר עזרה

ממשלתית היה כתוב על הקיר והיה ידוע להם. מעשיהם אלה נלכדים בגדרו של סעיף 14 ב(א) לפקי הבנקאות.

הנאשמים או אחדים מהם מעמידים אותי בסיכומיהם על המשמר, בענין הצורך להיזהר עד למאוד, לבל תהפך פעולה עיסוקית לפעולה פלילית. הם מעמידים אותי על המשמר ומזכירים שניהול עסקים כרוך בסיכונים. אם נהפוך כישלון עסקי לעבירה פלילית לא ימצאו אנשים מוכשרים שיהיו מוכנים ליטול על עצמם את התפקיד לנהל חברות. באזהרה זו - ככלל - צודקים הנאשמים. אכן, אין להפוך פעולה עיסוקית בתום לב אף אם סופה באי-יכולת לעמוד בהתחייבויות לפעולה פלילית. מקבולים עלי כעקרון דברים שקבע לאחרונה השופט בזק בת.א. 400/89 הכונס הרשמי נ' ארוין זוסמן ואחי (טרם פורסם) כי: "...אין כל הצדקה מוסרית ואין גם כל כוונה להטיל אחריות מוחלטת על הדירקטורים לכל תקלה ולכל פורענות שתארע לחברה שאותה הם מנהלים. גישה קפדנית כזאת אכן עלולה להרתיע אנשים הגונים ומוכשרים מליטול עליהם תפקיד של דירקטור ושכרה יצא בהפסדה..." (עמ' 56 לפסק הדין המודפס).

הדברים שנאמרו בעניין אזרחי ישימים מקל וחומר להליך הפלילי; ואולם (כפי שנעשה גם בפרשה הנזכרת) יש צורך לבחון את מסכת העובדות הקונקרטיות. יש הבדל בין נטילת סיכון עסקי בתום לב, ובין פעולה המביאה ביודעין לסכנה ממשית של אי-יכולת לעמוד בהתחייבויות. הדרך בה נקטו מנהלי הבנקים היא כזו שהביאה, ביודעין ובדרגה גבוהה של הסתברות לסיכון של העדר יכולת לקיים התחייבות. מעשים כאלה נמצאים מעבר לקו של אותה פעולה עסקית, שגם אם הביאה בפועל לרעה, אין היא בגדר עבירה פלילית. היסוד של "ביודעין" הוא המבדיל בין הכשלון העסקי לפעולה המהווה עבירה פלילית.

אחדים מהנאשמים הזכירו להגנתם את "business judgment rule" המשמש מגן לדירקטורים בפני אחריות אזרחית במשפט האמריקאי. הגנה זו אינה עומדת למי

שפעל שלא בתום לב, ובוודאי במרמה כפי שנאמר ב-
Co & v. Marshall field.
Panter

271D . (1981):

2F646

Made by the plaintiffs are analyzed under the 'business judgment under applicable delaware corporate law, claims such as those

Rule'. The trial court described this rule as establishing that

when in good faith they [D] Irectors of corporations discharge their fiduciary duties exercise business judgement in making

If any rational business purpose can be attributed to their reposed in them as directors, which courts will not disturb faith, they enjoy a presumption of sound business judgment, decisions regarding the corporation. When they act in good

Overreaching or abuse of discretion, courts will not decisions. In the absence of fraud, bad faith, gross

Interfere with the exercise of business judgment by corporate".directors

כפי שראינו בעניין כל בנק ובנק, ועל הצד המשפטי עוד נעמוד, היתה מרמה וחוסר

תום לב כלפי המשקיעים. מי שכך נוהג, אינו יכול להיבנות מאותה "הגנה" שמבקשים ממני לישמה.

יתרה מזו: ציינו לעיל - ועוד נחזור לכך, כי הויסות הפך ל"מילכוד"; ה"בריחה" מהתמודדות עם המילכוד מושפעת ממניעים אישיים וחיצוניים ולא מטובת החברה כשלעצמה. יפים לענין זה דברים שאמר

.. And technicolor inc[de]. Supr., : הכלל הנזכר ב :
 cinerama inc. V
 Co& cede
 1993, . 1, Nov 337, . 336No]:

We have generally defined a director as being independent only" when the directorws
 decision is based entirely on the corporate
 . Merits of the transaction and is not influenced by personal or"extraneous considerations
 (. 41pg)

מתבקשות הערות נוספות בענין משיכת הפקדונות וה"מסורת" של ערבות בנק ישראל לבעלי הפקדונות :
 התשריט בו עסקינן בכתב האישום הוא תשריט בו לא היה ניתן סיוע ממשלתי עם הפסקת הוויסות. תשריט
 זה מבוסס על ההשקפה שבנק צריך לעמוד על רגליו הוא, ולא לפעול ביודעין בדרך שסופה היזקקות לסיוע
 הרשויות.

ככלל - ירידה במחירי מניות בנק (שאיננו מווסת) איננה צריכה להדאיג את בעלי הפקדונות. דרכן של
 מניות לעלות ולרדת, ובישראל מימלא היתה מסורת של הגנת בנק ישראל על המפקידים. נוכח מסורת זו
 לא צריך היה בעל הפקדון להיות מודאג, וגם לא צריך היה להתעמק במאזני הבנקים ובנתונים אחרים כדי
 לעמוד על חוסנם הכלכלי.

כך - כשמנית הבנק נסחרת בשוק חפשי ללא ויסות. אלא שהוויסות שינה את מהותה של המניה. לא בכדי
 חששו הבנקאים בזמן אמת להשפעת הירידה הצפויה במחירי המניות עם הפסקת הוויסות על הבנקים
 עצמם, ולא רק על המשקיעים. טשטוש התחומים שבין הפקדה בבנק לבין רכישת מניות הבנק הוא שהביא
 לכך. המניות החופשיות נפלו נפילה קשה בינואר 1983, והמשיכו להתדרדר במהלך השנה. לא היתה צפיה
 לכך שהמדינה תפצה את המשקיעים במניות חופשיות. לענין המניות הבנקאיות היתה, ועוד נעמוד על כך,
 צפיה אצל הבנקאים וגם אצל משקיעים מתוחכמים למעורבות ממשלתית. כך שמענו מפי אמיר ברנע,
 שהיה בתקופה הרלוונטית גם יועץ השקעות שביעוץ שנתן הביא בחשבון מעורבות ממשלתית במקרה של
 התמוטטות המניה. זו היתה הציפיה למרות שלא היתה בישראל שום מסורת של ערבות מדינה או ערבות
 מדינה חלקית למשקיעים, להבדיל ממפקידים. אילמלא התערבה הממשלה באמצעות ההסדר, היה חשש
 ממשי שגם מפקידים היו מאבדים את אמונם בבנקים, אמון שמבוסס לא על חוסנו של בנק זה או אחר כי
 אם על ההבנה

שיהא אשר יהא גורלו של הבנק - הפקדונות בטוחים.

יש לעשות הבחנה בין אירועי השבוע האחרון שלפני המשבר, ומה שהיה צפוי אילמלא

התערבות הממשלה. עמדתי כבר על כך שהטענה שהועלתה ממש בסמוך למשבר שהביאה לפעולה
 דחופה, טענה לפיה כבר "החלה בריחת פת"חיים" - לא היתה טענה נכונה. באותו שלב אכן אובדן האיומן
 במניות הבנקים לא גרר בעקבותיו משיכת פקדונות, לא בארץ ולא בחו"ל. כספים שנתקבלו ממכירת מניות
 - הושקעו מחדש בבנקים.

אין להקיש ממצב זה למה שהיה קורה עם פרוץ המשבר אילמלא נעשה ההסדר. טשטוש

התחומים בין המניה ל"כסף" היה מביא - אלמלא ההסדר - בדרגה גבוהה של הסתברות, וכפי שעולה
 מעדויות הבנקאים עצמם לאובדן אמון בתמיכה הצפויה של הרשויות גם בפקדונות. אלמלא ההסדר לא
 היה הבנק המרכזי נתפס כ"משכך חששות" אצל המפקידים.

הערה נוספת בענין החשש של בריחת פקדונות של מפקידים מחו"ל נוגעת לנושא

הלימות ההון. כזכור נימקו הבנקים את "הצורך" לווסת בכך שעליהם להיות מסוגלים להציג הלימות
 הון נאותה בפני קורספונדנטים בחו"ל. לא נעדרה גם הנימה ה"פטריוטית" לפיה כך תוכל מערכת הבנקאות
 לשרת נאמנה את המדינה המשוועת למטבע זר. בדיעבד נחלקות הגישות. יש הטוענים שלבנקים לא היתה
 בעיה אמיתית של הלימות הון, אלא בעיה של הצגת הלימות הון, שניתן היה לפתור אותה בדרכים
 "חשובונאיות". במיוחד מושם הדגש על כך שהבנקאות הישראלית היתה "מושקעת" במידה רבה בשלטון
 המרכזי, והדרכים הרגילות של בדיקת הלימות הון ששררו אז לא הביאו זאת בחשבון. גישה כזו שמעתי גם
 מפי מומחי התביעה, גם מפי מומחי הגנה, ויש לה זכר גם במסמכים פנימיים של בנק ישראל. אחרים אמרו
 שהיתה לבנקים בעיה אמיתית של הלימות הון.

ככל שהדברים נוגעים לסיכון המסויים של בריחת פקדונות מחו"ל אני סבורה שהמאשימה צודקת
 בטענתה שאין הבדל בין בעית הלימות הון לבעית הצגת הלימות הון. אבאר : כבר רמזתי על כך, והדברים

עוד יורחבו כשנדון ב"מחוייבות הכלכלית" שהבנקים לא היו מרשים לעצמם להפסיק ביוזמתם את הויסות "סתם כך" או "באופן קפריזי". הפסקת הויסות ביוזמת הבנקים היתה נעשית רק כשתש כוחם לווסת. קיומם של מלאים הוא, כפי שהתבטא פרופסור ברנע "מד החוס" של ההתחייבות הכלכלית. המשמעות הכלכלית של רכישת מלאים במימון של הבנק או באחריותו הינה הפחתת הון. בעת הפסקת הויסות בתנאי משבר המלאים לא יכלו להוות בגדר סוד. המשמעות הכלכלית היא שהיה נודע ל"קורספונדנטים" בעולם שהבנק עובד עם פחות הון משעולה לכאורה ממאזניו. אותם קשיים בהצגת הלימות הון הולמת היו מתחדדים. מי שדרש (אפילו "שלא בצדק" ונוכח התנאים הישראליים המיוחדים) הלימות הון מסויימת, לא ירוה נחת, אם לנקוט לשון המעטה, כשיתחוויר היקף החזקת הבנקים במניות עצמם. על כך יש להוסיף: פעילות של רכישה עצמית של מניות לצורך השפעה על שערים איננה בגדר פעילות בנקאית קונבנציונלית וסולידית.

לויסות בצורה בה נעשה בישראל, ולאורך זמן, לא נמצא אח ורע בעולם.

נחזור ונזכיר בהקשר זה דברים שנאמרו למר וינשל, כמפורט בפרק המבוא, כשהבנקים ביקשו להמנע מגלוי הויסות. הבנקאים עמדו על קשיים בהם יתקלו עם קורספונדנטים בחו"ל. גם ממד זה הוא רב משמעות לגבי הסיכון של בריחת פקדונות מחו"ל. לבנקים קורספונדנטים מחו"ל יש ברירות רבות. חשיפת המערכת הבנקאית הישראלית במלוא קלונה בלי שבד בבד עם סגירת הבורסה היה מתחור שיש מי שעומד מאחורי הבנקים היתה חושפת את הבנקים לוסר אמון קשה מצד מערכת הבנקאות הבינלאומית, ומצד מפקידים פרטיים מחו"ל. חששם של הבנקאים בזמן אמת לא היה חשש שוא. ישנה דרגה

גבוהה של הסתברות שמה שחששו ממנו היה, אכן קורה, אלמלא ההסדר.

בדרך של הכללה מעבר לכל פרטי הפרטים של תיק זה, ניתן לקבוע שכאשר מנהליו של בנק, פועלים באופן העלול לגרום לאובדן אמון של הלקוחות מתעורר מאליו חשש משמעותי לכך שהבנק לא יכול לעמוד בהתחייבויותיו השוטפות (אי כושר מחמת חוסר בנזילות). אין כוונתי בכך שלקוח פלוני או אלמוני או קבוצה קטנה של לקוחות מאבדים את האמון בבנק בשל מעשהו של פקיד זה או אחר, כוונתי לסיטואציה בה הבנק צפוי לאובדן אמון של הציבור, או חלקים נכבדים ממנו בשל מעשי מנהליו. האמון של הציבור הוא הנכס החשוב ביותר של הבנקאי. בנק שאיבד את אמון הציבור חשוף לריצת מפקידים עליו.

ב"ריצה" כזו אין הוא יכול לעמוד ואפילו הוא סולבנטי מבחינה מאזנית בלא עזרת

רשויות.

כשהבנק צפוי ל"סקילה באבנים" מתעורר חשש ממשי לגבי יכולתו למלא את התחייבויותיו השוטפות למפקידים.

מסקנה זו הנאמרת בדרך של הכללה, עולה ומזדקרת מעל לפרטי הפרטים ומספרים והתחשיבים הגודשים את התיק. מסקנה זו היתה ברורה למנהלי הבנקים זמן אמת, הכל כפי שפורט. די בה, אפילו בלי שאר נזקי הויסות הצפויים כדי להביא למסקנה שהיתה סכנה ממשית שהבנקים לא יוכלו לעמוד בהתחייבויותיהם. בביטוי "הבנקים" לא נכללת כאן I.d.b. שאין לה מפקידים.

ה. ההתמודדות עם "המלכוד"

נשאלת השאלה, והיא נשאלת לאורך כל הדרך, מה קרה לבנקאים? האם ניתן להעלות על הדעת שאכן יביאו הנאשמים בידועין את הבנקים אותם ניהלו לאותו מצב של סכנה ממשית לאי-יכולת לקיים התחייבויות?

קבוצת דיסקונט בסיכומיה מזכירה לענין זה דברים שאמר אלי כהן בהתרגשות רבה בסיום חקירתו הנגדית, שהיתה חקירה ארוכה. את דבריו אלה של אלי כהן ציטטה בראש סיכומיה, כ"מוטו" של הסיכומים כולם. ואלו דבריו (ע"מ 19448-19449):

"אף פעם לא חשבתי לרגע שיש סכנה. ידעתי שיש ויסות, וידעתי שזה המצב, מקובל על כולם, ידוע באינפלציה כזאת, ראיתי בזה בעיה כלכלית, לא התעלמתי מזה אבל לא חשבתי ולא הערכתי שיש בזה סיכון שצריך לתת לו ביטוי לא בדו"ח כספי ולא בשום מקום אחר. מה שצריך היה לגלות, וחבל ואני אומר לך (כוונה לבי"כ המאשימה) שאני אומר - חבל שלא ביקשו מאיתנו לגלות יותר, הייתי מגלה יותר. מה שהיו רוצים. לא היתה לי תחושה כזאת שאני מוכר "צנצנות ריקות". מה שאתה חוזר בדוגמא שלך זה לא המצב. ולכן אני חלוק עליך לאורך כל הדרך ואני מצטער על זה.

תאמין לי, אני לילות רבים לא ישן ואני חושב מה קרה לי. איך זה יכול להיות לי. ..."

אכן, שאלה היא "מה קרה?" לנאשמים כולם ולא רק לאלי כהן אשר התבטא כפי שהתבטא בהתרגשות. "מה קרה?" שראשי הבנקים במדינה מוצאים עצמם על ספסל הנאשמים. "מה קרה?" שהנאשמים, שרצו

להצליח כמנהלים מביאים את הבנקים לאן שהביאו אותם! "מה קרה" שהם עשו מעשים ביוזמתם בדרך הפוגעת ביכולת הבנקים לקיים את התחייבויותיהם?

תשובה חלקית לשאלה זו נעוצה בהעדר נכונות להתיר את הקשר הגורדי ולצאת מן ה"מלכוד" בשלב בו הבינו הנאשמים כי הגולם קם על יוצרו, ומעשיהם הביאו לאותו המלכוד (במקרה של גזית, מדובר במי שגילה בסמוך לכניסתו לתפקידו, שמעשי קודמיו כבר הביאו את הבנק למלכוד).

מקובל עליי שכאשר עלתה מערכת הבנקאות - מי יותר מוקדם ומי יותר מאוחר - על נתיב הויסות, לא העלו הבנקאים בדעתם את סופה של הדרך (אין הדברים אמורים ב"חזרתו" של בנק המזרחי לויסות במאי 81'. חזרה זו היתה הכנסת ראש בריא למיטה חולה ביוזמתו).

לא בכדי מייחסת המאשימה לבנקאים אחריות בגין האישום הראשון רק לגבי התקופה

שתחילתה בינואר 1982, וסיומה במועד משבר המניות. העליה על דרך הויסות לא היתה מלווה בהבנת הסכנות הצפויות מן הויסות לבנק. הויסות שבר את כל כללי המשחק הנהוגים בשוק חפשי. בשל טיבה ה"חדשני" של הפעילות לא היו בתחילת הדרך תוצאותיה המסתברות חזויות מראש. בספרי המימון והכלכלה או בספרי הבנקאות לא תימצא התשובה לשאלה כיצד מווסתים באופן "תקיין", או "יעיל". לא תימצא שם תשובה לשאלה לאן מובילה דרך זו. מי ש"שובר את הכללים" מוצא עצמו בפני כללים חדשים, שונים מהכללים הרגילים שמאפיינים את היחס בין חברה לבעלי מניותיה.

מקובל עליי, כי כשהבנקאים עלו על הדרך הם לא היו ערים לסכנות שבוויסות. אך

עבור זמן לאחר שהויסות שינה את מהותה על המניה חדרה בהם ההכרה שהם נמצאים

ב"מלכוד". סקרתי לעיל את הראיות השונות, והראיתי כי ניתן להצביע על כך שאותה הכרה חדרה בנאשמים, לכל המאוחר, בחלקה השני של 1981 או תחילת 1982. באותו שלב שאיננו מתבטא מן הסתם ביום מסויים, אלא בתהליך של הכרה והבנה, נדרשו הבנקאים לכלל פעולה. הם יצרו את המלכוד (ובמקרה של גזית - ניתן לאמר שקיבל את המלכוד "בירושה") ותפקידם כמנהלי בנקים האחראים ליציבות הבנקים, היה לעשות ככל יכלתם, כדי לפתור את הבעיה, ואפילו במחיר של פגיעה מסויימת בבנקים.

נזקי הויסות הצפויים היו כמו כדור שלג מתגלגל, הצובר בכל גלגול נפח נוסף ותאוצה נוספת. במקום לפעול לעצירת אותו כדור שלג הוסיפו עליו הנאשמים, ליבו את תופעת הויסות, המשיכו להנפיק מניות, ובכך הרחיבו את הפגיעה הפרוטנציאלית. במהלך שנת 82' ובתחילת שנת 83' המשיכו התשואות על המניות הבנקאיות המווסתות להרקיע שחקים. מאז "הפגישה שלא היתה" במרס 83' קטנו במידה מסויימת התשואות, אך עדיין היו גבוהות. הבנקאים המשיכו, וביתר תוקף, במצגיהם בדבר תכונות המניות והמשך הויסות אף שידעו והבינו, באותה עת, את הסיכונים למשקיעים שיתממשו עם הפסקת הויסות. כך לא עצרו את מרוצו של כדור השלג כשמימדיו היו קטנים יחסית; אכן, בכל רגע בו היו הנאשמים עוצרים את צבירת התאוצה של הכדור המתגלגל, היו הבנקים נפגעים על ידי פעולת הבלימה. המשבר - כפי שיפורט להלן - היה משבר הכרחי, והבנקאים היו מודעים לכך; אף שלא יכלו לחזות מראש את עיתויו המדוייק.

תחילת פעולתם של הנאשמים בנושא הויסות היתה איפוא בלא "פשיעה" במובן האישום

הראשון. הם לא צפו את המשכה של הדרך. אך המשכה של הדרך היא דרך של פשיעה. הפשיעה נובעת מאי-נכונות לשאת בתוצאות של מעשים קודמים שנעשו בלא מודעות לתוצאותיהם, ובנסיון לדחות את הקץ. העובדה שכל הבנקים הגדולים במדינה היו מצויים בתוך אותו מלכוד חיזקה את ידי הנאשמים. לא היה המדובר במנהל בנק בודד שמצא עצמו מסובך עקב מעשיו, אלא ברובה המכריע של הבנקאות בישראל. תחושת ה"ביחד", ה"תופעה המקרה כלכלית" כל אלה חזקו את ידיהם. על כל אלה יש להוסיף: הבנקים עשו מה שעשו כדי להתרחב, להתפשט, ולהגדיל את הונם. הבנקים התחרו זה בזה באותה התרחבות, והם לא רצו לחדול ממנה. ההכרה, שבסופו של דבר, יהיה אשר יהיה, ימצא באמצעות השלטון המרכזי, פתרון שלא יאפשר לכלל מערכת

הבנקאות לקרוס, חיזקה אף היא את ידיהם. הבנקים היו, וראשיהם הבינו זאת

היטב. "too big to fall", בנק הפועלים הבהיר זאת בעדותו של גזית, אף אם לא

נקט מפורשות במילים אלה; בנק דיסקונט ובל"ל נקטו במשפט בקו לפיו לא היתה צפויה להם סכנה גם בלי עזרה של הרשויות, אך מה שנכון לגבי בנק הפועלים נכון בסופו של יום לגבי הבנקים כולם. המחשבה היתה - לא נעצור את כדור השלג כעת, כשסכנותיו ברורות לנו, אך פעולת העצירה מחייבת פגיעה - אלא ניתן לכדור להמשיך ולהתגלגל, ובסופו של דבר יימצא פתרון, כזה או אחר, משום שהמדינה זקוקה לבנקים. נעיד כבר מעתה, ועוד נשוב לכך, שהפתרון לא היה חייב להיות דווקא הפתרון שנמצא בפועל. לאיש לא היתה ערובה לכך שבמסגרת הפתרון לא ינקטו צעדים אחרים.

אכן, קברניטי המשק הנוגעים בדבר חזו במתרחש, צפו את הסכנה, הבינו, כפי ביטוי של העד גדיש שה "baby" הזה יונח בסופו של דבר לפיתחה של המדינה. הכל חששו לעצור את כדור השלג. מקובלים עלי כאמור דברי עזרא סדן על כך שתוכנית הרשת ננטשה לא סתם בשל כך שהיו שני בנקים "סרבנים", אלא בשל החששות האמיתיים שהביעו הבנקאים בענין העתיד להתרחש. הכל דחו את הקץ ודחו אותו ביודעין. אלא, שהחובה במישור הפלילי שלא להביא ביודעין לפגיעה ביכולתם של תאגידים או בנקים לקיים את התחייבויותיהם היא חובה המוטלת על נושאי משרות בתאגידים. "מה שקרה" בלשונו של אלי כהן לבנקאים הוא שכשניצבו מול בעיה שנוצרה על ידם בלא מודעות מספקת לתוצאות, הם דחו את הקץ ובמקום לפתור את הבעיה החמירו אותה עוד ועוד. את תחילת הדרך ניתן לראות לענין האשום הראשון "ככישלון עסקי". לא כך את המשכה ביודעין.

לשאלתו של אלי כהן "מה קרה?" אותה אימצו פרקליטיו בסיכומים ניתן, על פי

חומר הראיות להציב תשובה נוספת. אסתפק בתשובה לגבי מי שהציגו את

השאלה, משום שמדובר בעבירה שאיננה דורשת כוונה, והמניעים אינם רלוונטיים. בכל רגע בו היה מופסק הוויסות היו נפגעים אינטרסים כלכליים. עמדתי למשל על כך שירידת שווי מניות דיסקונט משמעותה היא ירידת שווי ההשקעה של I.d.b. שהחזיקה ברוב מניות דיסקונט (אף שבמהלך התקופה הרלוונטית הוקטן שעור ההחזקה). למנהלים היו כספים פרטיים המושקעים במניות הקבוצה; כן גם למקורביהם. הפסקת הוויסות היתה פוגעת בהשקעות אלה ובשווין. המנהלים לא יכלו להרשות לעצמם למכור באופן מסיבי את החזקותיהם הפרטיות כשהתעורר חשש להפסקת הוויסות. מי שהיה עושה כן היה צפוי לאישום פלילי לא פחות חמור, בשל שימוש במידע פנים. חומר הראיות מעורר מחשבות נוספות בדבר המניעים האפשריים להתמיד בוויסות. אסתפק במה שנאמר.

ו. האם ניתן היה למנוע משבר?

עמדנו לעיל על כך שבשלב כלשהו בשנת 81' או תחילת 82' כבר היו ראשי הבנקים מודעים לסיכוני הוויסות. הם היו מודעים למשבר האמון שעתיד היה להתחולל עם היפסק הוויסות ולתוצאותיו.

טוענים הנאשמים, בניסוחים כאלה ואחרים, שהם עמדו בפני סיטואציה של קבלת החלטות בתנאי אי-ודאות. אין לדונם לכך חובה בפלילים גם אם בדיעבד מסתבר שהם בחרו בדרך הבלתי נכונה.

הראינו לעיל כי ראשי הבנקים חזו בפועל את תסריט המשבר, שהיה צפוי אלמלא העזרה הממשלתית. עתה נפנה אל הקוטב השני: טענות הנאשמים כפי שהועלו במשפט, לפיהן ניתן היה להימנע מתוצאת המשבר.

טענת הנאשמים שנוסחה והובאה בדרכי התבטאות שונות הינה, בקליפת אגוז, כך: בבחירה שבין משבר מייד, בעת שהובן המילכוד שבויסות (משבר הכרוך בפגיעה בבנקים ובמשקיעים), ובין דרך אחרת, שיש עימה סיכון אך גם

סיכוי - מוצדק היה לבחור בדרך השניה. מוצדק היה לעשות כן - כך הטענה - גם אם בסופו של דבר התחוויר שבסיטואציה שנוצרה בשלהי שנת 83' גבר הסיכון על הסיכוי וסופו של הוויסות היה סיומו במשבר. גם אם שגו הנאשמים בדרך בה בחרו, תוך העדפת פיתרון שיש עימו סיכון אך גם סיכוי שיחלצו מהמצב בלא פגיעה או בפגיעה פחותה לא דבר בהתנהגותם, לפי הטענה, רבב פלילי.

החלטות עסקיות רבות, כבדות-משקל, נופלות בעולם של אי-ודאות לגבי תוצאותיהן. הנאשמים חזרו מתחילת הדרך ועד סופה, מתשובותיהם לאישום ועד סיכומיהם, על הטענה שכס אם שגו אין לשפוט אותם בחכמה שלאחר מעשה. עוד טענו, כי אין להשליך ממה שארע בפועל על מה שבהכרח צריך היה לקרות. במישור העקרוני מקובלות עלי טענותיהם אלה. מקובל עלי, שיש להיזהר מלהשליך על יסוד מה שקרה ולקבוע שכך חייב היה לקרות; מקובל עלי, שבבחירה בתום לב בין קווי התנהגות חלופיים, שיש עימם סיכויים וסיכונים, יש להימנע מהטלת אחריות פלילית, אפילו מסתבר בדיעבד שהדרך היתה מוטעית. על נושא תום הלב עמדנו לעיל ולא נחזור, אך הטענות הללו, עם כל כובד משקלן במישור העקרוני, אינן ישימות לענייננו.

אכן, דרכים שונות של התערבות ממשלתית, התערבות שמשמעותה סיוע כספי, יכולות

היו להביא לסיומו של הוויסות בלא משבר. טול את המקרה הקיצוני שבו הממשלה נוטלת על עצמה את מלוא האחריות הכספית למניות הבנקים, ומפסיקה את הוויסות תוך תשלום מלא למחזיקי המניות, ובצידו "שיפוי" מלא לבנקים עצמם, תסריט כה "אופטימי" לא הועלה ע"י איש מהנאשמים כתסריט שצפוי היה שיתרחש. משמעותו של תסריט "אופטימי" (מנקודת ראותם של הבנקים) כזה, היא "הצלה" מלאה של הבנקים, ושל מחזיקי מניותיהם מכל נזק אפשרי, והעברת הנטל הכספי לקופת הציבור. יתכנו גם, וכבר

עמדתי על כך לעיל, תסריטים "אופטימיים" פחות, מנקודת ראותם של הבנקים, אך

המכנה המשותף לכל התסריטים האפשריים הללו הוא אחד: סיוע כספי הניתן לבנקים ע"י גורם חיצוני.

שמעתי את עדויות הבנקאים השונים, ולא שמעתי מפיהם שום הצעה קונקרטית כרעיון שהיה בליבם בזמן אמת, או אף כרעיון שיש בליבם היום, בעת המשפט. כיצד ניתן היה להפסיק את הויסות בלא אותו תרחיש של משבר ממנו חששו, בלא עזרה ממשלתית לצורותיה.

הנאשמים הסתמכו בסכומיהם על כמה רעיונות שהתהלכו (בידיעתם או שלא בידיעתם) במסדרונות השלטון: בנושא "הירידה מן הויסות."

כך, בסיכומיהם של נאשמים רבים מצאתי הפני למה שכונה "מסמך גליה מאור" (פ/15).

מסמך זה הינו פניה של המפקחת על הבנקים אל נגיד בנק ישראל העוסק בהנפקות של הקבוצות הבנקאיות בשנת 83'. המסמך מצביע על הקשיים בויסות, ועל כך

שקשיים אלה כבר הוזכרו בתזכירים שונים בעבר. חלק זה של המסמך איננו תומך דווקא בטענות הבנקים בפני, והוא מצביע דווקא על סכנות הויסות. עיקרו של המסמך עוסק בנושא גיוס ההון והלימות ההון. המפקחת עוסקת בשאלת הצורך בהצגת הלימות הון נאותה של הבנקים. והצורך להעמיד לרשותם הון. בין השאר מומלץ במסמך על שיערוך נכסים כדי לפתור את בעית הצגת הלימות ההון. אכן, בסיכומו של המסמך נאמר כי עיצוב תכנית פעולה לפי הקווים שהותוו בו "עשוי להביא לצמצום תופעות הויסות ומניעת נזקים מבלי לפגוע בחוסנם של הבנקים, רווחיותם ותדמיתם". אך בסופו של דבר מה שהוצע במסמך הוא פיתרון שימנע בעד הבנקים את הצורך לגייס הון בעתיד תוך שימוש בויסות כמכשיר ליצירת מניות אטרקטיביות.

הבנקים עצמם יכולים היו להפסיק לגייס הון ביוזמתם שלהם ובכך להימנע מהחרפת

הבעיה. אך כל קו פעולה בכוון שהוצע על ידי גב' מאור משמעותו איננה יותר משאר מניעת החרפה נוספת של בעית הויסות. אין בקו כזה פיתרון ל"מטעני" הויסות כפי שכבר היו אותה שעה. ואכן, הגב' מאור עצמה ממליצה לגבי "שלב שני", לבחון נושאים שהועלו בצוותי עבודה משותפים עם הבנקים. במאמר מוסגר יצוין כאן כי תשובתו של נגיד בנק ישראל ד"ר מנדלבאום לגבי מאור (מ/84, מיום 17.5.83) כללה דחיה של הביקורת שמתחה המפקחת על אי-נקיטת צעדים עד כה, ואת מכתבו סיים במילים "אני מציע שתכינו הצעה אופרטיבית שתביא להקטנת או לביטול הויסות".

על דברים ברוח זו יחזור נגיד בנק ישראל באזני הבנקאים גם כשהמשבר כבר היה בפתח ביום 5.10.83, כשיבואו לבקש את סיועו הדחוף.

שני מסמכים אחרים עליהם מצביעים הנאשמים מכונים, האחד "מסמך דרורי" (פ/48) והשני "מסמך שריג-דרורי" (ל/18). אינני רואה צורך לעמוד כאן בהרחבה על גלגוליהם של המסמכים ועל השאלה מי ברשויות ראה אותם, או לא ראה אותם בזמן אמת. כל השאלות הללו אינן רלוונטיות לנושא בו עסקינן - הפסקת הויסות בלא אותו תרחיש קשה שחזו הנאשמים.

דייני אם אומר כי עפ"י האמור במסמכים המדובר בצוות שהוקם ע"י נגיד בנק ישראל (מנדלבאום) ומנכ"ל משרד האוצר (סדן) לצורך בדיקת נושא הויסות והגשת המלצות. מסמכים אלה הינם קרוב ל"זמן נעילה". המסמך נ/18 נושא תאריך 7.8.83.

מר דרורי הסביר בעדותו את כל המהלכים שנעשו או שהוצעו בשנת 83' כנסיונות להקפיה את מימדי הבעיה. בלשונו הציורית "להוריד את החום בלי לתת עדין את טיפול השורש בבעיה" (17027). ההשקפה באוצר היתה

שאין דרך לטיפול מהיר בויסות, אלא רק למנוע את עלית היקף שווי המניות כשהטיפול היסודי אמור היה להיות בטווח יותר ארוך (17035). באופן דומה הסביר דרורי, את עמדתה של המפקחת על הבנקים עמה היו לו שיחות (17021). גם "הפגישה שלא היתה" איננה פתרון לבעיה אלא נסיון למנוע את הגדלת ממדיה. בין כך ובין כך - והוא עיקר - כל פתרון עליו חשבו כדי למנוע משבר קשה היה חייב להיות מלווה בצעדים מגבים של המדינה (17078). התביעה איננה חולקת, כאמור, על כך שבסיוע כספי של השלטון ניתן למנוע משבר בו יקרו הבנקים. כן גם ארע לטענתה בפועל, בהסדר שנעשה.

השאלה הצריכה לפנים היא האם ניתן היה למנוע אותן תוצאות חמורות עליהן עמדנו

בלא גבוי ממשלתי. אין להקיש איפוא מכך שבשלהי 83' עסקו אנשי הרשויות במחשבות על פתרון הדרגתי. מחשבותיהם - באותו שלב - היו רק כיצד לא להעלות את היקף בעית הויסות. אי מהם לא הגה רעיון כיצד לטפל בבעיה טיפול שורש, ומכל מקום מחשבותיהם היו שהפתרון יהיה מלווה בגבוי ממשלתי.

בלא גבוי ממשלתי אין ולא היה לויסות, באותו שלב בו עמדו הבנקאים על הסיכון שבו - פתרון שלא יתבטא בפגיעה בבנקים, לרבות פגיעה במשקיעים שאף היא היתה מתבטאת, כמתואר, בפגיעה בבנקים עצמם. אין לבנקאים פתרון לבעית הנתק המחייבת ירידה במחירים עם הפסקת הויסות; אין להם פתרון גם לכך שמשקיעים קנו מכשיר פיננסי בעל תכונות מסויימות, ואם תטול מן המניה את תכונותיה אלו אתה הופך אותה למניה רגילה. אין להם פתרון למצגים שכבר נעשו בפני משקיעים.

שוב ניתן להעמיד - והפעם בדרך של תמונת ראי - את דברי הבנקאים בזמן אמת, ובקטעים מעדויותיהם מול תסריט הפסקת הויסות. שמעתי מפי כל הבנקאים כי הויסות נעשה כדי לאפשר גיוס הון, וכי לא ניתן היה לגייס הון בהיקפים שהדבר נעשה בלא הויסות. זה היה גם ההסבר שניתן לרשויות בזמן אמת בענין ה"צורך" שבויסות. אם בלא הויסות (קרי - יצירת מכשיר פיננסי אטרקטיבי) לא ניתן היה לגייס את ההון, בהכרח אתה אומר שבהלקח אותה אטרקטיביות עם הפסקת הויסות לא יהיה לרבים מן הרוכשים עוד חפץ במניה. הנסיון לומר בנשימה אחת שבלי הויסות לא ניתן היה לגייס הון בהיקפים בו גויס, ובאותה נשימה לומר שהמרכיב של הויסות בהערכת הצבור את המניה הוא שולי או קטן - לא יצלח.

לא מן המותר להעיר כאן כי בחוות הדעת שהביאו קבוצות נאשמים מסוימות אין התייחסות (ולו אלטרנטיבית לטענה שאין "נתק") לשאלה האם ניתן היה להפסיק את הויסות בלא משבר. אני סבורה שגם מכלל הן ניתן ללמוד על הלאו. ניתן להסיק נוכח היקפן של חוות הדעת שאת "הפינה" הזו - לא יכלו הנאשמים לכסות בחוות דעת של מומחים. בלשון אחרת: הם לא יכלו לקבל ממומחים "גבוי" לטענה שניתן היה לעצור את כדור השלג בלא משבר. נקדים כאן לרגע את המאוחר ונרמוז על כך שכפי שנראה בנושא הנתק, נמצא תמימות דעים בין מומחים של התביעה ומומחה של ההגנה בחקירותיהם שלא ניתן, לאורך זמן, בעת ובעונה אחת לקיים הן מדיניות של תשואה חיובית והן מדיניות של ויסות על פי הערך הכלכלי. כל העניינים הללו תגיע שעתם ביתר פירוט. כרגע דיני בהדגשה שאין בחוות הדעת - קרי בחקירה הראשית של מומחים שהביאו הנאשמים - הצעה לפתרון כיצד ניתן לסיים את הויסות בלא משבר. אכן, הנחת מומחי ההגנה היא שבפועל לא היה נתק, לכך נחזור ונראה כי אין לקבל את מסקנותיהם.

מקובל עלי שאת השאלה האם ניתן היה לסיים את הויסות בלא משבר הפוגע ביציבותם, יש לבחון במשפט פלילי, בעיניהם הסובייקטיביות של הנאשמים העומדים לדין, ואפילו טעו. אכן, שמעתי מפי נאשמים שסברו שמשבר איננו מחוייב המציאות. כך שמעתי - אך לא שמעתי מפי אף אחד מהם על מחשבה - ולו מוטעית שהיתה בלבם בזמן אמת כיצד ייעשה הדבר, בלא להניח את ה"תינוק" לפתחה של הממשלה. הוזכרו על ידי נאשמים אפשרויות שלא יהיה יותר צורך בהנפקות, אם תפתר בעיה חשבונאית של הצגת הלימות הון נאותה. עוד הוזכר הרעיון שעם ירידת האינפלציה, באחד הימים, לא יהיה צורך באותו מכשיר השומר על ערכה הראלי של מניה. כל הרעיונות הללו פותרים אולי את בעית הקטנת המוטיבציה של הבנקים לויסות. את נזקי העבר - הנתק שבין מחירי המניות ושווין הכלכלי ומחוייבויות שנוצרו - אין הם פותרים.

בלשון אחרת: אינני מאמינה לאיש מהנאשמים שהיתה בלבו מחשבה כנה, ולו מוטעית, שאת הבעיה שיצרו הבנקים ניתן יהיה בעתיד לפתור בלא פגיעה בבנקים, ללא עזרת המדינה. הבנקאים הבינו שאין פתרון כזה, אך הם דחו את הקץ והחריפו את הבעיה על ידי הנפקות חדשות, ועל ידי התמדה במדיניות הויסות והמצגים שנעשו, בלא שעשו שום נסיון כן לפתור את הבעיה. תפקידו של מנהל בנק הוא תפקיד הכרוך באחריות רבה. האחריות מחייבת קבלת החלטות. ההחלטה שנתקבלה כאן היתה להמשיך בויסות, תוך החמרת סיכוניו.

רבים עסקו בדיסציפלינות שונות, בקשיים שקבלת החלטה ובקביעת מדיניות בתנאי
אי ודאות (ראה dror, policymaking under adversity transaction books, new

.Y

F.r.arkes and k.r. hammond, judgement and; 1986:decision making, an brunswick and oxford

1986: interdisciplinary reader, cambridge university press; ובמיוחד מאמרם של טברסקי וכהנמן בקובץ זה עמ' 38 ואילך).

לא זה היה המצב בענייננו. היה ברור לבנקאים שככל שמתקדמים על ציר הזמן ילך המצב ויחמיר יותר ויותר ותוצאות המשבר יהיו חריפות יותר ויותר. עמדנו על כך שלפגיעה ביכולת לקיים התחייבויות יש

ממדים. ישנו רצף של עצמת הפגיעה. על פני הרצף האפשרי צעדו הבנקאים כשהם מחמירים, עוד ועוד, את עוצמת הפגיעה.

אין זה מצב של קבלת החלטה בתנאי אי-ודאות אלא להיפך: מצב של קבלת החלטה בתנאי ודאות שתוצאה מזיקה חמורה יותר תתרחש במועד כלשהו.

נוסיף עוד ונאמר לענין זה כי אפילו הייתי מקבלת (מה שאינו מקובל עלי) שמי מהנאשמים סבר שיש פתרון לבעיית הויסות - הוא לא יכול היה לדעת האם הפתרון אכן יגיע לפני המשבר ממנו כה חששו. הויסות היה מכשיר שביר ועדין. היו סיבות רבות שיכולות היו להביא להפסקתו. סיבה אחת היא "דיבורים מיותרים" (לדעת הבנקים). נזכיר לענין זה כדוגמא דיון שהיה בועדת הכספים של הכנסת (ת/415) בו נזרק הרעיון להקים ועדה לנושא הויסות. אלי כהן הסביר בעדותו שעצם הקמת ועדה (לה התנגד) כמוה כהחלטה על הפסקת הויסות. יכולים היו להיות גם מכשירים יותר אקטורטיביים מן המניה הבנקאית בשוק ההון, ולו אטרקטיביות זמנית. הדברים אמורים כעקרון. מה שקרה בשנת '83 בפועל הוא אחד מהמצבים בהם יכול היה הויסות להיפסק! בשל מדיניות הממשלה, מטעמים שאינם כרוכים במניות הבנקים היו צפיות לפיחות. כל שלב של צפיה כזו יכול לגרור גל של מעבר, ולו זמני, למטבע זר, אפילו היתה צפיה שבסופו של דבר הויסות ידביק את ה"פיגור" אחרי הדולר. לאיש לא יכול היה להיות בטחון שגלי

הצעים "זמניים" הנובעים מהאטרקטיביות של מכשיר פיננסי אחר לא יהיו כאלה שהבנקים לא יוכלו לעמוד בהם, משום שישנם גבולות ליכולתם לממן מלאים. כפי שהראתי התסריט של גלי הצעים מעבר לכוחו של הבנק היה בדיוק התסריט ממנו חששו בבנקים. הסיבות לגלי הצעים כאלה יכלו להיות שונות ומגוונות. לא בהכרח מה שהיה חייב להיות. יכולים היו להיות ארועים אחרים כגון אבדן שליטה במצבי שורט, אך המשותף לכל מה שיכול היה להיות הוא שהבנקים יצרו בעיות ללא פתרון, שהיו מתבטאות בכל שלב בו היה הויסות נפסק.

ראוי להדגיש בהקשר זה ששום איש לא יכול היה לנבא מתי ומאיזה סיבה קונקרטית יבוא הרגע בו גלי הצעים יכריעו את הבנקים. עמדתי לעיל על כך שבקיץ '83

המלאים בבנקים (שהם תמונת הראי של הצעים) היו חסרי תקדים בכל הבנקים (פרט לבנק המזרחי, שהמלאים שלו בסוף התקופה היו, בערך ובקירוב כמו המלאים בינואר '83). התגברות המלאים היה בה כדי להגדיל - עוד ועוד - את ההסתברות שהבנקים לא יוכלו להמשיך לממן את הויסות. לכך - ועוד נשוב לענין זה - לא היה ביטוי ביעוץ שניתן בבנקים. אין לומר שלבנקאים היתה בקיץ '83 ודאות שהויסות ייפסק. ודאות בשאלה מתי יהיה הרגע בו ייפסק הויסות לא יכולה היתה להיות לאיש. אך היתה ודאות בכך שבמוקדם או במאוחר הויסות חייב להפסק, ואז יתרחש כל מה שחששו ממנו. לגבי רגע הפסקתו של הויסות - לא היה לבנקאים שום פתרון, ולמרות זאת: החריפו את מימדי הבעיה שתיזקק לפתרון.

הטענה שבאישום הראשון נתמכת, בנוסף לחשש מברירת פקדונות, על שני יסודות

מרכזיים: טענת הנתק, וטענת ההתחייבות. נדון בשני היסודות הללו, כל אחד בנפרד, ואח"כ נשוב ונעלה במקובץ את המסקנות לענין האישום הראשון. נפתח בשאלת הנתק.

ז. פגיעה ביכולת התאגידים לקיים את התחייבויותיהם - הנתק בין שערי המניות

לבין שוויון הכלכלי

טענה מרכזית של התביעה במשפט היתה כי היה "נתק" בין שערי המניות בתקופת הויסות לבין "שוויון".

השאלה מהו הנתק הנתק הנטען בכתב האישום חזרה והתעוררה במשפט פעמים אין קץ. אקדים לצרכי בהירות ואגדיר במה הכתוב מדבר, ובהמשך אראה שמתחילת הדרך הבהירה המאשימה נכונה את כוונתה.

"נתק" הוא ביטוי העוסק בענייננו, בפער בין שני מחירים. מן הצד האחד נמצא את שעריהן היומיים של המניות בבורסה בכל אחד ואחד מימי תקופת הויסות החל בתחילת התקופה הרלוונטית וכלה ב-6.10.83.

הצד השני הוא המחיר שהיה נקבע למניה בבורסה בתנאי שוק חפשי לאורך כל התקופה הנזכרת אלמלא הויסות. יש לדייק ולהזהר: כשמומחי המאשימה דיברו על המחיר

שהיה נקבע "אלמלא הויסות" אין הכוונה לבדיקה מה היה המחיר בהנחה שהויסות לא בא מעולם לעולם. ההנחה היא שהויסות היה והתקיים. איש ממומי המאשימה לא עסק בעולם הדמיון - אותו עולם

בו "כאילו" לא היה ויסות אי פעם. אלמלא היה ויסות אי פעם היתה התלכדות מלאה לאורך כל הדרך בין שערי המניות ושערי שוק חפשי. הנתק הנטען הוא בין השערים בפועל, כפי שעוצבו באמצעות הויסות לבין השערים ההיפוטטיים שהיו קיימים בכל נקודה אילו בה נפסק הויסות. כיוון שהויסות נפסק בסופו של דבר רק ב-6.10.83 הנתק שחשיבותו היא הרבה ביותר לענייננו הוא הנתק בין שערי המניות בבורסה בתאריך זה לבין השערים שהיו נקבעים למניות בשוק החפשי, קרי - עם הפסקת הויסות (אלמלא ההסדר).

הנתון הראשון - שערי הבורסה בכל יום ויום לרבות ה-6.10.83 הוא נתון ידוע, שאיננו שנוי במחלוקת.

הנתון השני הוא ענין להערכה על יסוד חוות דעת של מומחים.

הפער בין הנתונים הללו, לכאן או לשם במידה וקיים פער, הוא "הנתק".

הקדמתי הסבר למושג "הנתק" כדי להמשיך ולהראות מנקודה זו כי זוהי הגדרת הנתק בכתב האישום, וזהו מושג הנתק כפי שהוסבר בעדויות.

אף אם היו - פה ושם - אי הבנות לגבי משמעות המושג, זהו הנתק בו הכתוב מדבר. נפנה איפוא לכתב האישום.

הביטוי "נתק" מופיע לראשונה בעמוד 13 לכתב האישום שם נטען שפעולות הנאשמים "גרמו לנתק בין שערי המניות לבין שוויין". בקטע זה לא הוגדר, עדיין, מהו "שוויין" של המניות, אך הדברים מתבהרים בעמוד הבא. בהמשך הדברים (עמוד 14) מציינת המאשימה כי בפעולות הויסות כפי שתוארו שם על ידה "... מנעו הנאשמים מכוחות השוק לתקן את שערי המניות ... ולהתאימם לערכים שהיו נקבעים להם בתנאי שוק חופשי (להלן - הערך הכלכלי) ו/או לאלה ששיקפו את החלק היחסי של בעלי המניות של כל בנק בהון המניות בתוספת קרנות ועודפים בערכים ראלים (להלן - הערך הנכסי המתואם)".

בדרך זו, כך נטען, הביאו הנאשמים במהלך תקופת הויסות לניתוק כל קשר "בין

שעריהן המווסתים של מניות הבנקים לבין ערכן הכלכלי ו/או הנכסי...". את הביטויים המופיעים בצטוט האחרון - "ערכן הכלכלי" ו"ערכן הנכסי" יש לקרוא, כמובן, יחד עם ההגדרות המופיעות בצטוט הקודם.

"קבוצת דיסקונט" הפנתה למאשימה שלל בקשות הבהרה וקיבלה תשובות בשני "סבובים". בסכומיהם (סעיפים 1003-1006) ציטטו באי כוח הקבוצה את שלל השאלות והתשובות בנושא הנתק. המאשימה התבקשה להבהיר האם ההנחה שהמחיר שהיה נקבע בשוק אלמלא הויסות היה משקף את הערך הכלכלי של המניות - ותשובה היתה "כן, ככל שהשוק משוכלל יותר";

בסיבוב השני הבהירה, בין השאר כי "אלמלא הויסות היו מחירי המניות נקבעים על

ידי מנגנוני השוק בהתאם לערכן הכלכלי כפי שזה היה מוערך מעת לעת על ידי

ציבור המשקיעים (הערכה המבטאת גם את האפקט המצטבר של הערכותיהם של המשקיעים

הבודקים את הערכותיו של ציבור המשקיעים בכללו לענין הערך הכלכלי).

שיקולים מרכזיים בהערכה שכזאת היו רווחיותו של התאגיד וערך נכסיו...."

לא אצטט כאן את שאר השאלות והתשובות, שצוטטו, כאמור בהרחבה בסכומי קבוצת דיסקונט.

נפנה כאן להסברים שניתנו על ידי מומחי המאשימה לשאלת הגדרתו של הנתק.

פרק ה' לחוות דעתו של פרופסור בן חורין ת/64 מנתח, בלשונו, את "מחיר מניות הבנקים ביחס לערכן הכלכלי". בפרק זה הוא בוחן את קיומו של נתק על פי גישות שונות, שישקרו לעיל. הוא קובע ש"ההפרש בין המחיר המווסת של המניה לבין המחיר שהיה נקבע למניה בשוק חופשי הינו רב יותר ממה שבא לידי ביטוי במלאי הויסות... ברור שהפסקת מדיניות הויסות באותם פרקי זמן היתה חייבת להוביל לירידת שערי המניות. גודל הירידה תלוי בשלב בו היתה המדיניות נפסקת...." (עמודים 110-111).

ובהמשך, תוך התייחסות לכך שרווחיות הבנקים על ההון היתה שלילית או נמוכה, והתשוואה הראלית על ההשקעה במניות חיובית: "המשך תהליך כזה יצר פער הולך וגדל בין מחיר המניות הבנקאיות לבין הערך שהיה נקבע

להלן בתנאי שוק חפשי...." (עמוד 111). ובהקשר ל"מודל הצמיחה הקבועה- "

"בשוק תחרותי שבו יש למשקיעים אינפורמציה מלאה ונאמנה על המצב הכלכלי של החברה ועל פוטנציאל הרווח שלה, משקף מחיר המניה גם הוא את הערך הנוכחי של זרמי המזומנים הצפויים ממנה, כך שמחיר המניה מתלכד עם ערכה או שוויה הכלכלי..." (עמוד 112).

בחקירתו הבהיר בן חורין כי "הערך הכלכלי" הוא הערך הנקבע בשוק ללא התערבות (7555). במקום אחר הבהיר כי "הנתק עליו דיברתי הוא הנתק בין המחיר שנקבע בשוק לבין המחיר שהיה נקבע בשוק אילמלא הויסות, זאת אומרת הערך הכלכלי של החברה להוציא את הויסות" (8472).

על הסברים אלו חזר פרופסור בן חורין בהקשרים שונים בחקירתו. באופן בהיר התבטא בע"מ 8474 כשציין שאצלו "מתוך הגדרה" ערך כלכלי הוא הערך שהיה נקבע למניה בתנאי שוק חפשי. במאמר מוסגר נעיר כאן כי לפי השקפתו בשוק חפשי כלל לא יתכן "נתק", במובן שהוא מדבר עליו.

בעדותו (8569-8570) הסביר המומחה שמה שנבדק על ידו הוא ההפרש בין מחיר השוק למחיר שהיה מתקבל אילו הויסות היה מופסק. הוא לא עשה נתוח כאילו הויסות לא היה מעולם. האלמנט בהשוואה, כך הבהיר הוא לגבי מה שהיה המחיר אילו הויסות היה נפסק, ואז היתה נפילה לערך הכלכלי, ולא הערך שהיה נוצר אם הויסות מעולם לא היה מתחיל. הערך הכלכלי הזה מביא בחשבון את העובדה שעד לפני יום הויסות, וכל הקשיים אליהם נכנס הבנק.

כפי שהסביר אין לו דרך להעריך מה היה המחיר בהנחה שמעולם לא היה ויסות, לא התחיל וממילא לא נפסק (8934).

מטבע הדברים חקירתו של פרופסור בן חורין, שהיה עד תביעה, התקיימה לפני שהוגשו חוות דעת של ההגנה. כל אי הבנה בענין כוונותיו של פרופסור בן חורין, ככל שהיתה, נתבהרה, איפוא, מבעוד מועד.

ה"שווי הכלכלי" אחריו אנו תרים, איפוא, הוא כאמור השווי שהיה נקבע למניה עם הפסקת הויסות כשהמניות היו נסחרות (אלמלא ההסדר) בשוק חופשי.

פרופסור ברנע ופרופסור בן חורין מסרו חוות דעת מטעם התביעה בנושא הנתק. בנק לאומי הגיש חוות דעת נגדית של פרופסור טלמור, וקבוצת דיסקונט הגישה חוות דעת נגדית של פרופסור רביב - לגבי שווי של בנק דיסקונט. שני המומחים האחרונים הגישו אומדן של שווי הבנקים (ליתר דיוק - פרופסור טלמור מסר חוות דעת בענין שווי בנק לאומי בהנחות שונות, ועוד נגיע לכך). בנק המזרחי לא הגיש חוות דעת של מומחה, אך תקף את שיטותיהם של מומחי התביעה והנתונים עליהם התבססו. בנק הפועלים לא כפר בכך שהיה "נתק" אך הוא לא הסכים לטענה שיש ללמוד את גודלו לפי עדויות מומחי התביעה. הסכמתו היתה לכך שאילו עמד הבנק למכירה בתקופה הרלוונטית - לא היה נמצא לו קונה במחירי השוק של מניותיו.

מומחי הצדדים נקטו בשיטות שונות, עליהן נעמוד להלן.

בסופו של יום נראה כי על עקרונות היסוד, כפי שהם מוגדרים בתורת המימון אין

מחלוקת בין מומחי התביעה וההגנה, על אף מה שהיה נחזה בעת חקירת מומחי

התביעה. המחלוקת היא בשאלה לאלו תוצאות בדבר שווים של ניירות הערך יש להגיע במקרה שלפנינו ... בסופו של דבר אין בכך כל פלא. המומחים שעסקו בנושא הנתק, בין מצד התביעה ובין מצד ההגנה

הינם, כולם, מומחים לתורת המימון. אף אחד מהם לא המציא את עקרונות התורה, וכולם בקיאים בה.

הבהיר פרופסור רביב בחוות דעתו כי "...כדי לאמוד את השווי הכלכלי של ניירות ערך חייבים להשתמש במודל הערכה. מודל טוב איננו בהכרח מודל אשר מנסה לחקות את שיטות ההערכה של כלל המשקיעים או קבוצות משקיעים מסויימות. למשקיעים שונים שיטות הערכה מגוונות, חלקם משתמשים בשיטות הערכה מתוחכמות ביותר, חלקם מתבססים על מכפיל הרווח או המכפיל הנכסי ואחרים מודרכים על ידי שמועות, עצות מקריות וכד'. מודל ההערכה איננו מתיימר להציג את תהליך קבלת ההחלטות של משקיעים אלה. מטרתו היא להגיע לתוצאה הסופית דרך בנית מודל כלכלי שהוכח כאמין בישומים אחרים..."

לפי דעתי אין שני ערכי שווי, קיים רק שווי אחד המתקבל בשווי משקל כצרוף כל הכוחות וכל שיטות ההערכה הפועלים בשוק. קיימים בשוק המניות מספיק 'כוחות מובילים' אשר גורמים למחיר בשוק לבטא שווי כלכלי המבוסס על האינפורמציה הקיימת בכל עת. במידה שמחיר השוק לא מבטא שווי כלכלי, אותם כוחות שוק יזרימו בקושים או הצעים עד אשר המחיר והשווי הכלכלי ישתוו". (עמודים 17-8 לחוות הדעת).

זוהי בדיוק טענת המאשימה, כפי שצוטטה לעיל: כוחות השוק (בשוק חפשי) בהצטברותם קובעים את הערך הכלכלי של המניה.

זהו גם הרעיון שבוטא על ידי פרופסור בן חורין כשהתייחס, בעדותו בהקשרים שונים לכך שבהעדר ויסות המחירים בשוק החפשי ישקפו את כל האינפורמציה הציבורית על הערך הנוכחי, וכי אצלו מתוך ההגדרה ערך

כלכלי הוא הערך שהיה נקבע למניה בתנאי שוק חפשי (ראה למשל 8474, 8477, 7456 ועוד).

הדברים תוארו על ידי פרופ' בן חורין בחוות דעתו כשהסביר את "היפוטזת השוק היעיל". תורת המימון מבחינה בשלוש ורסיות של היפוטזת השוק היעיל: על פי הורסיה החזקה משקפים מחירי ניירות הערך בכל עת את כל האינפורמציה של שוק ההון כגון היסטורית המחירים והתשואות של ניירות הערך; על פי הורסיה החצי חזקה משקפים מחירי ניירות הערך את כל האינפורמציה הציבורית, דהיינו את אינפורמצית שוק ההון וכן כל אינפורמציה אחרת שפורסמה לציבור; על פי הורסיה החזקה מחירי מניות ערך משקפים בכל עת כל אינפורמציה, פרטית כציבורית.

מחקרים בארץ ובחו"ל הראו כי שוק ההון הינו יעיל על פי הורסיה החצי חזקה, דהיינו המחירים משקפים כל אינפורמציה ציבורית רלוונטית, אך לא אינפורמצית פנים (ע"מ 109-110 לחוות הדעת).

גם פרופסור ברנע הבהיר בחקירתו כי בשוק יעיל ישנה הנחה שהאגרט של השוק מתנהל באופן רציונלי ותהליך קביעת המחירים לא יהיה תלוי ב"משקיע התמים", כיוון שהאלמנט הדומיננטי בשוק, המשקיעים המתוחכמים הם שיתנו את הטון וכך יקבעו המחירים (ראה ע"מ 10844-10845).

מומחי המימון שהעידו במשפט מסכימים איפוא כולם, כי בשוק יעיל מבטאים המחירים את הערך הכלכלי. ודוק: אנו עוסקים בשוק של הפסקת הויסות (ללא הסדר), ולא בשוק בתקופת הויסות. על הבחנה זו עוד נעמוד בהקשר אחר.

נעיר כאן במאמר מוסגר כי במהלך חקירתו של פרופסור ברנע על ידי ד"ר גולדנברג, פרקליט קבוצת דיסקונט, נשתרבה טענה לפיה את הערך הכלכלי יש להעריך גם בשים לב לאינפורמצית פנים. (ראה ע"מ 4502, 4554, 4555, 4560).

לא זו היתה הדרך בה נקט המומחה מטעם קבוצה זו - פרופסור רביב - בחוות דעתו. הערכתו את שווי הבנק התבססה על אינפורמציה ציבורית בלבד. בנסיבות הענין הצדק עם פרופסור רביב, ועוד נרחיב על כך את הדיבור.

צינו איפוא כי מומחי המימון שהעידו במשפט ראו, כולם, את מחיר השוק בשוק

חפשי ויעיל כמבטא התנהגות רציונלית של אגרט המשקיעים על סמך כל האינפורמציה הציבורית שישנה. במאמר מוסגר אעיר כאן כי השקפה זו המשותפת למומחים שהעידו במשפט זה אינה ההשקפה היחידה השולטת בכיפה. בצידה קיימת אסכולה "ביהיוריסטית", שהדוגלים בה מתבססים על מדעי ההתנהגות. על פי אסכולה זו, שהיא אסכולה מוכרת, אך אינה דעת הרוב ניתן להסביר שינויים במחירי מניות בתקופות מסויימות מתוך תורות המתבססות על התנהגותם של אנשים, למשל - התנהגות של עדר, תגובות יתר, ושאר אלמנטים המבוססים על תורת הפסיכולוגיה החברתית.

הדוגלים באסכולה זו מאמינים שהתאוריה הביהיוריסטית מנבאת שינויים במחירי המניה טוב יותר מהאסכולה ה"פונדמנטליסטית" של מומחי המימון שהעידו בפני. האסכולה הביהיוריסטית היא ביטוי - בתחום המימון - למגמה מסויימת בתחום הכלכלה ככלל. לענין אסכולה נוספת זו ראה תשובותיו של פרופסור ברנע 10844-10851 וכן p. Adler adler, the social dynamics of financial & markets, greenwich(1984).

ספר זה הוא מאיר עיניים לגבי גישות של מדעי ההתנהגות. לעניינו ראה במיוחד בפרק ההקדמה.

ככל שהדברים נוגעים לשאלת הנתק בה עסקינן כרגע איני סבורה שהאסכולה 'הביהביריסטית' מועילה לנאשמים, אף שנמצא לה, ולו בעקיפין, ומבלי שתקרא בשם זה זכר בדברי מומחים ועדים במשפט זה בהקשר ל"אפקט המפולת", דהיינו לתגובת יתר כתוצאה ממשבר אמון שתביא לירידת ערך המניות אל מתחת לערך הכלכלי. הזכרתי התבטאויות של נאשמים שונים בענין ירידת שווי המניות לערכים נמוכים ביותר, החותרים לאפס, עם הפסקת הוויסות. במשפט - אך לא בזמן אמת נטען כי אחר כך היתה נוצרת עליה והתייצבות סביב ערכים כלכליים שהם ערכי השוק של הוויסות עצמו. בבואי לבחון את שאלת הנתק "אצמד" לתסריט שהניחה המאשימה בענין זה בכתב האישום, שהוא תסריט פחות מחמיר עם הנאשמים, משום שהוא מניח הערכה כלכלית רציונלית ולא "תגובת יתר". אני עושה כן לא משום שאי אפשר לבסס תסריט חמור יותר מזה ששירטטה המאשימה בכתב האישום אפילו על יסוד הערכות רציונליות. כך, למשל, פרופסור בבצ'וק, שהוא סמל ודוגמא לחשיבה רציונלית הזכיר בחקירתו הנגדית (82513) שבמשברים המחירים צפויים בגלל אפקט המפולת ליפול מתחת לערכים הכלכליים ואם - כטענת המאשימה הערך הנכסי הוא במקרה הערך הכלכלי - (טענה שתובהר להלן) - אל מתחת לערך הנכסי. בהמשך הדברים (28578-28577) הבהיר כי כדי להעריך את התגובות במקרים של אכזבה ותסכול יש צורך להסתייע בסוציולוגים. בצורה רציונלית הסביר עם זאת כי הערך הכלכלי מושפע גם מהערכתם של אנשים את טיב ההנהלה אך משקלו של ענין זה אינו, לדעתו, גבוה (28581). אזכיר כאן את החשש מפני "סקילה באבנים" שבוטא בענין הסרוב לתכנית הרשת. הנאשמים, שידעו את כל העובדות, ואת העובדה שנטעו אמון בציבור - העריכו בזמן אמת שחיקה כמעט מוחלטת; הם העריכו אחרת

מפרופסור בבצ'וק את תגובת הציבור להפסקת הוויסות. הנפילה שצפו הנאשמים בזמן אמת לרגע הפסקת הוויסות ניתנת איפוא להסבר גם בכלים "רציונליים", ולא רק בכלים "סוציולוגיים" או "פסיכולוגיים".

בדיון בהקשר לנתן אני מתעלמת, איפוא, מההערכות המאוד פסימיות, של שחיקת ערך

המניות עד כמעט לאפס. אני מתעלמת מהן בנושא הנתק לא משום שאין בהן ממש: אזכיר בהקשר זה כי מנית I.d.b. פתוח, שווסתה אף היא ולא נכללה בהסדר, איבדה לאחר הפסקת הוויסות שמונים אחוז (!) מערכה, והזכרתי כבר הערכות שנשמעו מפי הנאשמים בזמן אמת. אני עושה כן פשוט מתוך הצמדות לחוות הדעת של המאשימה בענין הערך הכלכלי, ולמה שנטען - ולא נטען - בהקשר הספציפי של הנתק. ראיתי לנכון עם זאת להבהיר את עמדותי בענין זה, נוכח קיומן של השלכות בהקשרים נוספים. לא אניח איפוא לצורך בירור שאלת הנתק ירידה לערכים נמוכים ממה שעולה מחוות הדעת של המאשימה.

נחזור איפוא לעקרונות המותווים על ידי פרופסור רביב בחוות דעתו, לענין

הערכת שווי של מניות.

עמדתו הבסיסית היא כי "הערך הכלכלי של המניות שווה לאמדתן המשקיעים לגבי הערך הנוכחי של תזרים המזומנים העתידי". זה בדיוק הרעיון המובע בדברי פרופסור בן חורין כשציין בחוות דעתו כי "על פי הגישה הפונדמנטליסטית ערכו של נכס פיננסי כגון מניה, אגרת חוב וכו', שווה לערך הנוכחי (דהיינו הערך המהווה) של זרמי המזומנים העתידיים הצפויים לבעליו. ערכה של מניה שווה לערך הנוכחי של תזרים הדוידנדים הצפוי לבעליה במשך זמן הבעלות, בתוספת הערך הנוכחי של המחיר שיקבל בעל המניה במכירתה. בהנחה, שגם מחיר המכירה ישקף את הערך המהווה

(לזמן המכירה) של זרם המזומנים הצפוי מהמניה מאותה נקודת זמן והלאה, הרי

שערך המניה כיום שווה לערך הנוכחי של זרם הדוידנדים הצפוי מהמניה עד לעתיד

האינסופי, וזאת ללא תלות באופק ההשקעה במניה". בהמשך מתואר הרעיון עליו עמדנו כבר כי בשוק תחרותי בו יש למשקיעים אינפורמציה מלאה ונאמנה על המצב הכלכלי של החברה ועל פוטנציאל הרווח שלה, משקף מחיר המניה גם הוא את הערך הנוכחי של זרמי המזומנים הצפויים ממנה, כך שמחיר המניה מתלכד עם ערכה או שוויה הכלכלי (ע"מ 112 לחוות הדעת).

כל המומחים מסכימים איפוא כי ערכה של הפירמה מתבטא בתזרים המזומנים העתידי

המהווה; עד כאן - אין מחלוקת על העקרונות. פרופסור רביב ציין בעמוד 11

לחוות דעתו שאומדן שווי הפירמה מצריך שלושה שלבים:

"א. אומדן תזרים המזומנים העתידיים הצפויים לבעלי המניות. אומדן זה חייב

לבטא את התחזיות לגבי פעילות הפירמה מעתה ועד אין סוף. תזרים המזומנים מבטא את ההכנסות הצפויות בניכוי ההוצאות, ההשקעות והמיסים.

ב. אומדן עלות ההון (מקדם ההיוון). עלות ההון מבטאת את תוחלת התשואה

שהמשקיעים במניות הפירמה המוערכת היו יכולים לקבל בהשקעות אלטרנטיביות בעלות סיכון זהה.
 ג. היוון זרמי המזומנים שהוערכו בסעיף א' באמצעות מקדם ההיוון שהוערך בסעיף ב'. שלב זה הוא חישובי, ולכן קל לביצוע. את האמדנים של זרמי המזומנים מציבים במונה הנוסחה (שהובאה קודם לכן) ואת אומדן עלות ההון מציבים במכנה.
 למרות שהמרשם להערכת חברה שהוסבר לעיל הוא פשוט עקרונית, ישומו במעשה קשה ביותר. הקושי נובע מההכרח לקבל אמדנים, הערכות ותחזיות הנחוצים בבצוע הסעיפים א' ו-ב' במרשם ההערכה.
 נראה עוד להלן כי פרופסור רביב חלק את הערכתו לשני שלבים:
 התקופה שבין 1983-1988 לגביה ערך חישוב מפורט, שנה אחר שנה.
 לתקופה שלאחר 1988 ערך חישוב על סמך הנחות מפשטות, תוך שימוש במודל מפשט הקרוי "מודל הצמיחה הקבועה" או "מודל גורדון". פרופסור טלמור השתמש גם הוא במודל גורדון, ועוד נעמוד על כך. פרופסור ברנע ופרופסור בן חורין עשו שימוש במודל גורדון, אלא שהם לא אמדו באמצעותו במישרין את שווי הבנקים השונים. עוד נעמוד על דרך השימוש במודל.

בכל המודלים השונים שהוצגו במשפט להערכת שוויה של פירמה יש לאמוד את עלות ההון. פרופסור בן חורין אמד את עלות ההון (עמוד 115 לחוות דעתו) ב-10%.
 הערכה זו כונתה בפיו "בית הלל" דהיינו אומדן נמוך.
 פרופסור רביב בחוות דעתו אמד את עלות ההון ב-7 אחוז (פרק 4 לחוות דעתו).

שני המומחים נחקרו על פני מאות עמודים בשאלת אמדנם לגבי עלות ההון. לאחר חקירה ממושכת, שלא אעמוד על פרטיה, שינה במעט פרופסור רביב את אמדנו והעמיד את האומדן על 7.6%. פרופסור טלמור, בחוות דעתו, אמד את עלות ההון ב-7%.

החקירות בנושא אמדן עלות ההון מלאו, כאמור מאות עמודים. מסיבות שיובהרו בהמשך הדברים אין לי כל צורך לקבוע - ואני מסופקת אם יש גם אפשרות מספקת לקבוע במשפט זה - מה היה האמדן ה"נכון" של עלות ההון לאותה תקופה. ארמוז רק שחלק מן המחלוקת נוגע לשאלת הלגיטימיות של השימוש בכלים "רגילים" של אומדן עלות ההון לתקופת הויסות. אין זו המחלוקת היחידה. כפי שאראה בהמשך הדברים, לפער שבין עמדות המומחים בענין עלות ההון אין בסופו של דבר חשיבות [להרחבה בענין המשמעות של עלות ההון ראה, למשל r.w hamilton, "publishing corporation finance", 12-81 (1989)].

אין גם מחלוקת, כאמור, שבמודלים השונים יש לאמוד את תזרים המזומנים הצפוי, וכי לשם כך יש לאמוד בין השאר את הרווחיות הצפויה. אלא שכאן מתפלגות דרכיהם של פרופסור בן חורין ופרופסור רביב בענין ההערכה עצמה, להבדיל מענין השיטות העקרוניות להערכה. המחלוקת מתמקדת - נאמר כבר כאן את הדברים כמקדמה לבאות-בשאלת הרווחיות הצפויה.

משאלת הרווחיות הצפויה נגזרת הלגיטימיות של השימוש במודל הצמיחה הקבועה הידוע כ"מודל גורדון". פרופסור בן חורין עשה שימוש כאמור (באופן עליו נעמוד להלן) ב"מודל" זה. הוא מסביר בחוות דעתו שמודל זה משמש לאמידת שווי מניות ועלות ההון של חברות תעשייתיות ופיננסיות וכן של חברות שירות ציבורי (utilities). לדוגמא, קביעת תעריפי חשמל, טלפון וגז בארה"ב נעשית על בסיס הכנסות שיאפשרו לפירמה לקבל תשואה בגובה עלות ההון של הפירמה על ההון המושקע בה" (עמ' 113 לחוות הדעת).

ב"מודל הצמיחה הקבועה" ישנן כמה הנחות מפשטות. הנחת המודל היא ששעור הצמיחה ברווח למניה הוא קבוע לנצח, וכאן ישנה נחה סמויה בדבר רוויות קבועה לאורך זמן. עוד מניח המודל ששעור הדיוידנד ברווח למניה הינו שיעור קבוע.

"מודל גורדון" אותו הפעיל - באופן עליו נעמוד להלן פרופסור בן חורין הינו, בסך הכל, מקרה פרטי של המודל אותו הפעיל פרופסור רביב, מודל שיכונה להלן D.c.f (discounted cash flow). מודל גורדון הוא מקרה פרטי משום שיש בו

הנחות קביעות, כפי שפורט לעיל. מודל גורדון - כך

הסביר בן חורין - הוא פשוט של מודל d.c.f. - עם הנחת קביעות, וגם מה שכונה על ידו "מודל גורדון עם מודיפקציות" הינו מקרה פרטי של D.c.f. (8501-8500 וראה גם ברנע 4446). גם פרופסור רביב ציין

בחוות דעתו כי מודל גורדון הוא "קיצור דרך" לאממן זרמי המזומנים העתידיים, בשל הנחת הקביעות הטמונה בו (עמ' 13 לחוות הדעת של פרופסור רביב).

פרופסור בן חורין אישר בחקירתו כי לפי תורת המימון שיטה בה נעשית הערכה ישירה של חזרים המזומנים היא הדרך העדיפה להערכה כלכלית של חברות (8469). הערכה ישירה כזו לא נעשתה על ידו, ועוד נשוב לכך. עוד אישר בן חורין כי השיטות השונות מנסות להגיע לאותו הערך, וכי יש אמדנים פחות או יותר מדויקים להערכה, לפי כמות המשאבים שמוכנים להשקיע בהערכה. הוא - ניסה להעריך את החברה כפי שהיא נראית בעיני המשקיעים (8469-8470, 8477 ועוד). הוא הבהיר כי הרווחיות בה מדובר במודל גורדון הנה הרווחיות העתידית הצפויה, ולא רווחיות העבר, אך כשאין ציפיות אחרות והעתיד לא נראה צפוי להיות שונה מהעבר - ניתן להשתמש בעבר לאממן (ראה 8480-8486). עוד הזכיר בחקירתו כי למודל גורדון יש מודיפיקציות, כגון שלפירמה ישנה צמיחה גבוהה בחמש השנים הקרובות ואחר כך התייצבות, אלא שהוא לא מצא צמיחה גבוהה או שינוי ברמת הצמיחה הצפויה, והנחתו היתה שהרווחיות הנוכחית של הבנקים הנה הרווחיות העתידית הצפויה (8486-8488, 8497-8499).

פרופסור רביב, כפי שנראה, הניח צמיחה גבוהה בשנים שבין 1983-1988.

המחלוקת איננה איפוא על עקרונות היסוד של תורת המימון, אלא על השימוש בהנחות הקביעות, הנחות המבוססות על הערכות בדבר הצפוי לפירמה. אין לייחס לפרופסור בן חורין סטייה כה קשה מתורת המימון כפי

שניסו להציג לעיתים בעת חקירתו כאילו ביקש, בניגוד לכללי תורת המימון

להעריך את רווחיות העבר של הפירמה, להבדיל מהרווחיות הצפויה בעתיד. חקירתו של פרופסור בן חורין היתה חקירה קשה. היא התמשכה ימים רבים. הדבר נבע במידה לא קטנה מדברים שאין להם קשר עם מומחיותו. חוות הדעת לא היתה ערוכה כפי שצריכה להיות ערוכה חוות דעת של מומחה במובן זה שקשה היה להבין מתוכה אלו נתונים הוא מביא עמו כמומחה, ואלו נתונים-עובדתיים או מספריים - נמסרו לו על ידי התביעה כבסיס לחוות דעתו. אי בהירות זו הינה כולה באחריות התביעה, שחובתה היתה לדאוג לכך שהבחנות כאלה תעשנה על ידי המומחה. ימים שלמים של חקירתו הוקדשו, ובצדק לברור השאלה מה קיבל מהתביעה כהנחות עבודה, ומה הוא מעיד מתחום מומחיותו. כדי להוסיף על ה"דרמה" נתגלו אי-התאמות בין חישובים שונים, ובסופו של דבר הוגשו לענין מסויים חשובים מתקנים (מוצג ת/223). חקירתו של בן חורין היתה קשה לא רק בגלל אורכה והתמשכותה אלא משום נסיון שנעשה לעיתים להציגו כמי שאינו מבין את יסודות תורת המימון, אותה הוא מלמד באוניברסיטה. בכל אלה עמד ב"גבורה", בשקט נפשי מדהים, בלי לאבד את קור רוחו. בסופו של יום - כשהמחלוקת מתבהרת על ידי השואת עמדות של מומחים שונים מסתבר כי המחלוקת אינן נסובות על יסודות תורת המימון. מומחי התביעה ומומחי ההגנה מתחום תורת המימון - מלמדים כולם את אותה התורה. המחלוקת האמיתית איננה על עקרונות. השאלה האמיתית היא מה היתה רווחיותם הצפויה של הבנקים... מן הצד האחר - אין לי ספק בכך שפרופסור רביב הוא מומחה מן המעלה הראשונה. על שיטות ההערכה בהן נקט, כללית, אין התביעה חולקת. היא חולקת בעיקר, על תחזיותיו האופטימיות לגבי פרמטרים שונים של מודל ההערכה שהביאו אותו למסקנה בדבר שוויו של בנק דיסקונט. לכל אלה נשוב בהמשך הדברים. ישנן נקודות מחלוקת נוספות, אך אין מחלוקת - בסופה של הדרך - כפי שנראה על ה"מודל" בו השתמש רביב.

נעצור לרגע ונעיר שגם חוות דעתו של פרופסור ברנע (ת/96) המומחה השני שהביאה המאשימה היתה רחוקה מלהיות ערוכה לפי השיטה המקובלת להגשת חוות דעת לבית המשפט, ונקטתי לשון המעטה. עיקר חוות הדעת היא צירוף של פרסומים של דברים שנשא בפומבי בסמפוזיונים שנתיים על התוצאות העסקיות של הבנקים. ברנע הוסיף, תוך שמיעת הראיות, חוות דעת לקונית, שאורכה 7 עמודים. על אופן זה של הגשת חוות דעת יש להצטער. עו"ד לדור חזר והסביר כי פרופסור ברנע עמד לרשות התביעה רק באופן חלקי, כיוון שהיה בשבתון בחו"ל. עדותו של ברנע היתה בשני "סבובים" כשלחקירתו הראשונה בא במיוחד מחו"ל לימים ספורים. המשך עדותו היה לאחר שכבר חזר ארצה. בפרופסור ברנע מתגלמות כמה תכונות שיש בהן כדי להפוך אותו לעד המומחה האידיאלי בפרשה שבפנינו. לא אמנה את כולן אלא אדגיש את היותו פרופסור שתחומי התמחותו הם מימון ובנקאות. השילוב של מומחיות במימון ובבנקאות כאחת הוא שילוב אופטימלי לענינו. הוא ליווה את נושא הוויסות בזמן אמת, על פי האינפורמציה הפומבית, אך גם על יסוד שיחות עם עובדי בנקים, לצורך אותן הרצאות שהוזכרו. הוא עסק גם בפועל בתקופה הרלוונטית ביעוץ בענייני השקעות, ובין השאר יעץ לגופים גדולים - כפי שעוד יוזכר - בענין המניה הבנקאית. הוא נתן בזמן אמת, באפריל '83 חוות דעת לבנק הבינלאומי (נ/99 ד) בנושא הוויסות. הרקע למתן חוות הדעת היה שבעלי הענין בבנק רצו שבנק זה - שלא היה בין הבנקים המווסתים יתחיל גם הוא לווסת, ומנהל הבנק - בינו צדיק התנגד לכך. השילוב של תחומי התמחות אקדמיים עם מעורבות בזמן אמת בחיי המעשה אף הוא מכשיר את פרופסור ברנע להיות העד האידיאלי במשפט זה.

על כל אלה אוסיף ואציין את יושרו וכנותו האינטלקטואלית. נעשו במהלך חקירתו נסיונות לפגוע ב"אינטגרטי" שלו. אני דוחה אותם מכל וכל. אם יש צורך להדגים את יושרו נזכיר דווקא נושא שעלה ביוזמת בנק לאומי: פרופסור ברנע נתן (בלא תמורה) חוות דעת אוהדת למנכ"ל בנק לאומי מר יפת בענין משפט אזרחי שהתנהל בינו לבין הבנק בענין הפנסיה שלו זמן רב לאחר הפרשה נשוא משפט זה. פרופסור ברנע היה חלוק על פעולות הויסות, ועם זאת "נתן לקיסר את אשר לקיסר" כשמסר בחוות דעתו על הדברים החיובים הרבים שעשה מר יפת בבנק. אילו ניתנה על ידי פרופסור ברנע חוות דעת "אורתודוכסית", ערוכה לצורך המשפט, במקום לצרף אסופת מאמרים - היה בדבר כדי להקל ולפשט להועיל ולייעל.

ההרצאות שצורפו כמאמרים מדברות בלשון "אנשי המקצוע", ומיועדות לאנשי המקצוע. אין הם מיועדות להוות הסבר לבית המשפט. עד מומחה המגיש חוות דעת לבית המשפט צריך לפרט בחוות הדעת את העניינים המקצועיים עליהם הוא מעיד. חוות דעת של מומחה המוגשת לבית המשפט - בכל תחום שהוא - צריכה ללמד את העקרונות המקצועיים הדרושים לשם הבנתה. כך לא נעשה במקרה זה. בחוות הדעת צריך היה לפרט מראש, ובצורה בהירה את קשרי הגומלין בין הפרמטרים השונים הרלוונטיים לענין כמו רווחיות, עלות ההון, שיער הצמחיה וכיוצא באלו. אני סבורה שהיקפו של המשפט ועלותו (שאויל התחווה רק במהלכו) הצדיקו לעשות כל מאמץ מצד התביעה להשיג מפרופסור ברנע חוות דעת "אורתודוכסית". היה ראוי וצריך לשלוח פרקליט באופן מיוחד ואפילו לתקופה ארוכה למקום השבתון בו שהה פרופסור ברנע, שישב עם פרופסור ברנע בכל רגע פנוי שיש למומחה לצורך הכנת חוות הדעת. אינני יודעת אם אפשרות כזו עלתה בין התביעה ופרופסור ברנע. כשלעצמי אני מצטערת על כך שהיה צורך בתוספת לחוות הדעת בדרך של עדות ראשית קצרה בין כותלי בית המשפט, ושעניינים שונים זכו ללבוך רק דרך החקירה.

לעתים נתחדדו דברים שאמר פרופסור ברנע דווקא בעזרת חוות דעתו ועדותו

של פרופסור רביב. ניכר היה גם בעדותו של פרופסור ברנע כי לעתים ביקש להוסיף

ביוזמתו תוספות שמקומם הנכון היה צריך להיות בחוות דעת (קרי - בעדות ראשית), הדבר בלט בדיון בו נעסוק בהקשר אחר - מהם ה"סיגנלים" ששודרו על ידי הבנקים למשקיעים.

היה גם קושי לעתים לברר כיצד נעשו חישובים שונים במאמרים. בין שני הסיבובים

של עדותו ערך פרופסור ברנע שחזור לבקשת צדדים שונים (ת/349) לגבי חישובים שונים, (ת/349) לגבי חישובים שונים, ובעקבות זאת תוקנו לעתים חלק מהחישובים המקוריים. התביעה הגישה בעת סכומיה, לבקשתי "נוסח משולב" של המאמרים הכולל תקונים שהיו, ככל שהיו, בעקבות חישובים אלו (כ"ב לסכומי התביעה). למעשה לא כל התחשיבים המתוקנים, ובפרט לגבי תחילת התקופה הרלוונטית הם בעלי משמעות, ולענין בנק המזרחי - שלעניינו נייחד את הדיבור בנפרד - נותרו מחלוקות. דרך זו של הסתמכות על חישובים היסטוריים, במקום לבדוק אותם מחדש לצורך חוות דעת המוגשת לבית המשפט - סירבלה אף היא את ההליך, אם כי בסופו של דבר השכילו הצדדים (למעט בהקשר אחד בנק המזרחי) להגיע להסכמות בענין הנתונים החשובים. כל אלו הכבידו על ההליך וסירבלו אותו שלא לצורך.

הבעתי צער על כך שלא נסתייע לתביעה "להפיק" מראש מפרופסור ברנע חוות דעת

מקובלת ומסודרת. יש להזכיר עם זאת גם את הצד האחר;

בית המשפט לומד עניינים המצריכים מומחיות בעזרת מומחי הצדדים, כשכמובן, בכל

ענין, אין כמו החקירות הנגדיות כדי לחדד ול"זכך" את חוות הדעת, והשוואה בין גישות שונות - של מומחי התביעה ומומחי ההגנה היא כלי נוסף ורב ערך ללבוך נקודות המחלוקת האמיתיות. מצבם של באי כח הצדדים שונה בתכלית השינוי ממצבו של בית המשפט. באי כח הצדדים היו מלווים במומחים מטעמם (בין כאלה שהעידו לימים ובין "מומחי רקע" שלא העידו). כחריג לענין זה נזכיר את עו"ד ארנון, בא כוח בנק

המזרחי, שלא נעזר בין כותלי בית המשפט ואולי גם מחוצה להם במומחים, אך הוא עצמו עוסק בבנקאות והוא מומחה בפני עצמו, ולא התרשמתי שאופן הגשת חוות הדעת הכביד עליו... המומחים מדברים באותה "שפה". בענינו - חלק מן ה"שפה" כרוך בנוסחאות לקביעת שווי הפירמה והבנת הקשרים שבין המשתתפים השונים. אינני סבורה איפוא שהאופן הלא מקובל של חוות הדעת של ברנע פגע באופן כלשהו במי מהנאשמים, אף שמקובל עלי שהאופן הלא אורתודוכסי הכביד על ההליך (דברים דומים הערתי

לענין חוות דעתו של בן חורין בה לא צויין היכן מתחילה חוות דעתו, והיכן נתונים של התביעה שהם הנחות עבודה (לדידו).

עוד נחזור ונלבן להלן מה ניתן להסיק באמצעות מודל גורדון, וכיצד מתקשר מודל

זה לשאלת הנתק. נראה גם כי הנחות יותר אופטימיות מההנחות מהן יצא פרופסור בן חורין בענין הרווחיות לא יובילו, בגבולות ידועים, לשוני במסקנות אליהן הגיע בנושא הנתק. לפני שנפנה לכל אלה צריך היה להעמיד את המחלוקת על מקומה הנכון: לא מחלוקת על יסודות תורת המימון והמודלים בהם משתמשים, אלא על תחזיות בענין רווחיותם הצפויה של הבנקים. מן התחזיות נגזרת הלגטימיות של השמוש במודלים השונים.

רווחיות הבנקים - עבר ועתיד

רווחיותם של שלושת הבנקים הגדולים בתקופה הרלוונטית היתה בכי רע. בבנק המזרחי התמונה שונה, ותזכה להתייחסות נפרדת. בתחילת התקופה הרלוונטית היו הדוחות הכספיים דוחות נומינליים, מהם לא היה ניתן ללמוד במישרין דבר על הרווחיות האמיתית, קרי הרווחיות הראלית. השנים היו שנות אינפלציה קשות: 1979-102%; 1980-138%; 1981-103%; 1982-131%. נתונים הרווחיות הנומינלית שדווחו בתחילת התקופה היו

נאים, אך למעשה רווחיותם הראלית של הבנקים בפועל הסתובבה קרוב לאפס. בדוחות הכספיים השנתיים האחרונים של התקופה (שנת 82') החלו להופיע נתונים מתואמים, על פי גלוי דעת 23 של לישכת רואי החשבון ובשנת 81' הופיעו נתונים מתואמים בדרך של ביאור. עוד קודם לבצוע התאמות אינפלציוניות העירו כמה מומחים על כך שהנתונים "האמיתיים", הראליים, שונים לחלוטין מהנתונים הנומינליים שהראו רווחיות, וכי לא ניתן להסביר את שווי השוק של מניות הבנקים על פי מודלים מקובלים בתורת המימון. המומחים השונים - פרופסור ברנע שהעיד כאמור במשפט כעד מטעם התביעה, פרופסור לב שהודעותיו במשטרה ובוועדת החקירה הוגשו בהסכמה ללא חקירה (ת/222), אנשי בנק ישראל ניסו כוחם - בהעדר דרך מקובלת או מוסכמת לעריכת התאמה אינפלציונית בתחשיבים שונים כדי להצביע על רווחיותם הראלית הנמוכה של הבנקים.

התוצאות מתחשיבים אלו היו לעיתים קרובות שונות. קשה לדעת - ואין לכך חשיבות

מי נקט בשיטה ה"נכונה" להתאמה לאינפלציה.

אין לכך חשיבות משום שאין איש טוען (שוב, בכפוף לבנק המזרחי, שידון בנפרד) שרווחיותם הראלית בפועל של הבנקים בתקופה הרלוונטית "הצדיקה" את מחירי השוק של המניות. בנק הפועלים גם לא טען כך במשפט. הכל מסכימים במפורש או במשתמע שבהנחה שהרווחיות העתידית תמשיך "לדשדש" סביב האפס - אין הצדקה למחירי השוק.

בנק לאומי ובנק דיסקונט טענו, תוך הסתייעות במומחים - ד"ר טלמור ופרופסור

רביב - ששווי השוק היה סביר בשים לב לערך הכלכלי. הערך הכלכלי לפי חוות

הדעת מבוסס על הרווחיות הצפויה לטענתם, רווחיות העולה בצורה משמעותית על

הרווחיות שהיתה קיימת בתקופה הרלוונטית. עמדנו כבר על כך שעל פי תורת המימון ערכה של הפירמה נמדד על פי תזרים המזומנים הצפוי, וכפי הביטוי בו הרבה להשתמש ד"ר גולדנברג

בחקירותיו - קונה המניה קונה את העתיד, ולא את העבר.

נדגיש מעתה כי שאלת הנתק ב-I.d.b- מצריכה התייחסות נפרדת, ולא נעסוק בה

כרגע.

בזמן אמת לא נערכה באף אחד מן הבנקים (או למצער - לא ידוע שנערכה) הערכת שווי, אף שלרשות הבנקים עמדו מחלקות מחקר. לא נבדקה בצורה דומה לזו בה השתמשו לימים פרופסור רביב או ד"ר טלמור השאלה האם מחירי השוק אכן משקיפים ערכים כלכליים. במקום זאת דובר רבות בבנק לאומי ובבנק דיסקונט על ה"פוטנציאל" של הרווחיות העתידית. רק בהנחה שפוטנציאל הרווחיות שונה, משמעותית מהרווחיות העתידית. רק בהנחה שפוטנציאל הרווחיות שונה, משמעותית מהרווחיות שהיתה בפועל ניתן בכלל להעלות טענה בדבר סבירות מחירי השוק.

לא נעשתה בבנקים בדיקה כזו על אף שהיו מי שגם בעידן של הדוחות הבלתי מתואמים הצביעו על הבעיות של היחס של מחירי המניות המווסתות בשין לב לרווחיות הראלית הנמוכה. כאן נזכיר את תרומתם החשובה של פרופסור ברנע ופרופסור לב, שעמדו כמוכיחים בשער והצביעו על בעיות זו. לחוות דעתו ת/96 צרף פרופסור ברנע כזכור מאמרים מזמן אמת. אין המדובר בסתם מאמרים המתפרסמים בכתב עת זה או אחר, אף שגם מאמרים כאלה מהווים "אינפורמציה ציבורית", אלה בהרצאות פומביות

שפורסמו אחר כך כמאמרים. מדי שנה בשנה ערכה אגודת לה"ה שליד הפקולטה לניהול באוניברסיטת ת"א כנס פומבי שענינו נתוח התוצאות העסקיות של הבנקים המסחריים, בין היתר ב-12.4.81, ב-25.6.82 וב-25.5.83 בהם נדונה שאלת רווחיות הבנקים בשנים שקדמו לתאריכים הנזכרים בהתאמה. בכנסים השתתפו מנהלי בנקים רבים, המפקח על הבנקים, ומספר רב של אנשים, ובהם יועצי השקעות בבנקים, וכפי שהעיד פרופסור ברנע - בכל פעם עבר הכנס לאולם יותר גדול. אעיר כאן במאמר מוסגר כי שמעתי עדויות של יועצי השקעות

בבנקים שונים שספרו שנכחו בכנסים ובעקבות הכנסים נתחדדה אצלם השאלה של היחס בין שווי השוק והערך הכלכלי של המניות.

הרצאותיו של ברנע (ושל אחרים) פורסמו ברבעון לבנקאות, אך זכו גם לדווח בולט במדורים הכלכליים של העיתונים היומיים. בהרצאות אלה - שהפכו למאמרים - עמד פרופסור ברנע על כך שרמת שערי המניות איננה ניתנת להסבר על יסוד הרווחיות הצפויה של הבנקים או ערכם הפיננסי. עוד נחזור בהמשך הדברים למאמרים עצמם, המהווים חלק בלתי נפרד מחוות דעתו של פרופסור ברנע. הצבענו בשלב זה על ההד הרב לו זכו ההרצאות, ועל כך שההרצאות עצמן (אף אם נפלו שבוישים כאלה או אחרים בתחשיבים) - היו אינפורמטיביות פומביות. חשיבותן לענינו לא רק באמור בהן אלא גם לענין היסוד הנפשי של הנאשמים. הדברים הנוקבים שחזרו ונשנו חייבו לעצור ולבדוק לאיזה גבהים מרקיע שווי השוק של המניות המווסתות. אם לא נעשה כך, ולפי עדות הנאשמים לא נערכו הערכות שווי כאמור, אין זאת אלא משום שהבנקאים הבינו מה יהיו התוצאות...

נעמוד עוד בהמשך הדברים ביתר הרחבה על כך שלא ניתן לנהל בעת ובעונה אחת מדיניות תשואה חיובית כפי שניהלו אותה הבנקים ומדיניות של ויסות בתחומי הערך הכלכלי. הנתק והויסות אינם תופעות שונות. הויסות הוא היוצר את הנתק, והיה כאמור מי שעורר את תשומת לבם של הבנקאים לבעיית הנתק, אם, מה שאני מסופקת בו, לא הבינו זאת בעצמם.

על פני מאות אם לא אלפי עמודים במשפט זה, ואגב חקירתם של עדים רבים בין אנשי רשויות ובין מומחים נדונה השאלה האם היה צפוי שיפור ברווחיותם של הבנקים. שיפור משמעותי כזה הוא כאמור תנאי הכרחי לכל תזה הטוענת כי הויסות התנהל בתחומי הערך הכלכלי של הבנקים.

רווחיותם של הבנקים הגדולים (שוב - ענינו של בנק המזרחי ידון בנפרד) היתה בכי רע, ובשל מסווי שאיננו מביא בחשבון את רווחיותם הראלית

(בתחילת התקופה) נשחק הונם העצמי. חוק המסוי התנאי אינפלציה שהתקבל במהלך התקופה ובתוקף מ-82' שיפר את מצבם, אך עדיין "סבלו" ממקדמות גבוהות אותן שילמו על רווחים נומינליים. היו להם טענות שונות בענין מרווחים נמוכים, עמלות נמוכות, קנסות נזילות ועוד ועוד. מקובל עלי שהניחו שהיה צפוי שיפור ברווחיותם. פתרון שריחף בחלל האוויר במשפט לפיו צריך היה מנהל בנק באותה תקופה "להחזיר את המפתחות לאוצר" הוא אולי פתרון הפגנתי טוב, אך יותר מאשר להפגין או לשחרר מנהל זה או אחר ממועקה אישית תוך החלפתו באחר אין הוא עונה על מצוקתם של הבנקים. שר האוצר דאז העיד כי היה לבנקים "קייז" צודק בכמה עניינים. אני סבורה שהערכה שרווחיות הבנקים לא תוכל להשאר כפי שהיתה אלא תעלה היתה, בעת הרלוונטית הערכה נכונה. עמדתי כבר על כך שהמדינה נזקקה לבנקים, וכי ככלל לא היה זה סביר להניח כי תניח לבנקאות להשאר בנקאות מפסידה. אך השאלה המכרעת היא - מהם הגבולות הסבירים של השיפור ברווחיות שהיה צפוי באותה תקופה, והאם היה בצפיות סבירות כדי "להצדיק" את השערים בתקופת הויסות.

כאן יש לזכור כי הפרמטרים המגבשים את רווחיות הבנקים (מסוי, עמלות, מרווחים ועוד) נתונים לדעת הכל במידה רבה בידי רשויות השלטון. אם כי ישנו תפקיד גם לבנקים עצמם, יעילותם וכיוצא באלו. דיעה זו הושמעה גם מטעם נאשמים, ועוד נעמוד על כך.

אמר פרופסור ברנע בחקירתו החוזרת לאחר ימים של חקירה נגדית בנושא שיפורים כאלה ואחרים שהיו צפויים ברווחיות:

"אני מוכרח לאמר שבאותה מידה שנאמרו דברים על המערכת הממשלתית, הן באמצעות צעדים ממשלתיים או צעדי התייעלות או שינויים במסים או דברים כאלה. הם לא הוצגו כאן בצורה כמותית שמאפשרת לבוא ולהגיד הנה אני לקוח נתון חדש שלא היה לי ואני משנה במשהו את

ההערכות האלה, לא היה דבר כזה זה היה יותר בבחינת אפשרויות ולכן לי אין אפשרות לבוא ולאמר הנה כתוצאה ממה ששמעתי (בחקירתו הנגדית) אני מעלה ב-10% את השווי. זה ממש מגוחך... קבלתי פשוט רעיונות. מה שאני שמעתי כאן ביומים האלה זה כל מיני אפשרויות שאולי משקיע ראה בפניו איזה שהוא שינוי דרמטי בעתיד בבנקאות שכאילו מצדיק, אז אם אתה שואל אותי אם זה שינה כמותית בודאי

שאני לא יכול לקבוע שום דבר. מה שאני כן יכול לאמר שבעיני הפער - בין מה שבעיני הוא שווי סביר שהוא סביב הערך הנכסי בבנקאות פלוס מינוס ועל בסיס רווחיות איזה שהיא סבירה, הפער הוא כל כך גדול שצריך להיות שינוי מאוד דרמטי למערכת הזאת על מנת שזה יקרב אותי - יקרב באופן משמעותי את ערך השוק של המניות הבנקאיות עם הערך שהייתי קובע בתור ערך סביר" (עמודים 4984-4985).

לענין הערך הנכסי הנזכר כאן - עוד נשוב.

או, כפי שהתבטא בהמשך בחקירתו החוזרת הרשות "לא רוצה לשחוק אותם והיא גם לא רוצה לתת להם רווחים מוגזמים" (4097).

ונביא גם בלשונו דברים נוספים שאמר בחקירה החוזרת:

"אם הרווחים של הבנקים פתאום יהיו מאוד גבוהים תתעורר צעקה ודאי מהסקטור שמשלם את הריבית על האשראי ואגב זה דבר שגם היה בפועל. כי מי שזוכר ב-1983 וב-1986 בתקופת הריביות הגבוהות היתה צעקה עזה לכל הסקטור שמקבל אשראי על המרווחים הגדולים של מערכת הבנקאות. אז אני אומר כשאתה שאלת אותי מה זה נקרא רווחיות סבירה רווחיות סבירה קודם כל אין דבר כזה, כל הרעיון בנוי על זה שהנהלה מוצלחת יותר מרויחה יותר ומרויחה פחות. בתנאי המשק הישראלי דאז, אפשר היה לצפות לרווחיות שנאמר שבין

5%-10% להון המושקע, רווח לאחר מס כרווחיות שהיא סבירה או סבירה מינוס מתוך נחה שאגרות חוב ממשלתיות נשאו תשואה שבסביבות 5% אם אינני טועה אז. אז סביר שבנק, שהוא מוסד שפועל בתנאי סיכון יתן תשואה שהיא 5% + מס ו-10% תשואה. זה גם מתבקש ממכפיל עשר שקבענו, מי שרואה כאן את מערכת היחסים כאן המכפיל של עשר הוא בעצם ההפכי של אותו 10% רווחיות.. ובהנחה שבנקאות ערך השוק לערך הנכסי הם פחות או יותר שווים..." (ע"מ 4998-4999).

מונחים שהשתמש בהם כאן העד "מכפיל עשר" "ערך שוק שווה לערך נכסי" - כל אלה יוסברו בהמשך הדברים.

לענין בנק לאומי מדגים פרופסור ברנע כי הבנק, שהרויח בפועל 16 מיליון בשנת 1982 היה צריך להרויח בין 150 מיליון ל-200 מיליון לאחר מס כדי "להצדיק" את שווי הבורסה של למעלה משני מיליארד דולר שהיה לו ב-30.4.83.

נאמר איפוא בקצרה, בטרם נפנה למודלים בהם השתמשו מומחי התביעה ומשמעותם, ולביטויים שחזרו ונשנו שנשואו בלתי מבוארים כי לא די בצפיה לשיפור הרווחיות כדי "להצדיק" את שווי השוק. צריך היה לצפות ל"שיפור" שהוא בעצם "קפיצה".

דרכי קביעת שווי לבנק או דרכי קביעת "נתק"

א. מנייה עם ויסות שווה יותר מאותה מנייה בלי ויסות

בפרק ה' של חוות דעתו של בן חורין, פרק העוסק בהשוואת מחיר מניות הבנקים

בהשוואה לערכן הכלכלי ישנה תחילה קביעה שאינה מלווה בשום

הערכה מספרית. וכך נאמר שם:

"...מאחר ותהליך הויסות ומדיניות התשואה החיובית היו לצורך נתוח זה בבחינת אינפורמציה ציבורית, הרי שמחירי המניות (הכוונה בעת הויסות) כבר שיקפו את ההבטחות שניתנו לציבור ואת פעילות הבנקים במסגרת מדיניות זו, מאחר שמבחינת המשקיע במניות אינפורמציה זו הינה חיובית ביותר, הרי שמתן ההבטחות במסגרת תהליך ויסות המניות ופעולת הויסות עצמה חייבות היו להביא לכך שמרביתו של פרק הזמן האמור היו מחירי המניות גבוהים יותר מהמחיר שהיה נקבע בתנאי שוק חופשי ... מכאן שההפרש בין המחיר הממוסות של המנייה לבין המחיר שהיה נקבע למנייה בשוק חופשי הינו רב יותר ממה שבא לידי הביטוי במלאי הויסות כשלעצמו. אי לכך ברור שהפסקת מדיניות הויסות באותם פרקי זמן היתה חייבת להוביל לירידת שערי המניות. גודל הירידה תלוי בשלב שבו היתה המדיניות נפסקת. בשלבי הויסות הראשוניים יתכן והדבר היה מוביל ל"תיקון" קל יחסית במחירי המניות, לעומת זאת הפסקת תהליך הויסות בשלב מאוחר יותר לאחר שחל נתק גדול יותר בין מחיר המנייה לבין ערכה הכלכלי, היה עלול להוביל למפולת מחירים".

קטע זה מביא, בלא הערכה מספרית, את הרעיון הפשוט הבא: פעולת הויסות, הטומנת בחובה מדיניות תשואה חיובית, כל עוד היא נמשכת וצפויה להמשך נותנת למנייה תוספת ערך על המחיר שהיה נקבע בשוק חפשי בלי שהמשקיעים יצפו שהפירמה תווסת את מניותיה.

נבהיר כאן: יתכן שהיו משקיעים שנמנעו לחלוטין או שנמנעו בשלבים מסויימים מרכישת מניות מווסתות, וזאת מתוך שראו וצפו את הסיכון הטמון במניה - אותו סיכון לירידת שערים דרסטית ברגע שהבנק לא יכול

או לא ירצה להמשיך בויסות. אנשים כאלה לא ראו בויסות תוספת ערך. אך ככלל אילמלא נתן הויסות למניה תוספת ערך בעיני המשקיעים על המחיר שהיה נקבע לה בתנאי שוק חפשי - אין הויסות "נדרש" כלל ועיקר. זהו שוב ביטוי לרעיון עליו עמדנו בהקשר אחר - אם הויסות "נחוץ" לשם גיוס הון בהיקפים שההון גויס על ידי הבנקים בהכרח את אומר שלא היו בנמצא משקיעים כה רבים שהיו מוכנים לרכוש את המניה ולהחזיק בה אילמלא היה ויסות. אם ניתן היה לגייס הון בהיקפים כאלה על סמך ה"פוטנציאל" של הפירמה עצמה - לא היו הבנקים נוטלים על עצמם את נטל הויסות. אין ליחס לבנקאים - שהשקיעו בשלבים מסויימים משאבים ניכרים בויסות הנחה שעשו זאת ללא סיבה.

בנק הפועלים הביע במשפט את הרעיון הפשוט לפיו אנשים קנו את המניה הבנקאית

בגלל הויסות, ולא בשל הערכה בענין שווים הכלכלי של הבנקים. דברים אלה מביעים, בלשון אחרת, את אותו רעיון פשוט עליו עמד פרופסור בן חורין בקטע שצוטט לעיל. אך גם בין ה"דוגלים" בכך שהמניה של הבנק שלהם היתה "שווה את מחירה בשוק" נמצא ביטוי לאותו רעיון, תוך נסיון "למזער". אלי כהן הסכים כי הפסקת הויסות היתה מביאה לירידת מחירים, וזאת אפילו בהנחה שהמניות היו נסחרות בפחות משווי הכלכלי. לענין זה אמר:

"...מרכיב הויסות היה מרכיב שהשפיע על מחיר המניה. טול ממנו את המכשיר הזה וללא קשר לוולו... אני חושב שהויסות, ובכל ולו הפסקתו היה גורמת לירידת תשואה" (18316, וראה גם 18558).

לא התעלמתי ממה שאמר באותו הקשר בחקירתו החוזרת, שהיתה קצרה יחסית בתשובה לבקשת הבהרה לגבי הזיקה בין זה שהמחיר שיקף ערך כלכלי לבין אמירתו שהויסות היה אחד המרכיבים שהקנו ערך למניה:

"...אני הדגשתי מספר פעמים שמרכיב הויסות יש לו משמעות במחיר המניה, אני אמרתי שאם מורידים אותו אף הוא משפיע על המחיר, זה נכון, מה שמשפיע זה שאם אתה מוריד את מרכיב הויסות במניה אתה מאפשר יותר תנודתיות שהויסות בא למנוע אותה. אז אתה מבטל אותה, זה יוצר יותר תנודתיות.

עכשיו, היציאה הזאת של האלמנט של התנודתיות, אני אמרתי יש לו ערך, זה אותו ערך שאני רואה אותו כהערך המוסף שניתן על ידי הויסות. עכשיו, הערך הזה הוא לא גדול (ההדגשה הוספה), אני אמרתי את זה הרבה פעמים... אני לא יכול לאמוד אותו בקנה מידה אבל אני אומר שבעיני הוא לא גדול..." (19470).

לא התעלמתי מקטע זה. חולשתו היא בכך שמדיניות הויסות לא היתה רק מדיניות של "מניעת תנודתיות" אלא מדיניות של תשואה ראלית חיובית, ועמדנו על כך גם בענין קבוצת דיסקונט.

"הערך המוסף" בלשונו של אלי כהן התבטא במדיניות שהיתה בפועל, ולא במדיניות היפוטטית שאיננה מדיניות הויסות.

הערך המוסף לא התבטא רק בהעדר ירידות נומינליות במשך תקופה ארוכה, אלא גם במגמה הראלית, ושיעורי תשואה גבוהים בפועל שהיו, כזכור, מעבר למה שהבנקים רצו.

אכן, לויסות היה "ערך מוסף", וזהו הרעיון שאיננו ניתן לביטוי מדויק במספרים

שביטא פרופסור בן חורין. ערך מוסף זה לא היה שולי או זעיר, אלא הוא שהביא להחזקה במניה במימדים בה הוחזקה. אילמלא נתן הויסות את הערך המוסף בגינו היתה מניה אטרקטיבית - לא היה צורך בויסות. ערך מוסף זה מבטא "נתק".

אפשר גם לומר בצורה פשטנית קמעא, שאיננה כוללת את מלוא הרעיון המצוטט מדברי

בן חורין: המלאים שהצטברו בשנת 1983 מצביעים על כך שהיו הצעים של הציבור. הצעים בשוק חפשי מביאים לירידת מחיר. העובדה שהמחיר לא ירד (כתוצאה מן הויסות) מצביעה, כשלעצמה על אי התאמה בין המחיר שהיה נקבע בשוק חפשי אילמלא הויסות למחיר שנקבע כתוצאה מן הויסות. כאמור - זהו רק חלק מהתמונה, משום שבתהליך הויסות כל "תקרה" הפכה ל"רצפה".

על פי הרעיון המקובל על כל המומחים לפיו השוק החפשי (כשהוא קיים) קובע את

שווי המניה הרי קיומו של נתק, להבדיל משיעורו ובודאי בשלהי 1983 - מוכח

מאליו.

מודלים שונים להערכה

רעיון הערך המוסף, שהוא רעיון נכון ופשוט איננו מביא אותנו כאמור להערכה של הנתק ב'מספרים'.

כל שיטות הערכה עליהן עמדנו במשפט מתבטאות, בסופו של דבר בנוסחאות מתמטיות. לעיתים הנוסחאות המתמטיות הן נוסחאות מפשטות, תוך שיש בהן בין בתחילת הדרך ובין בהמשכה הנחות קביעות מסויימות. הזכרנו זאת כשציינו לעיל כי "מודל גורדון" הינו מקרה פרטי של מודל defn, - וכך גם מה שכונה "מודל גורדון עם מודיפיקציות". בנוסחאות המתמטיות ישנם פרמטרים שונים.

בין הפרמטרים המובאים בנוסחאות המתמטיות ישנם קשרי גומלין. לעיתים - ונעמוד על כך בהמשך - קשר הגומלין הוא כזה שגם שינויו של פרמטר אחד עד גבול מסויים לא ישפיע על פרמטר אחר. מתוך המשואות המתמטיות ניתן "לחלץ" פרמטרים מסויימים.

מומחי ההגנה העריכו במישרין את שווי הפירמות אחרי שהעריכו את תזרים המזומנים הצפוי. פרופסור רביב קבע לבנק דיסקונט שווי של 690 מיליון דולר, שלאחר חקירה נגדית נמרצת שונה על ידו ל... 700 מיליון דולר. שיטתו של פרופסור טלמור היא שונה מעט בכך שאין הוא קובע "מספר סופי", אלא נותן מספר אופציות התלויות בפרמטרים שונים של הערכה. גם חוות דעתו של פרופסור רביב, תוך שימוש בתוכנות מחשב מתאימות המצויות בידי ההגנה והתביעה כאחת, מאפשרת להגיע למסקנות שונות אם משנים פרמטר אחד, או כמה פרמטרים.

מומחי המאשימה - ברנע ובן חורין הלכו בדרך אחרת מזו של מומחי ההגנה הנזכרים. בחוות הדעת מטעמם אין הם אומדים את שוויים של הבנקים על ידי קביעת תזרים המזומנים הצפוי בכל בנק ובנק. שניהם עשו שימוש במודלים מקובלים להערכת מניות: מודל הערך הנכסי המשווה את ערך השוק של הפירמה לערך המאזני המתואם לאינפלציה, ומכפיל הרווח. אלא הם מודלים מקובלים להערכת מניות שניתן היה לעשות בהם שימוש באמצעות כלים פשוטים שעמדו לרשות המשקיעים.

עמדתו של פרופסור ברנע במאמרים ובעדותו היתה ש"לא ניתן להסביר את רמת שערי מניות הבנקים על פי נתוח הרווחים באמצעות מודלים מימוניים" (למשל: מודל

גורדון). למסקנה זו הגיע על פי תחזית הרווחיות של הבנקים הבנויה על רווחיותם בעבר והערכות על השינויים הצפויים ברווחיות בעתיד. הוא עשה כאמור שימוש בשני מודלים - מודל הערך הנכסי ומכפיל הרווח.

מודל הערך הנכסי (הקרוי בפי פרופסור ברנע "מודל Q" אך הצדדים קראו לו המכפיל הנכסי, ולשם נוחות אלך כאן לשיטתם) הוא המודל הראשון בו נעשה שימוש. כאן נמדד היחס בין שווי השוק לבין ה- book value השווי המאזני המתואם.

פרופסור ברנע הבהיר כי מודל הערך הנכסי היה מקובל בארץ בעת הרלוונטית בעיקר בגלל הקשיים למדידת רווחיות כמודל לבחינת כדאיות ההשקעה בנייר ערך. ככל שהיחס נמוך יותר - ההשקעה כדאית יותר, וככל שהוא גבוה יותר ההשקעה היא פחות כדאית, כלומר הפירמה מוערכת ביתר (4394). מדידת יחס זה העלתה קיומם של פערים גדולים בין ערך השוק של המניה והערך הנכסי שלא ניתן היה להסבירם. בדרך כלל כשיש חברה שהיא מאוד רווחית יש לצפות לפער גבוה בין ערכים אלו. בענין הבנקים הרווחיות היתה נמוכה ונמצאה ברמת ירידה, ולא היתה "הצדקה" לפער. בחוות הדעת צויין כי בימי העיון השווה את היחס שהיה קיים בבנקאות בפועל עם היחס בבנקאות האמריקאית בה היחס בין ערך השוק והערך הנכסי היה כ-1.0.

מכפיל הרווח דהיינו - היחס בין שווי המניה לרווחיות המתואמת היה גבוה מאוד, וקשה היה להסבירו במסגרת מודלים מקובלים.

בחוות דעתו ציין פרופסור ברנע שגובה מכפילי הרווח של הבנקים יחסית למקובל

מלמד שלא ניתן להסביר את רמת שערי מניות הבנקים על פי נתוח הרווחיות באמצעות מודלי מימוניים (למשל - מודל גורדון), וכי למסקנה זו הוא מגיע על תחזית הרווחיות הצפויה של הבנקים על רווחיותם בעבר ועל הערכות בדבר השינויים הצפויים ברווחיות. עוד ציין שם כי מכפיל רווח מקובל בבנקאות האמריקאית באותה תקופה היה בין 7-15.

בעדותו הסביר כי ככל שהיחס הזה גבוה יותר המניה מוערכת ביתר. עם זאת הובהר עוד בחקירתו הראשית של פרופסור ברנע שמוצאים הלכה למעשה מכפילי רווח גבוהים שאינם ניתנים להסבר על סמך רווחיות העבר אלא על סמך

הערכה בענין רווחיות צפויה בעתיד (4401).

בין עמדתו של פרופסור ברנע מזמן אמת ובחוות דעתו הקצרה ובין עמדתו של פרופסור בן חורין בחוות דעתו ישנה מידה רבה של קורלציה, ככל שהדברים נוגעים לשימוש במכפיל הרווח והמכפיל הנכסי.

נוח יותר להסתמך לענין ה"מכפילים" על הנתוח בחוות הדעת של בן חורין משום שזו הוגשה לצורכי בית המשפט והיא כוללת הבהרות שרק משתמעות מן הנתוח של פרופסור ברנע, ניתוח שבעיקרו כוון מדעקרא לאנשי המקצוע ששמעו את הרצאותיו. בדרך זו של התמקדות בנתוח של פרופסור בן חורין נקט פרופסור רביב בחוות דעתו בה ביקר את השיטות בהן נקטו מומחי המאשימה, וכך אעשה אף אני מטעמי נוחות, אף שאזכיר מעת לעת גם דברים שאמר פרופ' ברנע.

פרופסור בן חורין הסביר בחוות דעתו את מהותו של "מכפיל הרווח" - היחס בין מחיר המניה לרווח המניה. השימוש במכפיל הרווח מאפשר השוואה בין מניות שונות.

על ידי חלוקה זו משיגים תקנון (סטנדרטיזציה) בין חברות שונות (ראה ע"מ 114 לחוות הדעת). נהוג לערוך השוואה של מכפילים בין מניות המשתייכות לקבוצות דומות מבחינת הסכון ופוטנציאל הצמיחה, כגון השוואה בין מניות של חברות השייכות לאותו ענף עסקי. והן בעלות אסטרטגיות וכווני השקעה דומים.

בן חורין עשה שימוש ב"מודל גורדון" כדי לקבוע מכפיל רווח נורמטיבי, דהיינו אותו מכפיל שהיה נקבע למניה בשוק תחרותי. מסקנתו היא שהמכפיל הנורמטיבי הוא 10. בפועל היו מכפילי הרווח גבוהים בהרבה. למשל - בסוף 82': בנק לאומי 119, בנק הפועלים 82, בנק דיסקונט - 143.

נזכיר כאן גם את מכפילי I.d.b- 38. ובנק המזרחי - 23. ענינם של i.d.b.

ובנק המזרחי ידון כל אחד בנפרד. נאמר כבר מעתה, לשם בהירות התמונה, שהנחתו של בן חורין בחוות דעתו היתה שהרווחיות הנמוכה של הבנק תמשך. גם בחקירתו הנגדית הסכים שהניח שהרווחיות הנוכחית היא גם הרווחיות העתידית (8488). אני מניחה שהבנקאים האמינו בתום לב בזמן אמת שרווחיות הבנקים תשתפר באופן סביר (להבדיל מכך שהאמינו שתרקיע שחקים עד כדי "להצדיק" את שערי המניות בפועל). אלא שישנו טווח נרחב של שיפור ברווחיות שלא יהיה בו כדי לשנות את המסקנה בענין מכפיל הרווח הנורמטיבי או המכפיל הנכסי הנורמטיבי. ענין זה הובהר בחקירתו של בן חורין (ועולה בקנה אחד עם דברים שצטטנו לעיל מפי אמיר ברנע בחקירתו החוזרת). הדבר קשור ביחסים הפנימיים שבין המשתנים בנוסחאות בהן נעשה שימוש מפורש או משתמע על ידי מומחי התביעה.

"מודל גורדון" בו נעשה כאמור שימוש, כולל כמה משתנים. ניתן לרשום אותו בכמה דרכים נוח יהיה להפנות למוצגים ת/337 שרשם בן חורין, משום שאשתמש כאן באותם סימונים שהוא עשה בהם שימוש. המוצגים הנזכרים הוגשו בצרוף הערות של התביעה בסכומיה וסומנו בתיק סכומי התביעה כמסמכים י"ב וי"ג, ואפנה גם להסבריו של בן חורין בעמודים 10233 ואילך.

אין בכוונתי לחזור כאן על כל הנוסחאות המתמטיות ופתוחיהן בהן עשה בן חורין

שימוש, לא לענין מכפיל הרווח, ולא לענין המכפיל הנכסי, יש צורך להציג עם זאת את משתני הנוסחה ובפרט כשחלק נזכר בעדויות על פי אותיות המודל. לאחר מכן אעבור, ככל שהדבר נדרש לתאור מילולי של היחס שבין המשתנים השונים כפי שהוא משתקף בעדויות. אעיר כאן כי לא שמעתי מפי מומחי ההגנה שום טענה על כך שהמסקנות המתמטיות אינן נכונות.

הבקורת של מומחי ההגנה היא על עצם שיטת השימוש ב"מכפילים".

1D

----- = 0P

G- K

b= G(roe)

וזאת כאשר:

p= 0 מחיר המניה בזמן 0 (היום).

d= 1 הדיבידנד בתקופה (בשנה) הבאה.

K= עלות ההון העצמי (מקדם ההון).

G= שיעור הצמיחה הקבועה.

B= שיעור ההשקעה בחזרה מתוך הרווח.

$r = (roe)$ שיעור התשואה על ההון העצמי.

$E =$ הרווח השנתי.

$d = 1E/1$ שיעור הדיבדנד מתוך הרווח.

$= B[- 1(1E/1D)]$

מכפיל הרווח הוא:

$1d0P E/$

-- = ----

$k G- e$

בן חורין הניח בחוות הדעת, לאור נתוני הרווחיות העדר צמיחה. בלשון הנוסחאות

הנחתו היא $g =$ שווה לאפס. עוד הניח לצורך החישוב שכל הרווח מחולק כדיודנד. הנחה זו - כפי שנראה להלן היא הנחה מחמירה מבחינתו. בלשון הנוסחאות ההנחה ש- $1d$ הינו 1 כי מספר זה נרשם במונה. את עלות ההון $[k]$ בנוסחאות הרשומות על ידו, אמד - וזאת כבר הזכרתי ב-10 אחוז.

הנחות אלו הציב במודל, וקבל את המכפיל הנורמטיבי-

$$= E/P[E/D] - (g- K)/1 = (0- 0.10)/1 =$$

כאמור בחוות דעתו לא אמד בן חורין במישרין את תזרים המזומנים הצפוי לכל אחד

מן הבנקים (כפי שנעשה בצורות שונות בחוות הדעת של רביב וטלמור). מה שנעשה

על ידו הוא "לחלץ" מנוסחת גורדון מכפיל רווח "נורמיטיבי", דהיינו מכפיל הרווח שהיה נקבע בשוק תחרותי בשים לב לנתונים הנזכרים. ה"חלוץ" מצביע על מכפיל של עשר (ראה ע"מ 115-116 לחוות הדעת). בפועל היו כאמור מכפילי הרווח בשלושת הבנקים גבוהים בצורה משמעותית ממכפיל זה.

לוחות ה' לחוות דעתו, של בן חורין, כפי שתוקנו במוצג ת/233 מדגימים את הפער

בין הרווח בפועל לרווח המיוחל שהיה "מצדיק" מכפיל רווח של עשר (או אף

מכפילים גבוהים יותר - 15-20). אדגים זאת באמצעות שנת 1982 בה כבר היו

דוחות מתואמים, אתעלם בשלב זה מבנק המזרחי ומ*i.d.* . -כך לענין בנק לאומי, נכון לסוף 1982 הרווח בפועל היה בשעור של כ-2 אחוז, הרווח המיוחל ה"מצדיק" מכפיל של 10 היה 24 אחוז, הרווח המיוחל ה"מצדיק" מכפיל של 15 הוא 16 אחוז, והרווח המיוחל המצדיק מכפיל של עשרים הוא 12 אחוז. לענין בנק הפועלים - מול רווח בפועל של כ-3.5 אחוז הרווחים המיוחלים לגבי המכפילים הנזכרים הם

20, 15-129 אחוז (בעגול) ובבנק דיסקונט מול רווח בפועל 1.3 אחוז הרווחים המצדיקים את המכפילים הנזכרים הם 11, 18 או 8 אחוז (בעגול). הפערים לגבי שלושת הבנקים הגדולים הינם גבוהים ביותר, והמכפילים בפועל גבוהים בהרבה מן המכפיל הנורמטיבי של 10, או אף 15-20. איני רואה צורך - לענין שלושת הבנקים הגדולים לבחון נתונים היסטוריים של שנים קודמות בדקדקנות. טבלה ט' לסכומי התביעה מציינת את המכפיל בפועל בשלושת הבנקים האלה ככל שהם מבוססים על נתוני בנק ישראל.

הפערים לענין בנקים אלה הם כה גדולים שחישובים אלטרנטיביים תוך תיקונים אלה

ואחרים של הנתונים, אינם משנים את התמונה. אינני רואה איפוא טעם בהקשר זה

בעריכת השוואות בין נתונים שונים שבפני.

אדגיש כאן כי בדוחות בנק ישראל שפורסמו בזמן אמת ההתייחסות היא לבנקאות ככלל, בלי להפריד בין הבנקים השונים. דוחות בנק ישראל מזמן אמת לא סיפקו איפוא אינפורמציה ציבורית לגבי כל בנק בנפרד, לעומת זאת ההרצאות שניתנו באותם כנסים, אף שהיו בהם פערים כאלו או אחרים לענין שנים בהן לא היה תאום אינפלציוני היו אינפורמציה ציבורית. בין כך ובין כך הרי אין חולק על כך שהרווחיות בפועל של הבנקים הגדולים, תהיה אשר תהיה צורת חישובה בתקופה שלפני התאום האינפלציוני - לא "הצדיקה" את ערך השוק. מומחי בנק דיסקונט ובנק לאומי מצדיקים את ערך השוק בתקופת הויסות ב"פוטנציאלי" הרווחיות העתידית. לכך נחזור.

כמו פרופ' ברנע, גם פרופ' בן חורין קבע מכפיל נכסי נורמטיבי של 1.0. פרופסור בן חורין מסביר את "גישת הערך הנכסי" בעמודים 119-120 לחוות דעתו.

כפי שמוסבר שם ניתן לכתוב את ערך הפירמה באופן הבא:

$$rc = mv f + M +$$

כאשר-

Mv- ערך השוק של הפירמה.

Rc- עלות ההחלפה של הנכסים.

F- הערך הנוכחי של הרנטות הנובעות מגורמים ספציפיים לפירמה.

M- הערך הנוכחי של הרנטות הנובעות ממעמדה המונופוליסטי של הפירמה. המכפיל הנכסי הוא ערך השוק של ההון העצמי מחולק בערך הספרים (book value) של ההון העצמי, ובאותיות mv.

Rc

פרופסור בן חורין מבאר בחוות דעתו את הקשר שבין דרך זו למודל הצמיחה הקבועה. לא אפרט כאן את הנוסחאות השונות שמובאות על ידו, אלא אגש יש ל"שורה התחתונה". בפועל שיעור הרווח שהבנקים הרויחו על ההון העצמי היה קטן, ובהרבה מעלות ההון העצמי (כך הוא, אומר במאמר מוסגר גם אם נניח שעלות ההון העצמי היתה קטנה מכפי שהעריך פרופסור בן חורין, ועמדנו על גישות מומחי ההגנה לעיל). פרופסור בן חורין מבאר שם כי גם אם נגזים (לשיטתו) ברווחיות ונניח ששיעור הרווח על ההון העצמי היה שווה לעלות ההון המכפיל הנכסי צריך להיות שווה ל-1. באופן מילולי נמצא לדבר ביטוי בדברי פרופסור בן חורין בעמוד 10240 לחקירתו:

"... ערך שוק חלקי ערך הספרים - כדי שהיחס הזה יהיה גבוה מ-1, אנו זקוקים לכך שהרווחיות תהיה גבוהה מעלות ההון ... אם הרווחיות איננה גבוהה מעלות ההון אז אנחנו לא יכולים להגיע,

נורמטיבית אנחנו לא יכולים להגיע למצב שבו ערך השוק יהיה גבוה מערך הנכסים."

הנתונים הרלוונטים לענין המכפיל הנכסי לפי נתוני בנק ישראל פורטו בנספח ט' לסכומי התביעה, לגבי השנים 1980, 1981, 1982 וסוף ספטמבר 1983. הנתונים לגבי שלושת הבנקים הגדולים הינם, בסדר של השנים הנזכרות:

בנק לאומי: 2.03, 1.92, 2.19, 2.46.

בנק הפועלים: 2.22, 2.58, 2.65, 3.14.

בנק דיסקונט: 0.85, 1.42, 1.57, 1.81.

נזכיר גם את הנתונים ונאמר כי הם שנויים במחלוקת לגבי בנק המזרחי, שידון

בנפרד, ואי.די.בי. שאף היא תדון בנפרד:

בנק המזרחי: 1.27, 1.75, 2.00, 2.75.

אי.די.בי: 1.16, 1.45, 1.71, 2.17.

"הנתק" בדרך חישוב זו הוא הפער שבין ערך השוק לבין ההון המתואם (בן חורין

8992). למשל, כפי שהדגים בן חורין לענין בנק דיסקונט: שווי השוק ב-6.10.83 היה כ-770 מליון דולר ההון המתואם 428 מליון דולר, כך ש"הנתק" הוא בדרך חישוב זו, כ-350 מליון דולר.

נעיר עוד לענין אופן חישובו של הנתק לשיטה זו שתי הערות:

האחת היא כי פרופסור בן חורין היה מוכן לקבל שמכפיל נכסי של 1.2 אינו משקף נתק, וגם ברנע דיבר על מרווח שבין 0.9-1.2.

ההערה השניה נוגעת לכך שעד כאן לא הובא בחשבון שהנתק למעשה גדול יותר

כתוצאה מהחזקת מלאי הויסות. על ענין זה עמד פרופסור בן חורין

במכתב ת/66 שהוסף על חוות דעתו. במהלך עדותו, ועוד בטרם נחקר על כך חזר בו מיוזמתו מן החישובים הכספיים, אך לא מן העיקרון. החישובים עליהם התבסס פרופסור בן חורין לענין המכפיל הנכסי התבססו על המופיע בדוחות הכספיים, ללא התחשבות בדוחים חשבונאיים שחשרו מדוחות אלה. הנתק נמדד בחוות דעתו מבלי לקחת בחשבון את ההשפעה שהיתה לכך שבתקופות מסויימות, ובשלהי התקופה החזיק כל בנק מלאי ויסות. אמדן הנתק אמור לגדול בכל אותם מקרים שהיה מלאי ויסות, והמניות נרכשו במחיר גבוה מהערך הנכסי שלהן. ענין זה שכונה "המנוף המשני" מגדיל למעשה את הנתק המבוסס על הערך הנכסי החשבונאי. אין בכוונתי להיכנס לתחשיבים שהוצעו בסיכומים בענין זה, משום שאין זה מתקבל על דעתי שנתון ש"נמשך" על ידי מומחה התביעה (מהבחינה החשבונאית, להבדיל

מהעקרון) ישמש בסכומים בסיס לתחשיב כלשהו. הנתק מתבטא איפוא ב"ירידה" אל הערך המתואם של ההון העצמי וירידה נוספת - שלא אעסוק בנסיון לקבוע את שיעורה, כתוצאה מ"המנוף המשני".

נעבור לרגע במישרין לחקירתו הנגדית של פרופסור רביב. פרופסור רביב הניח כזכור הנחה שמרנית לפיה לאחר שנת 88 לא תהיה לבנק דיסקונט תוספת ערך ובלשון אחרת הצמיחה (g בנוסחאות הנזכרות) משנה זו, שהיא מעבר לאופק החיזוי תהיה אפס, ומאותו שלב גם הוא מפעיל במישרין את מודל גורדון.

בלשונו, (בעמוד 25898): "בכל השקעה מסוכנת ששעור התשואה הצפוי עליה הוא 7 אחוז אם עלות ההון שלי כמשקיע היא 7 אחוז (וזה היתה הנחתו בחוות הדעת כזכור) אזי הערך הנוכחי של ההשקעה שבצעתי הוא אפס... לא בניתי ערך (לאחר 88) ולא הוספתי ערך ולכן ה-g (שעור הצמיחה) הוא אפס... עוד הסכים (26464) כי בטווח הארוך תחת ההנחה השמרנית שהתשואה על ההון שווה לעלות ההון שווי הפירמה יהיה שווה לערך הנכסי שלה".

ופרופסור בן חורין הבהיר בחקירתו החוזרת בדרך של הכללה את היחס בין המשתנים של הנוסחאות ונושא המכפיל הנכסי:

"ש. אתה קשרת קודם בין roen, -הרווח על ההון, לבין המחיר של ההון... אם הם שווים, מה המחיר של הפירמה, אתה יכול לומר, זאת אומרת

(אם) הרווח על ההון הוא משתנה למחיר של ההון.

ת. במקרה כזה וזה נאמר בחוות הדעת - שווי ההון העצמי בשוק אמור

להיות שווה לערכו הנכסי והיחס, המכפיל הנכסי יהיה 1.

ש. עכשיו, ואם הרווח על ההון קטן מהמחיר של ההון?

ת. אמור היחס להיות פחות מ-1.

ש. ואם הוא גבוה, אז אני מבין שאז הערך הנכסי יהיה גבוה מ-1?

ת. המכפיל הנכסי יהיה גבוה מ-1."

ובדרך של הכללה לגבי המשתנים שבנוסחה לגבי מכפיל הרווח:

"...אם רווחיות הבנק היא מתחת לעלות ההון - אני מניח שהם (מנהלי הפירמה) יתנהגו על פי הדבר הנכון כלכלית ויחלקו את כל הרווח לדיוידנד, וזה הביא אותי למכפיל של עשר.

ש. בהנחה שעלות ההון היא 10, כמה צריכה להיות הרווחיות כדי שבמודל

שאתה עבדת לפיו או שאתה ישמת, יהיה נכון ומוצדק להתחיל להתייחס לג-חיובי?

ת. 10 אחוזים.

ש. זה הנקודה שבה ראוי להתחיל לתת g חיובי.

ת. ה-g יכול להיות חיובי גם לפני כן אבל המכפיל יהיה יותר נמוך.

גם אם ה-g חיובי, עדיין אם אנחנו לא נחלק את כל הדיוידנדים אלא

נשקיע גם אם יש g חיובי אבל נמוך - הדבר יפגע במחיר המניה, יפגע במכפיל" (10263).

והדברים מתיישבים היטב עם תשובות שנתן לד"ר גולדנברג בחקירתו הנגדית. הוצע

לו בחקירה זו כי לאחר שנת 1983 היתה הרווחיות הממוצעת של הבנקאות 4.3 אחוז והוא נשאל האם הוא משנה את מסקנותיו בחוות הדעת. הוא השיב בשלילה, והבהיר את חשבויו (ראה בפרוט, ע"מ 9120-9147).

ודוק: פרופסור בן חורין ציין בחוות דעתו כי "לאור נתוני הרווחיות בפועל..."

אניח העדר גידול צפוי ברווח למניה, דהיינו $g = \text{לאפס}$... " (ע"מ 115 לחוות דעתו). אך בהמשך הוא מבאר שגם אם "...נניח שהבנק יכול להרוויח 10 אחוז על ההון המושקע (הנחה חזקה למדי לאור התנאים ששרו), כי אז שינוי מדיניות הדיוידנד לא היתה משנה את ערך המניה. לדוגמא - הקטנת שיעור הדיוידנד ל-50 אחוז היתה מעלה את שיעור הגידול מ-0 אחוז ל-5 אחוז (מאחר ושיעור הגידול שווה לשיעור ההשקעה בחזרה - 50% - כפול שיעור הרווחיות של ההון עצמי -10%) במקרה כזה יהיה המכפיל 10 כמו בחישוב לעיל" (והוא מסביר את החישוב בהנחות אלטרנטיביות אלה על ידי הצבה בנוסחה). (עמוד 118 לחוות הדעת).

אין זה נכון, איפוא, שלצורך קביעת המכפיל בשיטת בן חורין יש לצאת מהנחה

שהרווחיות תשאר אפס או קרוב ל-0. כפי שהבהיר בחקירתו:

"כשאנו לוקחים את המכפיל הנורמטיבי, נקרא לו עשר, מכפיל עשר לא בהכרח מבטא רווחיות אפס. לקחתי רק מצב אחד שיביא למכפיל עשר. אם עלות ההון היא עשרה אחוזים ורווחיות הבנק תגיע לעשרה אחוזים, המכפיל לא יעלה על עשר, זאת אומרת שבהחלט ניתן לראות מצב של רווחיות פרמנטית של חמישה, שישה, שבעה אחוזים עם רמת סיכון מסויימת שתצדיק עלות הון של עשרה אחוזים והמכפיל יהיה עשר" (9161).

כדי שמכפיל עשר בו נקב פרופסור בן חורין יהיה, איפוא, מכפיל נורמטיבי "נכון" אין צורך להניח דווקא העדר שיפור ברווחיות.

אני סבורה שהמחלוקת האמיתית בין הצדדים בנקודה זו היא בתשובה לשאלה האם צפויה היתה תשואה להון העולה על עלות ההון. כל עוד התשואה להון אינה עולה על עלות ההון אז מתמטית המכפיל הנכסי לא יעלה על 1. נציין כאן כי פרופסור רביב העריך בחוות דעתו בשלהי "אופק החיזוי" רווחיות של 47מיליון דולר, כשהמשמעות המתמטית בנתונים שבחוות דעתו היא תשואה להון של 12.5 אחוז, ועלות ההון אותה אמד בחוות הדעת היא 7 אחוז.

בפועל היתה התשואה להון של שלושת הבנקים הגדולים בתקופה הרלוונטית קטנה משמעותית מעלות ההון, לרבות עלות ההון כפי שהוערכה על ידי פרופסור רביב ופרופסור טלמור. האם ניתן היה לצפות את ה"קפיצה" שנצפתה על ידי רביב וטלמור? תשובתי על כך בשלילה.

ההנחה שרווחיות הבנקים תעלה היתה הנחה סבירה ואני מוכנה כאמור לקבל שהבנקאים הניחו שיפור סביר. היא היתה סבירה משום שהשלטון המרכזי לא היה מאפשר, לאורך זמן, לבנקים המרכזיים להיות במצב הרווחיות הגרוע כפי שהיה בתקופת הוויסות. אך גם היפוכו של דבר נכון - השלטון המרכזי לא היה מאפשר לבנקים רווחיות בלתי סבירה. הזכרנו כבר מפי פרופסור ברנע שהרשויות לא היו נותנות לבנקים להפסיד לאורך זמן אך גם לא היו מאפשרות רווחיות גבוהה מידי. אותו רעיון נמצא גם בחקירתו הנגדית של פרופסור רביב.

פרופסור רביב הסכים שהמצב הקיים בשנת 1983 היה מצב גרוע, ההנחה היתה שמצב כזה לא יכול היה להמשך, לא הבנקים, לא השלטונות ולא משקיעי החוץ היו מאפשרים זאת, והרשויות יכולות להשפיע על כך שהרווחיות תהיה

סבירה (24305-24302). עוד הסכים שהרשויות היו מאפשרות רווחיות סבירה, אך לא רווחיות מעל לנורמלי או רווחיות פנומנלית לאורך שנים (24321).

אני קובעת כי זאת, ואך זאת - ניתן היה לצפות: רווחיות סבירה שאיננה רווחיות חריגה. כשנדון בחוות הדעת של פרופסור רביב ופרופסור טלמור נראה עד כמה קשה היתה בעת הרלוונטית האמידה של הפרמטרים המשפיעים על הרווחיות, ושל קשרי הגומלין שבין הפרמטרים. נראה כי בהערכת תזרים המזומנים העתידי של הבנקים בנסיבות הזמן הרלוונטי יש כל כך הרבה משתנים בלתי ידועים, ויחסי גומלין בין הפרמטרים שקשים לאמידה כך ששוני באחד מהם מעלה או מוריד את ערך הבנקים באופן דרסטי. לא בכדי לא הוצג לי שום משמך מזמן אמת שהעריך בנקים או פירמות אחרות בצורת הערכה דומה לזו של פרופסור רביב או טלמור. טול את נושא המסוי (לאחר שנכנס כבר לתקפו במהלך התקופה הרלוונטית חוק המסוי בתנאי אינפלציה). אך מובן הוא שכל הורדה של נטל המס מעלה במישרין את תזרים המזומנים הצפוי. מי נביא וידע מה יהיה המס העתידי?

נחזור לכך כאמור אגב דיון בחוות הדעת של ההגנה.

פרופסור בן חורין השתמש בחוות דעתו במודל גורדון תוך שציין, והדברים כבר צוטטו שזהו מודל מקובל לאמידת שווי מניות ועלות הון של חברות שירות ציבורי כגון קביעת תעריפי חשמל טלפון וגז בארה"ב הנעשית על בסיס של הכנסות שיאפשרו לפירמה לקבל תשואה בגובה עלות ההון. אכן, יש דמיון לא מבוטל בין הבנקאות של אותה תקופה בישראל וחברות מן הסוג הנזכר. בנק הפועלים, בתשובתו לאישום ציין זאת במפורש. הדמיון הוא בכך שלרשויות השלטון - לפי עדויות כל המומחים שבפני - מעמד מרכזי בעיצוב הפרמטרים המשפיעים על רווחיות הבנקים. אכן - הרווחיות איננה מוכתבת. ישנה חשיבות לניהול טוב, התייעלות וכיוצא באלו, אך אותה

השפעה מכרעת של השלטון המרכזי, שהיא ביסוד הטענה שניתן היה לצפות שהרווחיות לא תשאר גרועה כפי שהיתה, היא גם ביסוד המסקנה ההפוכה - שלא תתאפשר רווחיות בלתי סבירה.

נזכיר כאן כי ד"ר גולדנברג הציע לפרופסור בן חורין, וזה האחרון הסכים שלהחלטות הרשויות יכולה להיות השפעה ניכרת על רווחיות המערכת הבנקאית (ע"מ 4479). אכן, כך היו פני הדברים בתקופה הרלוונטית, אך הדבר פועל לשני הכיוונים.

נחדד עוד את השנוי באמת במחלוקת: הצדדים הביאו נתונים לרוב בענין מכפילי הרווח ומכפילים נכסיים כדי להוכיח קיומם של מכפילי רווח גבוהים. לענין מכפיל הרווח מציין פרופסור רביב בחוות דעתו (ע"מ 27) כי בבנקאות האמריקאית המסחרית ובחברות ברוקרים ושרותי השקעות אמריקאיות קיימים מכפילים גבוהים או שליליים, המכפילים אינם יציבים והם משתנים לאורך זמן ואחוז השינוי גבוה במיוחד בבנקים וחברות בעלי מכפילים גבוהים. המכפיל בבנקים המסחרים ובחברות ברוקרים מבטא צפיות בעתיד לגבי רווחיות. רווחי בנקים בעלי מכפילים גבוהים עלו בשיעור גבוה יותר מאשר אלו של בנקים בעלי מכפילים נמוכים. הוא מפרט, בעמודים 32-36 לחוות הדעת נתוח של מכפילי הרווח ומציין כי "מכפיל גבוה אינו מצביע בהכרח על קיומו של נתק בין ערך השוק והשווי הכלכלי של הבנק. בדרך כלל הפירוש שניתן למכפיל גבוה הוא כי קיימת צפיה לגידול ברווחיות בעתיד. המחיר, המשקף צפיה זו, גבוה ביחס לרווחיות הנוכחית...". בדומה, לענין המכפיל הנכסי, בנתוח שבעמודים 44-48 הוא מציין כי "נתוני המדגם והדוגמאות ממחישים את העובדה כי בשוק המניות האמריקאי, המקובל כשוק יעיל, קיימים בנקים בעלי מכפילים גדולים מ-1, ויש ביניהם בנקים גדולים וידועים. פרופסור ברנע טען בעדותו

שמתודולגיה מחקרית לא צריכה להתייחס למקרים שאינם המקרה הממוצע ושאותם כינה

"צימוקים" (פרוטוקול ע"מ 4563). אני חולק על דעתו. מכיוון שאיננו עוסקים

במחקר, השאלה הרלוונטית שעומדת על הפרק היא האם ניתן לראות במכפיל גבוה מ-1 הוכחה לנתק בין השווי הכלכלי וערך המניות בשוק, אם התשובה היא חיובית הרי המסקנה האבסורדית היא שבכל אחד מהבנקים שהוזכרו לעיל קיים נתק. לפי דעתי נקבעים על פי פוטנציאל רווחיות עתידית ויכולים בהחלט להיות גבוהים (או נמוכים) מהשווי הנכסי החשבונאי".

נתונים דומים בענין מכפילים גבוהים ישנם בחוות הדעת של טלמור.

אני חוששת שטיעון זה יש בו מידה לא קטנה של התפרצות לדלת פתוחה לאחר חקירותיהם הנגדיות של מומחי התביעה. נזכיר כי פרופסור ברנע הסכים שבהחלט אפשרי שהיחס בין ערך השוק והערך הנכסי יהיה גבוה מ-1 וערך השוק יהיה סביר משום שהרווחיות הצפויה היא מאוד מאוד גבוהה - 4549-4550, וראה גם 4528, רעיון דומה הובע ע"י בן חורין. אין מחלוקת על כך שבשוק חפשי מכפילים גבוהים מוסברים בצפיות המשקיעים לרווחיות. עד כאן - לענין ההתפרצות לדלת הפתוחה. מה שחשוב מזה - הטיעון מחמיץ את ההבחנה בין שוק חפשי ושוק מווסת. בשוק חפשי - לשיטתו של פרופסור בן חורין - כלל אין נתק, וזה מתוך ההגדרה. אך בענייננו מחירי השוק עוצבו במידה רבה, ובפרט בתקופות של הצעים על ידי המווסתים. לא ניתן ללמוד מהם על צפיות של משקיעים לרווחיות גבוהה. מי שצריך "להצדיק" איפוא את שערי המניות בבית המשפט הם המווסתים עצמם. הם שהיו צריכים להבהיר באיזה אופן "הרשו" למניות לעלות כפי שעלו תוך הערכה ששווי השוק משקף ערכים כלכליים. כפי שהראתי - לא כך חשבו בזמן אמת. כפי שאראה - אין לקבוע כך על יסוד דברי המומחים מטעמם.

כאן המקום גם להזכיר את עדותו של פרופסור לב שהוגשה בהסכמה ת/222. פרופסור לב הזכיר כנס סגור בו הופיע בפני ראשי מערכת הבנקאות (למעט מר לוינסון). כנס סגור זה זומן לאחר שהוא אמר למר יפת באחד מימי העיון שמטריד אותו שהבנקים לא מגיבים על הטענות בימי העיון (בענין ניפוח מחירי המניות והנתק). מר יפת אמר כי הבנקאים אינם נוהגים להתוכח מעל דפי העתונות, אבל יגיבו בפגישה סגורה. בעקבות זאת התקיים כנס סגור במשרדי בנק דיסקונט בסוף 1980 בו השתתפו ארבעים - חמישים איש. על מפגש זה מספר פרופסור לב:

"...אחת ההערות שהיתה שם, ואני לא יודע אם להתייחס, אני לא זוכר מי אמר אותה, לא ידעתי אם להתייחס אליה כאל בדיחה או ברצינות. קם שם אדם ואמר תראה אתם הרי באוניברסיטה מלמדים שערך המניות, מחיר המניות בשוק משקף את העתיד, אתה בא ומראה לנו לגבי העבר, יכול להיות שהשוק כל כך אופטימי לגבי עתיד הבנקים שלכן מחירים עולה וגואה במשך הזמן, כאמור לא ידעתי אם הוא התכוון כהלצה לזה או ברצינות"

(עמ' 665 לעדותו בועדת החקירה שהוגשה כחלק מת/222).

ובעדותו במשטרה אמר: "ההערכה שהושמעה בפגישה (יתכן ומדובר, בהקשר בפגישה מאוחרת יותר עם בנק לאומי) כלפי תאוריה מימונית מחירי מניות משקפים צפיות המשקיעים לרווחיות עתידית אינם רלוונטיים למקרה זה מאחר והבנקים עצמם התערבו במסחר ובכך מנעו קיומו של שוק חפשי שבו נכונה התאוריה המימונית".

הבנקים מנעו מכוחות השוק לפעול בכיוון של הורדת מחירים. המחירים שהיו למניות

בפועל עוצבו על ידי מנגנון הויסות, אף שכאמור הבנקים איבדו

לעתים שליטה. את ה"הצדקה" למכפילים הגבוהים שהיו בפועל הם שצריכים "לספק",

ולו ברמה של העלאת ספק סביר. העובדה שישנם בשוק חפשי מכפילים גבוהים המוסברים בתורת המימון על ידי צפיות של המשקיעים בענין רווחיות גבוהה איננה מסייעת בידם, משום שלא זה המקרה שבפנינו. את שערי המניות בשוק חפשי אין מי שצריך "להצדיק". לא כך הוא לגבי מי שטוען ששעריהן של מניות מווסתות תאמו ערכים כלכליים.

מתבקשות שתי הערות נוספות:

צוטט לעתים בסכומי הצדדים קטע ממאמר שכתב פרופסור ברנע, נ/98 ד בו נאמר, לגבי הבורסה בישראל ככלל כי יחסי המחירים שנקבעו בבורסה לקראת סוף 1982 אינם בני הסבר באמצעות מודלים כלכליים הקובעים את ערך המניה כפונקציה של הרווחיות וערכם הנכסי. פרופסור ברנע הסביר בחקירתו קטע זה והבהיר כי יש במאמר זה רמז למניפולציה במחירי המניות בשנת 1982 (ע"מ 4616 ואילך).

ההערה האחרת נוגעת למכפילים בפועל בבנקאות האמריקאית. כל המומחים עמדו על מגבלות שונות שיש בהשוואה זו. הראתי לעיל את נתוניו של פרופסור בן חורין שאף שהוא מזכיר את הבנקאות האמריקאית - אין הוא גוזר ממנה את מסקנותיו בענין המכפילים הנורמטיביים.

הערה נוספת מכוונת אל קבוצת דיסקונט - קשה לקבל גישה מזלזלת כלפי שיטת

המכפילים כמבחינים "פרימיטיביים" ממי שבזמן אמת שמו עליהם דגש רב. נזכיר כאן

את דברי רפאל רקנאטי בישיבת הועדה המיעצת של בנק ישראל מיום 4.7.83 (נ/13) "אנו משתדלים להחדיר בצבור הבנה של מאזן ומכפיל". הבנק פירסם בזמן אמת רשימות מכפילים (ראה נ/414 ד "מבט לבורסה"; שיטת החישוב כאן שונה, ולא נרחיב).

נפנה להערכות השווי של מומחי ההגנה ונחזור ל"עמת" אותן מול שיטות המכפילים.

הערכת השווי של בנק דיסקונט על ידי פרופסור רביב

שמוש של פרופסור רביב הוזכר כבר רבות בעיקר אגב הדיון בעקרונות הכלליים להערכת שווי. עתה נעסוק בהערכת השווי של בנק דיסקונט על ידו, בחוות דעתו נ/218 ד.

בבקשה למתן חוות דעת שהועלתה פורמלית על הכתב במכתב נספח 1 לחוות הדעת, ציין ד"ר גולדנברג את טענת המאשימה לפיה שווי השוק של הבנק ב-6.10.83 היה 759 מיליון דולר (בקרוב), פורטו טענות המאשימה בתמצית והמומחה נתבקש לחוות דעה בשאלות הבאות:

"האם ניתן לקבוע - לפי האינפורמציה הצבורית (שהייתה קיימת עד ראשית חודש

אוקטובר 1983) - שערך השוק של מניות בנק דיסקונט בראשית אוקטובר 83, היה גבוה מהתחום הסביר של השווי הכלכלי של המניות באותה עת? ובתוך כך, האם עוד כמה - גישותיהם של פרופסור בן חורין ופרופסור אמיר ברנע והערכותיהם ישימות לצורך השאלה האמורה".

שיטת הערכת השווי בה פרופסור רביב היא שיטת היוון זרמי המזומנים הצפויים. בהקדמה לחוות דעתו ציין כי תחזיות משתני המודל גובשו על סמך נתונים פומביים שהיו קיימים באותה עת לגבי המגמות המקרו כלכליות, המגמות בענף הבנקאות ונתוני בנק דיסקונט. ההערכה שהתקבלה על ידי הצבת הערכים שנאמדו הינה כ-690 מיליון דולר. עוד ציין כי בהיות ההערכה מבוססת על מספר רב של אמדנים קיימת אפשרות שמנתחים שונים יחלקו על האומדן הנקודתי של המשתנים, ועל כן ערך "מבחיני רגישות" שהעלו כי 50% מהמנתחים היו מגיעים להערכה בתחום של 637-734.

מליון דולר ו-90% מהמנתחים היו מגיעים להערכה בתחום של 565-805 מליון דולר.

הוא מסכם במסקנה:

"על סמך תוצאות אילו אני מגיע למסקנה כי אין מקום לטענה לפיה שווי מניות

בנק דיסקונט בבורסה בתאריך 30.9.83 חרג מהתחום הסביר של הערך הכלכלי."

בחקירתו הבהיר כי בהנחה שלא היה ויסות ב-30.9.83 השוק היה "נותן לבנק" מחיר של 690 מליון דולר (עמ' 23955).

אציין כאן כי במהלך החקירות הועלו בפניו הצעות שונות על ידי עו"ד לדור, ולאחר ימים של חקירות מסקנתו היתה ששווי הבנק היה 700 מליון דולר. לא נעמוד על כל גלגוליו של מספר אחרון זה בו נקב.

הערכת שווי הבנק מצויה בפרק ה' של חוות הדעת.

נזכיר כמה עקרונות של חוות דעתו:

1. הסתמכות על נתונים פומביים בלבד (אינפורמציה צבורית).

הזכרתי לעיל כי במהלך פרשת ההגנה הועלתה לעיתים טענה לפיה יש להעריך את הבנק גם על סמך אינפורמציה פנימית. לטענה זו לא היה "גבוי" בחוות דעתו של פרופסור רביב, ובצדק. מטרת ההערכה בענייננו, ועוד נשוב לכך, היא לקבוע מה השוק החפשי היה "נותן" למניות הבנק. הזכרנו לעיל את דוקטרינת השוק היעיל על שלוש הורסיות שלה, וציינו כי מקובל לחשוב שמחירי המניה בשוק חפשי משקפים את האינפורמציה הצבורית על פי הורסיה החצי חזקה (לאמור - למעט אינפורמציה פנים). נציין כאן במאמר מוסגר שלעיתים אינפורמציה פנים עשויה להיות רלוונטית להערכת שווי של מניות: הכל תלוי בהקשר ההערכה. כשמטרת ההערכה היא למשל לפצות בעלי מניות מיעוט על חלקם בחברה נושא שעוד נשוב אליו ישנה חשיבות

גם לנתונים מתוך הפירמה, ובהערכת תזרים המזומנים הצפוי נכון בנסיבות כאלה להביאם בחשבון. לא כן בענייננו. אני סבורה כי פרופסור רביב צדק בכך שבהקשר שבו עסקין יש להתעלם מאינפורמציה פנים, וקו אחר שהשתמע במהלך חקירת מומחי המאשימה על ידי באי כח ההגנה - איננו נכון (ראה בחקירתו של רביב, עמ' 24398).

פרופסור רביב הבהיר בחקירתו כי לכאורה אינפורמציה צבורית כוללת כל מה שנמצא בספריות, במשרדים רשמיים הפתוחים לקהל ועוד, אך במחקרים נמצא לעיתים אינפורמציה שהיתה מצויה במשרדים נגישים לקהל של חברות צבוריות בורסאיות, ולמרבית הפלא לא השתקפה במחיר (24605). מסתבר כי פרופסור רביב עצמו לא תמיד "עלה" על כך האינפורמציה הצבורית. באופן ספציפי נזכיר לענין זה להלן הודעה שמסר הבנק לענין הדו"ח החצי שנתי של שנת 1983, הודעה שלא היתה בידיעתו של המומחה של הבנק. נעיר כאן במאמר מוסגר כי נראה שב"דוחות המידיים", שהיו פתוחים לקהל, לא נעשה שימוש אינטנסיבי.

2. התעלמות מנתוני post-ex

העקרון שבוטא בחוות דעתו של פרופסור רביב הוא שיש לשחזר את תהליך ההערכה כפי שהיה עושה זאת מנתח פיננסי על פי נתונים שעמדו לרשותו בזמן אמת, לפיכך נמנע, כך טען מלהשתמש במידע שהתברר בדיעבד.

נציין כאן במאמר מוסגר כי פרקליטי ההגנה השונים פסחו על שתי הסעיפים לעיתים בענין משמעות הנתונים שהתבררו בדיעבד. נזכיר עוד באופן ספציפי לענין זה את חוות דעתו של פרופסור טלמור כשנתח אותה. אינני רואה צורך לעסוק כאן בפרטי ההסטוריה של אותה פסיחה על שתי הסעיפים. כללית אציין כי אינני סבורה שנתונים של מה שאירע ב"עתיד"

(לאחר ה-6/10/83) הוצגו תמיד רק כדי לנתח עקרונות, להבדיל מאשר הבאת הנתונים כראיה לתוכנם. לעיתים הובאו ע"י פרקליטי ההגנה נתונים מן ה"עתיד", דהיינו מה שארע לאחר ה-6.10.83, כשסינגור סבר שהבאת נתונים אלה "נוחה" למרשיו. הענין נעשה באופן בולט בחוות הדעת של טלמור, ולכך כאמור אשוב. בסיכומים נקטו אחדים מן הפרקליטים - ולעיתים לא בכדי - עמדה לפיה יש להתעלם לצורך קביעת קיומו או העדרו של "נתק", ממה שארע לאחר ה-6.10.83. ציינתי כי "לא בכדי" משום שבראיות הוזכרה לא אחת העובדה שהבנקים שבהסדר מועמדים כיום למכירה. עובדה זו כשלעצמה איננה פועלת, "לטובת" הבנקים הנאשמים, ולא ניתן להסתמך על נתוני "עתיד" חלקיים בלבד. עו"ד ארנון, בא כח בנק המזרחי הזכיר בסיכומיו כי לבית המשפט לא הוקנו בראיות הכלים המתאימים לנתח את מה שארע בדיעבד. לכך אני מסכימה, אך לא ניתן לעשות "סלקציה" של נתוני העתיד ולברור את הנתונים הנוחים לבנקים תוך התעלמות מהנתונים המדברים, לכאורה, נגדם.

אינני רואה צורך לקבוע מסמרות בשאלה הכללית האם לעולם לצורך הערכת שווי נכס

למועד מסויים אין להתחשב בנתוני ה"עתיד". כללית אומר כי התשובה לשאלה זו יכולה להיות קשורה במטרת ההערכה, ומטרת ההערכה הן שונות ומגוונות ועוד נעמוד על כך. בענייננו אני סבורה שגישתו העקרונית של פרופסור רביב היא הגישה הנכונה, ושני טעמים לדבר, שדי בכל אחד מהם כשלעצמו כדי להצדיק יישומה בענייננו.

הטעם האחד נעוץ במטרה הספציפית של ההערכת השווי בענייננו. כל המודלים בהם השתמשו המומחים נועדו להעריך מה השוק החופשי היה "נותן" למניות בזמן אמת. לכוחות השוק החפשי לא היו בזמן אמת נתונים בדבר העתיד, אלא רק - וככל שהיו - תחזיות אפשריות.

רביב הביא כדוגמא מקרה בו צוות העריך עבור חברה יצרנית נשק שמכירותיה ירדו

באחוזים מסוימים משך כמה שנים, אך לפני מסירת הערכותיו שמעו בחדשות על

ההפיכה כנגד גורבצוב, דבר שגרם להם לשנות את ההערכותיהם. אילו היתה ההפיכה רק לאחר מסירת חוות הדעת - אין פירוש הדברים שההערכה לשעתה לא היתה נכונה (23992-23993). נכון הוא להשתמש

בהערכות וצפיות שהיו בזמן אמת, כאשר לעיתים דברים שנאמרו במועד מאוחר למועד ההערכה הינם ראייה למה שפלוני או אלמוני חשב בזמן אמת.

הטעם השני נעוץ בסוג ההליך - משפט פלילי. את טיבו של ההליך אין לשכוח אף לרגע גם כשעוסקים ב"מודלים", "נוסחאות" וכל כיוצא באלו. אנו בודקים את מצב דעתם של הנאשמים בזמן אמת, ואף הם לא נתברכו בתכונות הנבואה. כאן יש לעמוד על חדוד מסויים:

הזכרתי כבר כי הנאשמים לא ערכו (ככל הידוע) בזמן אמת שום הערכת שווי מסוג

אלה שהוגשו לימים במשפט. הערכות שווי הוגשו במשפט כדי לקעקע חלק מן העובדות המגבשות את האקטוס ראוס של העבירה. אילו הסתבר בדיעבד ששוויים של הבנקים הוא אכן כנטען על יד, דהיינו שמומחי המאשימה טועים לכאורה טעות גסה אינני שוללת את האפשרות שבמשפט פלילי מותר היה לנאשמים להביא זאת כאנדיקציה למצב בזמן אמת, לצורך שלילת האקטוס ראוס. המאשימה אינה יכולה, במשפט פלילי להוכיח את ארועי זמן אמת באמצעות ה"עתידי". היא ומומחיה גם לא ניסו לעשות זאת. לעתים "נגרר" בא כוח המאשימה על ידי הנאשמים אל ה"עתידי", אך הדבר היה בתגובה לטענות מסוג: תראה מה טוב היה מצב הבנק ב"עתידי". גם השיבו. מה שאין הנאשמים יכולים לעשות הוא "לפצל" את העתיד. ליטול ממנו נתונים "נוחים", ולהתעלם ממה שאיננו נוח. לפחות

לא ניתן לעשות כך באופן של בחירה סלקטיבית ללא הסבר מניח את הדעת. לכך

נחזור לענין חוות דעתו של טלמור.

כשלעצמי אני סבורה שעלי לעצום בנסיבות הענין את עיני, בענין ה"נתק" ממה

שארע לאחר ה-6.10.83. כדי למנוע אי הבנה אבהיר כי אינני עוצמת את עיני,

ונתתי לכך ביטוי בהקשר אחר לענין עמדות שנקטו הנאשמים בזמן אמת לענין הצטרפות להסדר או תחולת ההסדר. אלו הן ראיות רלוונטיות וקבילות להבנת מחשבותיהם של נאשמים בזמן אמת. ככלל מותר להביא ראיות ממה שארע לאחר ה-6.10.83 כראיה למה שסבר פלוני או אלמוני בזמן אמת. אני מתעלמת מן הנתונים בענין מה שעלה בגורלם של הבנקים, לרבות רווחיותם, לאחר ההסדר.

חריג לענין זה אני חייבת לעשות - שלא ברצוני - לענין בנק לאומי. אני חייבת לעשות כן משום שבעוד אשר אצל פרופסור רביב ניתן פשוט להתעלם (כפי שאעשה) מקטעים בהם "התפתה" כלשונו - הוא לפזול אל העתיד, לא ניתן לעשות כן לגבי פרופסור טלמור. אצל פרופסור טלמור נתונים (סלקטיביים) מן העתיד יחד עם השוואה עם הבנקאות האמריקאית (שכפי שאראה להלן אין לקבל אותה) הם לב חוות הדעת. בלא נתוני ה-post-ex למעשה לבנק לאומי חוות דעת של מומחה. אני עושה כן שלא ברצוני כאמור, משום שאני סבורה שפרופסור רביב צודק בגישתו העקרונית.

מלאכה זו של התעלמות מנתוני ה"עתידי" שהיא השיטה בה דגל פרופסור רביב היא מלאכה שבת המשפט מורגלים בה: כדוגמה אביא את הנושא של הערכת שווים של מקרקעין מופקעים ל"יום הקובע" תוך הבאה בחשבון של צפיות מזמן אמת, ותוך התעלמות מהתרחשויות שלאחר ה"יום הקובע" (ראה קמר, דיני הפקעת מקרקעין (מהדורה רביעית) עמודים 220 ואילך).

צינתי כי פרופסור רביב הציע להתעלם מנתוני ה"עתידי". הוא עצמו לא תמיד נהג

כך, לא בחוות דעתו, ולא בעדותו. דוגמה בולטת לכך תמצא בהערה 2 בעמוד 78

לחוות דעתו בענין השוואה בינלאומית של המרווח הפיננסי הממוצע בשנים 84'-88

כפי שפורסמה בדו"ח משנת 1990, או נספח ה-2 לחוות דעתו - טבלה בענין שעורי

המס על מוסדות כספיים בשנים 1981-1992. דוגמה אחרת היא נסיון שנעשה ביוזמתו בשלבים מסוימים של עדותו "לחלץ" את שווי בנק דיסקונט לעת עדותו על פי שווי השוק של מניות אי.די.בי. (שנמכרה במהלך המשפט) תוך ציון ששווי הבנק היום הוא 3.1 מיליארד שקל! גם מנסיון זה חזר בו. פרופסור רביב ציין בחקירתו כי "התפתה" לעתים "לפזול" לעתיד, אך יש להתעלם מכך. לדידי קשה לי להסתפק בהסבר זה הנוגד את שיטתו של המומחה. מומחה איננו אמור "להתפתות", ובודאי לא ביוזמתו שלו, בעדות בכתב, בלי שנגרר לכך על ידי שאלות. קשה לי לקבל את ההסבר, אך אני מאמצת בעניינינו את השיטה. מטעם זה לא אזכיר כאן אפילו ויכוחים שונים שהתעוררו לעיתים לגבי נתוני ה"עתידי" כגון משמעותם של נתונים סותרים לכאורה שפירסם בנק ישראל לגבי המרווח הפיננסי.

השיטה עצמה

שיטתו של פרופסור רביב היא קביעת שווי הבנק לפי תזרים המזומנים המהווים הצפוי. כבר הזכרתי כי מקדם ההוון (עלות ההון) אותו אמד בחוות דעתו הוא 7%, ובמהלך החקירה שינה את המקדם ל-7.6%.

בעמוד 58 של חוות הדעת מפרט המומחה את הפרטים אותם יש להביא בחשבון ליזכות ולחובה כדי להגיע לזרים המזומנים לאחר מס, כשהעקרון הוא חישוב ההכנסות בנכוי ההוצאות. כפי שכבר הוזכר ישנו אומדן מפורט לחמש ורבע שנים (אופק החיזוי המפורט). לאחר מכן הנחת המודל היא ההנחה השמרנית לפיה לא תהיה תוספת ערך. (ודוק: לא תהיה תוספת ערך אין

משמעותו שלא תהיה רווחיות. עמדנו כבר על ענין זה). לאחר מכן מזכיר המומחה

פרסומים פומביים שונים לגבי מגמות כלליות במשק ובבנקאות.

לפני שאכנס לאומדן גופו מתבקשות תחילה כמה הערות כלליות:

כזכור לא ערכו מומחי המאשימה הערכה משלהם בדבר תזרים המזומנים הצפוי. שיטתם

לקביעת "נתק" היתה אחרת. ישנן טענות שונות שהעלה עו"ד לדור בחקירתו - ואין בכוונתי להכנס אליהן, בהן העובדה שאין בפני חוות דעת מול חוות דעת משאירה הערכות כאלה ואחרות של פרופסור רביב בלתי מעוררות, בין אם הערכותיו נכונות, ובין אם יש ממש בבקורת זו או אחרת שמתח עו"ד לדור. כדוגמא בלבד לנושא כזה אזכיר נושא עליו שם עו"ד לדור דגש רב לצורך בקשתו לפסול את חוות הדעת והוא הנושא של התקופה שלאחר אופק החיזוי המפורט. מקובל עלי שזהו נושא רב משמעות מבחינה כספית, אך אני סבורה שלא יהיה זה נכון "להתמודד" עם נושא זה בלא שיש בפני שתי חוות דעת של מומחים. היו עניינים לא מעטים אחרים, שלא אעמוד על פרטיהם, בהם העדר חוות דעת נגדית, או העדר תשתית עובדתית מספקת מונעים את האפשרות לקביעת ממצא. עניינים אחרים - חשיבותם זניחה, ולא אכנס אליהם. למרות כל האמור לעיל בענין נושאים שלא יהיה זה נכון להתמודד עימם בהעדר חוות דעת נגדית - אינני מוכנה לקבל את הערכת השווי של פרופסור רביב בכללותה, ואצביע להלן על כמה בעיות בסיסיות שמעוררת חוות הדעת.

נתוני הבסיס לאומדן נוגעים לשנת 1982, ופרופסור רביב מציב בעמוד 76 לחוות

דעתו את נתוניה של שנה זו, המשמשת שנת בסיס במודל ההערכה. כאן מתבקשות כמה

הבהרות:

הנתונים המתואמים שהיו לעד לגבי שנת 82' היו מוגבלים מאוד. הנתונים המתואמים שהיו ברשותו של פרופסור רביב מסומנים, בעמוד 76 באות 2, והם נלקחו מהמאזן כמות שהם. נתונים אחרים (המסומנים שם במספר 4) היו

טעונים אומדן, והתאמה לאינפלציה.

אל השורה ה"ראשונה" הנוגעת ל"הכנסות מימון, נטו" מגיעים בדרך חשבונאית, דהיינו "מחלצים" אותה מתוך הנתונים המופיעים אחריה בטבלה שבעמוד 76. העד הסכים כי שינוי באומדן לגבי נתונים שאומדים אותם יביא גם לשינוי בפרמטר של הכנסות מימון, נטו (ראה עמודים 24402-24407). זוהי תוצאה חשבונאית מתחייבת.

במהלך חקירתו של פרופסור רביב חלק עו"ד לדור על שיטת ההתאמה למדד של אותם נתונים שסומנו שם במספר 4. אין לי צורך לעמוד כאן על המחלוקת ופרטיה מהטעם הפשוט שלאחר שפרופסור רביב שקל את שאלותיו של מר לדור, הוא הודיע בישיבה שלמחרת הצגת השאלה (עמוד 24577) שהוא מסכים לשיטת המידוד שהוצעה לו (בקצרה - התאמה ל"מדד ממוצע"). החישוב המתוקן מביא לשינויים שונים ובהם שינוי ב"שורה הראשונה" של עמוד 76. על פי נתוני השורה הראשונה העוסקת ב"מרווח הפיננסי" שהוא הפריט המרכזי בהכנסותיו של בנק הניח פרופסור רביב בחוות דעתו, לפני שהסכים לשינוי - שהמרווח בפועל בשנת 1982 היה של 2.2%. השינוי בנושא שיטת המדוד מביא למסקנה שהמרווח בפועל על פי דרך החישוב של פרופסור רביב היה 2.0% (עמוד 24608).

כאן יש לעצור ולהסביר: שינוי המרווח הפיננסי מ-2.0% ל-2.2% אחוז נראה, לכאורה, ענין קל ערך. הדבר אינו כך כלל ועיקר. בחוות דעתו (עמודים 78-79) אמד פרופסור רביב את המרווח הפיננסי הצפוי המשוקלל דהיינו אומדן של המרווח בכל תחומי הפעילות של הבנק יחד. למעשה אין המדובר במספר אחד, אלא בשקלול של כמה מספרים הנוגעים למגזרי פעילות שונים - סניף הבנק בניו-יורק, המירווח בהלוואות פרטיות, המרווח ב"תווך" בין מקבלי האשראי והממשלה, ועוד. פרופסור רביב ציין כי על

סמך הנתונים ההיסטוריים והצפיות לעלית המרווח שהיו קיימות באותה עת, הוא

אומד את המרווח הפיננסי הצפוי ב-2.4% והנחתו היא כי מרווח זה הינו בתחום

2.6% -2.2% בסבירות גבוהה (99%). רק כדי להדגים את המשמעות של מה שנחזו

כסטיות של מה בכך בהערכות בענין המרווח הפיננסי: אם המרווח הוא בגבול התחתון של ההערכה "יורד" שווי הבנק מ-690 מליון דולר לבערך 530 מליון דולר! (ראה ת/471, עמ' 24534). אם לעומת זאת

נניח שהמרווח הפיננסי יהיה מכאן ולהבא כפי שהיה בשנת 82' בפועל (2.0) שווי הבנק הוא רק 425 מיליון דולר (24614). אלו הדגמות למידת ההשפעה שיש לשינויים קלים לכאורה במרווח הפיננסי על שווי של הבנק. אין בכך פלא: הבנק "מתפרנס" מן המרווח הפיננסי ומהכנסות מעמלות. נעצור כאן ונבהיר כי התביעה איננה חולקת על כך שהמרווח הפיננסי היה עתיד לעלות. טענתה היא - ועל כך נעמוד - שפרופסור רביב התעלם מהיחס שבין עליה צפויה זו לבין השתנותם של פרמטרים אחרים בהערכה. המספרים שזכרו לעיל באים פשוט, להדגים, מה המשמעות הכספית של שינויים, זניחים לכאורה של שברי אחוזים. נחזור עתה לנתוני שנת הבסיס.

מסתבר שעקב שינוי "שיטת המידוד" לה הסכים פרופסור רביב שנתון רב משמעות בשנת הבסיס הוא שגוי, ולשגיאה - אם יש משמעות לנתוני שנת הבסיס - משמעות כספית ניכרת. אך שינוי (מוסכם) של שנת הבסיס לא גרם לפרופסור רביב לשנות את הערכותיו, והוא חזר בקטעים שונים של חקירתו (ראה למשל 24611-24612, 24624, 25811 ואילך) על הטענה שישנן עוד אסמכתאות לרעיון שהמרווחים היו אמורים לעלות. מבין האסמכתאות הללו אני "מנטרלת" על פי הסכמתו של פרופסור רביב עצמו, את נתוני ה-post-ex.

אינני חולקת על כך שניתן כעיקרון להגיע למסקנה שהמרווח הפיננסי צפוי להיות

כזה או אחר בלא זיקה לנתוני שנת הבסיס. הדבר אפשרי, אך החקירה בנושא שנת הבסיס העמידה באור נכון את משקלה של שנת הבסיס בכל ההערכה שנעשתה. מודל היוצא משנת בסיס נתונה לגביה העובדות ידועות, ועל בסיס כזה מעריך שינויים צפויים נראה מודל אלגנטי ואטרקטיבי. יש בו ניחוח של "מדעיות". אך אם המסקנות הן שלמרות שישנו משגה לגבי שנת הבסיס בנתון קרדינלי המשגה איננו מביא לשינוי בתוצאות אליהן מגיעים ממילא בדרך אחרת, כל ניחוחה של ה"מדעיות" נמוג. באופן מסוייג הסכים לכך פרופסור רביב בחקירתו (בסבב הנוסף של עדותו, עמוד 25811). וכך השיב לשאלת בית המשפט:

"ש. בשביל מה אני צריכה את כל המתמטיקה הזו שהתחלנו בה, מה היא נותנת לי?"

אם אני מתחילה מהערכת המירווח.

ת. היא מקטינה את האמינות של ההערכה שלי במובן זה שקודם היה לי עוד מרווח

אחד והוא היה גם בפועל אמרתי, ב-"...82'

המומחה נשאל בשלב מסויים שאלה כמעט פרובוקטיבית על ידי עו"ד לדור והיא האם בהנחה שהמרווח בפועל היה 0.5 בשנת הבסיס היתה חוות דעתו משתנה, ועל כך השיב כי תוצאה כזו היתה מביאה לכך שצעדי השיפור יבואו מהר יותר ובצורה חריפה יותר, בנגוד למסקנתו של עורך דין לדור. כאן שאל בא כח המאשימה האם ניתן להבין שגם אם המצב גרוע יותר שווי הבנק לא ישתנה, ואפשר ואף יעלה, ותשובת המומחה היתה: "אמרתי אולי, אמרתי צריך לשקול את השיקול הזה, לא אמרתי בודאות, אני לא יודע". קשה לקבל אפילו את האפשרות אותה לא דחה המומחה על הסף. אכן, אנו עוסקים בתחזיות לגבי תזרים המזומנים העתידי, ולא בתזרים המזומנים של העבר, אך לא בכדי כולל המודל איזושהי נקודת התחלה - קרי - שנת הבסיס. שנת הבסיס כשמה כן היא והיא אמורה להיות "עוגן" להמשך הדרך.

החולשה המרכזית של חוות הדעת היא בכך שפרופסור רביב מתעלם, בעניינים מרכזיים, מכך שהפרמטרים שבחוות הדעת הם "כלים שלובים". לא בכל הקשר התעלם מכך. לענין העמלות הביא בחשבון ירידה בפעילות עקב ירידת הפעילות בבורסה (ראה עמודים 79-80 לחוות הדעת), אך בעניינים שהשפעתם על שווי הבנק היא מכרעת, לא נתן ביטוי לקשרי הגומלין שבין המשתנים.

פרופסור רביב אישר את הרעיון שהוצע לו לפיו ישנם "כלים שלובים" בין הפרמטרים של ההערכה. כך למשל אישר שככל שיצטמצם חלקו של ה"תווך המוסדי" בעסקי הבנק לעומת ההלוואות לצבור כך יגדל המרווח הפיננסי משום שהמרווח בתווך המוסדי קטן הרבה יותר מאשר המרווח המקובל בהלוואות לצבור (עמ' 24678). בחוות דעתו של פרופסור רביב אין כאמור הבחנה בין המרווח הצפוי במגזרים שונים של פעילות הבנק ופרופסור רביב הזכיר כי לא היו לו כלים טובים יותר להבדיל בין המרווח הצפוי בחלקים שונים של הפעילות (עמ' 24687).

לפני שנעמוד על הקשר בין נושא הנכסים המניבים ונושא המרווח הפיננסי נעמוד

תחילה על התחזיות הצפויות בענין הנכסים המניבים.

כפי שמעלה עיון במודל שבעמוד 98 לחוות הדעת צפה פרופסור רביב גידול בנכסים

המניבים של הבנק. בחוות הדעת (עמ' 77) ציין המומחה כי בתחילת שנות ה-80'

עם התפרצות האינפלציה היה גידול מהיר של הנכסים הפיננסיים, וכי סביר להניח

שעליה זו נגרמה על ידי גורמים זמניים ובחיוזי לטווח אורך שעורי הגידול בנכסים מניבים ובאשראי לא יעלו על שעור צמיחת המשק. הוא הראה גם שבארה"ב ישנה כמעט זהות בין עלית התוצר הגלמי המקומי להתפתחות נכסי הבנקים. הצפיה היתה לעליה של

3%-2.5% גידול ראלי של התמ"ג, ורביב העריך, נוכח הגידול המהיר של מערכת הבנקאות בארץ עם תחילת שנות השמונים ששיעור הגידול בנכסים המניבים ויתרת ההלוואות יפגרו אחרי גידול המשק ויהיו 2% לשנה.

בחקירתו הסכים המומחה כי הנכסים המניבים וההלוואות הם בעצם כל נכסי הבנק (עמ' 24642). עוד אישר בהקשר אחר כי בנכסי הבנקים בא לידי ביטוי ניכר הגורם של תווך מוסדי של הבנקים בין הצבור והממשלה, העולה בצורה משמעותית על ההלוואות לצבור (עמ' 249-34932). העד לא בדק האם לפרופורציה כפי שהיתה בישראל בין התווך המוסדי וההלוואות לצבור יש אח ורע בעולם, ובארה"ב לא עסק בנתוח מאזני בנקים (עמ' 24391-24392). העד הסכים גם, ולא נעמוד בפירוט על הגורמים לכך, שבתקופה הרלוונטית היה "נפוח" של המאזן. הוא הכיר גם, אם כי לא בשמה, תופעה המכונה "פמלות" - הצבור הפקיד כסף בבנק, הבנק נתן אותה לאוצר כהלוואה, והאוצר הפקיד את הכסף בבנק, כך שאותם כספים עברו דרך הבנק פעמים וגרמו לגידול חריג (ראה עמודים 24643-24655).

המחלוקת שהעלתה התביעה בחקירותיה היתה בשאלת היקף הנכסים במאזן בעתיד. המומחה הסכים שהיה ניפוח וכי היה צריך לרדת ממנו בהדרגה, ולכן, כך הסביר הניח פגור בעליה אחרי התמ"ג. מה שהוצע למומחה הוא שלא להחיל את תחזית הגידול על התווך המוסדי, שאינו קשור לתמ"ג, אלא רק להלוואות, והמומחה השיב שלא היתה לו אינפורמציה המאפשרת לעשות זאת (ראה עמ' 24673-24677). אך למעשה נמצא בדבריו הסכמה לכך שהעריך שהמאזנים יצטמצמו (עמ' 24667).

נחזור כאן לקשר בין שלושה פרמטרים של הערכה: המרווח הפיננסי, הנכסים המניבים, והחובות המסופקים.

פרופסור רביב התקשה להסביר מהו "המכניזם" הגורם לעלית המרווח. רביב התבטא באומרו כי המכניזם אינו ברור לו, וכי זה ענין של מדיניות ממשלתית, כשהאלטרנטיבה היא לסגור את הבנקים (עמ' 24722-24725).

שאלה זו - כיצד עולה המרווח היא שאלה רבת חשיבות. לענין זה נמצא התייחסות של מומחה התביעה, פרופסור ברנע, בחקירתו הנגדית. לפרופסור ברנע הוצג על ידי עו"ד קנטור "תרגיל" (כך בלשונו של עו"ד קנטור) לענין גידול במרווח הפיננסי.

הוצע לו שהמרווח הפיננסי בבנק לאומי היה 1.13 ועלה, לצורך ה"תרגיל" בחצי אחוז (בהנחות מסוימות נוספות). עליה כזו בחצי אחוז, כך הוצג תביא לעלית שווי הבנק בחמש מאות מליון דולר! על כך הגיב פרופסור ברנע:

"...חצי אחוז נשמע מספר קטן, מה זה בסך הכל חצי אחוז תוספת למרווח ... מה שאתה אומר לי שאם ההכנסות הפיננסיות יגדלו בשליש אז שווי הבנק יגדל בשליש..."

הזכרתי כבר כי לעיתים הביאו הצדדים בפני המומחים נתונים מן העתיד. כך נעשה בהמשך השאלות לענין המרווח הפיננסי. בהמשך לשאלות התאורטיות בדבר משמעות עלית המרווח בפיננסי הוצג לברנע שהמרווח בפועל בבנק לאומי עלה מ-1.13 ל-2.45 בשנת 90, ופרופסור ברנע נשאל האם זה לא היה דבר בלתי סביר באותו זמן לצפות לעליה פי שנים כזו. פרופסור ברנע הגיב, תחילה בתרעומת ובשאלה האם השאלה רצינית, ואז השיב לגופו של ענין:

"...ישנו הבדל גדול בין בנק לאומי בשנת 82' ובנק לאומי בשנת 90'. בשנת 90' קרה מהפכה בבנקאות במהלך שנות ה-80'. ומה היא, ירד המגזר של הפעילות עבור הממשלה ועלה בהרבה המגזר החפשי. כתוצאה מעלית החלק של המגזר החפשי באמת עלה המרווח. כתוצאה מכך עלו ההפרשות לחובות מסופקים. עכשיו נקזו כמובן חלק גדול מהדבר הזה. בשנת 82' לעלות על חצי אחוז שעושה את המרווח, זו משמעות כבירה מכיוון שחלק ניכר מהמאזן היה מושקע בפעולות עבור הממשלה, מרווח מאוד נמוך. זה לא מקרה. זאת אומרת הדברים הם שלובים. כלומר אין ספק שבשנת 90' המרווח יותר גבוה... ותבדוק מה קרה (לחובות מסופקים) ב-82' לעומת 90', שזה מקזז את

הרווח מהמרווח והעובדה שבנק לאומי לא הצליח להגיע לרווחים שאתה צופה באותה מתכונת חיוזי שאתה מדבר..." (עמ' 4674-4675).

פרופסור ברנע עומד כאן איפוא בחקירתו הנגדית על ה"מכניזם" של עלית המרווח, או ליתר דיוק על חלק חשוב ממנו. ה"מרווח" איננו נתון היורד מן השמים. אכן, כפי שהצדדים מזכירים בסיכומיהם פרופסור ברנע הסכים שהיתה צפיה לעלית המרווח. אך ישנם כאן "כלים שלובים" עם צפיה לעלית חלק הפעילות של המגזר החפשי וירידת חלק הפעילות של הממשלה, וכפועל יוצא מכך גם גידול החובות המסופקים.

מכל המומחים שהעידו בפני פרופסור ברנע הוא היחיד שמומחה לבנקאות, והוא מכיר היטב את הבנקאות בישראל. אני מקבלת את האמור בקטע המצוטט של חוות דעתו, וקטע זה כולל הסבר לעלית המרווח שהוא הסכים שהיא צפויה. אין זה נכון סתם כך להשתמש בנתוני ה"עתידי" כפי ש"נתפתה" פרופסור רביב לעשות בעמוד 78 בחוות דעתו בענין המרווח הפיננסי.

פרופסור רביב צפה בד בבד גם גידול במרווח הפיננסי וגם בנכסים המניבים ללא הבחנה בין חלקה של הממשלה וחלק ההלוואות.

נושא עלית המרווח שב ועלה כאמור בסיבוב השני של חקירתו של פרופסור רביב (עמ' 25810-25828) שוב התקשה פרופסור רביב להסביר את ה"מכניזם" של עלית

המרווח, והזכיר בין השאר את מעורבות הרשויות. קשה איפוא לקבל את הערכתו בדבר עליה צפויה של המרווח, כשהיא עומדת במנותק מהשפעת גומלין בפרמטרים רלוונטיים אחרים. במנותק מהשינויים האחרים - אין בפי העד תשובה מניחה את הדעת כיצד אמור היה המרווח לעלות. מבחני הרגישות שערך פרופסור רביב אינם פותרים בעיה זו משום שהם מתייחסים לכל פרמטר בנפרד. בלא בחינה של יחסי הגומלין הרי הגדלה של מרכיב אחד בפני עצמו הופכת להיות מה שכינה עו"ד קנטור בחקירתו את פרופסור ברנע על המרווח הפיננסי "תרגיל".

יתרה מזו: המרווח הפיננסי הכולל הוא תולדה של מרווחים במגזרי פעילות שונים של הבנק (כשלענין זה יש להביא בחשבון גם לענין בנק דיסקונט את בנק דיסקונט ניו-יורק). פרופסור רביב הסביר בחקירתו כי ניסה, בתחילת הדרך לבדוד מגזרי פעילות שונים, והרים ידיים מנסיון זה.

חוששתני שבלא הפרדה כזו - אכן אין הסבר כיצד עולה המרווח הפיננסי, והצבת נתון "אגרגטיבי" של מרווח פיננסי - אין בה כדי לשכנע.

פרופסור רביב אינו עוסק בחוות דעתו כלל ועיקר ב"מגזר" אחר של פעילות הבנק - מגזר הויסות. הויסות איננו נזכר כלל בחוות הדעת. פרופסור רביב גם הבהיר את עמדתו שהויסות איננו רלוונטי לחוות דעתו. בחקירתו התבטא בענין זה בין השאר בעמוד 25832 בו הבהיר כי השאלה ששאל את עצמו "שאלה היפוטטית אם אתה רוצה" היא מה היה שווי הבנק אילמלא הויסות. אני סבורה שאכן, התעלמות מן הויסות הופכת את חוות הדעת במידה רב ל"היפוטטית". הדבר אינו נעוץ בכך שבמועד הקובע לחוות הדעת

(30.9.83) היו לבנק מלאים. אכן, אם אין "נתק" לא יפגעו המניות שבנוסטרו של הבנק, אם ייפסק הויסות (ראה, 24032-24043), ואם - בנגוד לטענתו יש "נתק", והפירמה רוכשת את מניותיה במחיר גבוה מערכן הכלכלי הפירמה מפסידה, והדבר פוגע בבעלי המניות הנשארים וישנה העברת עושר מבעלי המניות הנשארים לטובת היוצאים, או בלשונו (לגבי אפשרות כזו) "גניבה" מבעלי המניות הנשארים (ראה עמ' 24045-24046). אך אפילו המסקנה שהיא מרכז חוות דעתו שאין "נתק" איננה מייתרת את הדיון בויסות. מקובלת עלי הטענה שאם אכן אין "נתק" מתגמדות, יחסית התוצאות של הפסקת הויסות, והערתי כבר שחששותיהם של נאשמים בזמן אמת מהפסקת הויסות ומה שיקרה בעקבותיה אינם מתיישבים עם מצב של העדר נתק. אך גם אם נניח - כפי מסקנתו של פרופסור רביב העדר נתק - לא ניתן היה לדעתי להתעלם כליל מן הויסות.

בבסיס חוות הדעת נמצאים הדוחות הכספיים של שנת 82'. אכן, בדוחות אלו ובאלו שקדמו להם אין שום ביטוי נפרד לפעולת הויסות, ועוד נחזור לכך בענין האישום השלישי. עובדת הויסות היתה עובדה ידועה, שפורסמה בתשקיפים ובעתונות, והיתה בגדר אינפורמציה פומבית; זהו אחד הרכיבים המשפיע, בין אם הויסות נמשך, ובין אם נפסק - על התוצאות העסקיות של הבנק, קרי - על תזרים המזומנים העתידי. זוהי פעילות שאיננה מבטאת את עיסוקו הרגיל של בנק - לקבל כסף ממפקידים ולהלוותו ללווים. מה יעלה בגורל פעילות זו בנצח חייה של הפירמה? האם תישא רווחים? הפסדים? גם בהנחה שבבסיס חוות הדעת שאין "נתק" לא ניתן להתעלם משאלות אלו. כשם שאין הבחנה בחוות הדעת בין מגזרי פעילות שונים אין התייחסות ל"מגזר הויסות". וכל זאת בתקופה בה האינפורמציה הצבורית - העתונות הכלכלית - עוסקת באינטנסיביות רבה, וכבר עמדנו על כך, באפשרות של הפסקה קרובה של הויסות.

אזכיר עוד ענין שחשיבותו הכספית כנראה אינה כל כך גדולה, ואני מזכירה אותו משום שיש בו כדי לאצול על ההתייחסות לחוות הדעת. פרופסור רביב צפה לשנת 1983 רווח של כעשרה מליון דולר. חוות הדעת ניתנת, כאמור, בדיעבד ל- 30.9.83.

בחקירה הנגדית הציג עו"ד לדור למומחה הודעה לעתונות שפירסם הבנק (ת/416) לגבי המאזן החצי שנתי הנומינלי לשנת 83', בו היה הפסד מתואם. פרופסור רביב ציין שלא ראה הודעה זו לעתונות, ועל כן נשאל, האם סביר הוא לאור הודעה זו למחוק את הרווח הצפוי של 10 מליון דולר לשנת 1983. תשובתו הראשונית של רביב היתה כי הפירסום הנזכר יכול להיות אינפורמציה "רעה", או אינפורמציה "נייטרלית", וקשה לראות כיצד ניתן לראות בו אינפורמציה "חיובית" (24341-24354). למחרת חזר לשאלה זו בפתח הישיבה, הבהיר כי היראה בשאלה והוא רוצה לחזור בו מתשובתו הספונטנית. הוא ציין כי אילו היתה ידועה לו האינפורמציה שב-ת/416 בעת מתן חוות דעתו לא רק שלא היה מגיע ל"מינוסים" אלא אולי אף ל"פלוסים", ורק לשם זהירות הוא יאמר שזו אינפורמציה נייטרלית. הוא ביקש גם להסביר "כיצד, פלא הפלאים, הפסד זה פתאום אינפורמציה טובה", והסברו הוא שבפירסום הנזכר מצויין שההפסד נובע מההבדל בין שיעור עלית המניות במחצית הראשונה של השנה, ושיעור פחות השקל. השוואת עלית המדד והדולר במחצית השנה בהשקעה בדולרים מראה הפסדים לעומת השקעה צמודת מדד, אלא שבספטמבר הגלגל התהפך ומי שהשקיע בדולרים - הרוויח. בשל פער הדולר בלבד, ובהתעלם מעניינים אחרים לדיסקונט ניו-יורק יהיה רווח ולכן - בהרהור שני, כך הסביר - אין הוא מוסיף ואין הוא גורע מהערכתו המקורית (עמ' 24361-24370). בענין טענה זו הוצע לעד, והוא קיבל, שיש לבדוק את מאזן ההצמדה הכולל של הבנק שאיננו אינפורמציה

צבורית, אך הוא לא היה מוכן לייחס חשיבות לכך שתגובת הצבור להפסד המתואם המתברר מאותה הודעה תהיה שיש בכך "חדשות רעות". לדבריו השאלה איננה כיצד הצבור היה מגיב למחרת אלא מה יהיה שווי הפירמה. בסופו של דבר הוא טוען כי אין חשיבות לשנת 83' כיוון שמדובר בתוחלת של הפירמה עד אין סוף (עמ' 24373-24383).

אין לי טענה לפרופסור רביב על כך שההודעה ת/416 נעלמה ממנו, לאחר שנים כה רבות, אם כי תמיהה היא מדוע מזמיני חוות הדעת לא הפנו אותו אליה. מה שקשה לקבל הוא שגם לאחר שהתברר לו הנתון - לא היה מוכן לשנות את הערכותיו בענין שנת 1983.

נושא קרדינלי אחר בו אין חוות דעתו של רביב משכנעת הוא נושא הקטנת נטל המס

הסטטוטורי ל-50% (עמ' 85-86 לחוות הדעת), והתלכדות שעורי המס האפקטיבי והמס הסטטוטורי. בתחילה מזכיר פרופסור רביב את נטל המס הכבד שהיה בשנים עברו, כגון שב-79' הגיע שעור המס הראלי ל-116%! הזכרתי כבר שחוק המסוי בתנאי אינפלציה פתר במידה מסויימת - אך לא מלאה בעיה זו, ותחולתו היא מ-82'. אני סבורה שקביעה שהמס האפקטיבי והסטטוטורי יעמדו על 50% איננה יותר מאשר ניחוש, כפי שהתבטא עו"ד לדור. או אם נשאל מן הפסיקה האמריקאית שהזכירו כפי שיפורט באי כח קבוצת דיסקונט בתמיכה לשימוש במודל ה-dcf "ספקולציה". פרופסור רביב נחקר ארוכות בענין זה. בתשובה לטענה שמדובר ב"ניחוש" השיב:

"תראה, כשמגישים עבודה מסוג זה למשקיע פוטנציאלי ומסבירים לו את כל הבעיות בעבודה מהסוג הזה... יש צורך בהערכות ויש צורך באומדנים, יש לשים את האצבע ולהגיד מה אני חושב שיקרה מחר. אין נביא בעירו, כל זה אני מסכים, למרות כל זאת אין דרך להעריך חברה או בנק שלא לעשות תחזית עתידית. ...זה מה שיש. אין כלים

אחרים. אין תאוריה מדעית שאומרת יש לי שיטת ניבוי שהיא מתמטית ותגיד לי מה יהיה מספר זה או אחר בעוד חמש שנים. אין תאוריה כזאת..." (עמודים 25983-25984).

תשובות ברוח זו חזרו ונשנו בכמה הקשרים בחוות דעתו.

אעיר כמה מעתה, ועוד אעמוד על כך ביתר הרחבה שחוות הדעת של רביב איננה בגדר

חוות דעת שניתנת למשקיע, תוך הסברת הסיכונים. חוות הדעת היא, כמובן חוות

דעת הניתנת לבית המשפט. אך העיקר הוא שאין היא ניתנת לצורך "השקעה" אלא היא

בוחנת האם "מותר" היה למוסת להגיע לשערי שוק אליהם הגיע בפועל ב-30.9.83 באמצעות מנגנון הויסות. בכך שונה חוות הדעת של רביב מחוות דעת מסוג אלה שהוא אמון עליהן, כגון חוות דעת לצרכי השקעה. מי שמשקיע, ומקבל הסברים מהמעריך בדבר קשיי הערכה ומחליט להשקיע או לפתוח עסק - פועל על סיכונו. לענין זה עוד נשוב ביתר הרחבה.

כדי לעשות צדק עם פרופסור רביב אעיר כאן כי בתשובה לשאלתי אמר כי אילו פנו אליו בזמן אמת מבנק דיסקונט בבקשה לחוות דעת כלל לא היה ממליץ לווסת, ורק אם כלה ונחרצה עימם לווסת היה ממליץ על הערכות שווי תקופתיות.

אכן, אין נביא בעירו. וכדי להמחיש זאת נפנה למוצג שהוגש לצורך הצגת שאלה במהלך חקירתו של פרופסור בן חורין - 196/ד. זוהי הערכת שווי של פי.אי.סי. - אחת מחברות הבת הגדולות של i.d.b. המוצג איננו ראייה לתכנון, כפי שהדגישו באי כח קבוצת דיסקונט בתוספת לסיכומיהם ששגרו אלי בהסכמת התביעה בעקבות ישיבת סיכומים בע"פ. עם זאת אין הוא שונה לענין זה מהרבה מסמכים אחרים שהוגשו לצורך שאלה שצוטטו על ידי קבוצת דיסקונט בסיכומיה. אינני קובע שהאמור בו נכון וענייני רק בשיטות הערכה בה נקטו כאן. חשיבותו של מסמך זה, אליו עוד נחזור, הוא בכך שזוהי הערכת שווי יחידה מזמן אמת המונחת בפני. כרגע נצביע על ענין

המסוי. בעמוד 48 למסמך זה מצויין כי לא ניתן לנבא את שיעור המס בעתיד בבנקאות! הערכה זו נושאת תאריך 29.9.83, כלומר יום לפני המועד הקובע בהערכתו של פרופסור רביב.

אני רואה חשיבות לכך שעורכי המסמך לא יכלו בזמן אמת לנבא את שיעורי המס העתידיים. בסכומי קבוצת דיסקונט הופנתי לכמה פסקי דין האמריקאיים שבהם נעשתה הערכת שווי לפי שיטת ה-dcf. באי כח קבוצת דיסקונט עמדו גם בהרחבה על התפתחות שחלה במדינת דלוואר שבארה"ב, בה נהגו בעבר בתביעות הערכה של מעוט בעלי מניות לקביעת "fair value" למניותיהם לפי שיטה שכונתה "בלוק דלוואר". השמוש בשיטת ה-dcf החל בעקבות פסק הדין בענין:

701D /2a. 457v. Uop inc (1983,.del. Supr).

Weinberger

(. 573pg)

אחד מפסקי הדין המובאים על ידם נזכר גם על ידי פרופסור רביב בחוות דעתו.
זהו פסק הדין בענין:

. 7129Co. V. Technicolor, del. Ch., c.a. no& cede (1990,. 19oct)

פס"ד צורף לסיכומי קבוצת דיסקונט.
(להלן - פס"ד cedet).

פסק הדין כולל ניתוח פרטני, של שני מומחים שנתחו את שווייה של פירמה לפי

מודל ה-dcf. אכן, ניתן ללמוד רבות מפסק דין זה. כרגע מבקשת אני להפנות לגישתו הראליסטית והבלתי מנותקת של בית המשפט בדלוואר אשר נתן משקל רב להערכות שהיו בתוך הפירמה בזמן אמת, תוך העדפתם הברורה על חוות הדעת הניתנת לצורך משפט. וכך נאמר שם בענין זה:

14north hollywood sales is ... 1983Mr. Torkelsen's estimate of" greater than the estimate %
for that period prepared by persosn who

.term business plans for the copany-at the time were creating short

36operating profit to be 1983greater than management projectd those profits to be at %
the time. He projected north hollywood's

World facts on the basis that those who were creating the i find unpersuasive petitioner's
effort to disregard these-real

Those persons did in the course of their employment is, in this projections were,
essentially, incompetent. Rather, i think what

."instance, deserving of weight

(.pg 34)

ובהמשך:

Sales forecast for north 1983the decision to adopt management's" year forecasts for north
hollywood had been quite hollywood seems to me to be quite reasonable. Historically, the-
company's one

Accurate. Also, as an intuitive matter, i find the unbiased

Later produced by experts who cannot be expected to be as familiar management forecast ordinarily to be more reliable than estimates
with the company as the company's own management
(36-. 35pg)

אכן, לא בכל הקשר העדיף בית המשפט באותו ענין תחזית מזמן אמת. כך למשל נאמר לענין אחד ממקורותיו של תזרים המזומנים הצפוי.

i do not lightly criticize management's one hour photo forecast"

World purposes are deserving of substantial weight. As a general rule, i am of the view that management projections-done for real

Rappaport was reasonable in heavily discounting the management the pollowing reasons, however, lead me to conclude that professor
plan

(. 57pg)

ציננתי תוך הערכה את גישתו הראליסטית של בית המשפט. אני סבורה שהדברים ראויים לישום בענייננו, ולא רק בהקשר הצר בו עסקינן - הערכות לענין השינוי במיסים. לאורך כל הדרך עמדתי על פערים בלתי ניתנים לגישור בין דברים שאמרו הנאשמים בזמן אמת או בסמוך לכך (בענין תשריט הפסקת הויסות ובנושא ההסדר) לעמדות במשפט. לעמדות מזמן אמת יש לתת בדרך כלל משקל סובסטנטיבי. ואם נחזור לענייננו - אני סבורה שהיה קושי אמיתי בזמן אמת להעריך את שיעורי המס האפקטיביים העתידיים. ציננתי כבר כי היו לנאשמים בזמן אמת טענות מוצדקות בנושא המסוי. אפשר וטענות כאלה היו גם לסקטורים אחרים, אך מי "נביא בעירו" ויקבע מה יהיה המס העתידי? אכן, כשמומחה מתבקש ליתן הערכה, בסופו של דבר אין מנוס אלא להציב נתון משוער בנוסחה. כשהדבר נעשה לצורך השקעה - תוך מתן הסבר למשקיע הפוטנציאלי כדי שיקבל החלטה מודעת - שאני; אך כשהדבר נעשה כפי שנעשה לצרכי חוות דעת של מומחה במשפט - אין לתת להערכה כזו משקל.

לענין שעורי המס הצפויים נתלים הצדדים בסיכומיהם באמירה מסויימת של פרופסור בן חורין, אך יש לראות את הדברים בהקשרם המלא: פרופסור בן חורין אישר לשאלת עו"ד קירש שבעולם הגדול הנחה של 45% מס היא הנחה

סבירה, לאחר מכן אשר בתשובה לשאלה שברמת הצפיות של ישראל בתחילת שנות ה-80' היתה זו הנחה סבירה שיגיעו ל-45% מס (עמ' 9536).

בהמשך תוהה פרופסור בן חורין אם השאלה נסובה על הנתונים המתואמים (כזכור

נסובה השאלה על תחילת שנות ה-80', לפני חוק המסוי בתנאי אינפלציה), וכשמובהר שאכן זו הכוונה אומר המומחה: "אם המס יהיה על הנתונים המתואמים, אז הנתונים המתואמים לפני מס לא יהיו מה שהם, זה מה שאני טוען", בהמשך הוא מבהיר כי "אם הטלת מס על הנתונים המתואמים כבר הברוטו היה שונה, ואם גם רואה את זה מתוך המספרים ב-82'" והוא מסביר כי לפני חוק המסוי בתנאי אינפלציה השוק התאים את עצמו כך שהרווחיות לפני מס היתה יותר גבוהה מאשר אחריו (עמ' 9537-9539).

אינני יודעת אם פרופסור בן חורין לא "נגרר" כאן במידה מסויימת אחרי הנחתו

שהשאלה בעמוד 9536 נסובה על מס על רווחים בלתי מתואמים, אך מכל מקום אין

לבודד רק חלק מהסבריו ולהתלות בהם. פרופסור בן חורין דיבר על קשרי גומלין בין רווחיות גבוהה יחסית כשהמס אינו מתואם לאינפלציה מול רווחיות נמוכה יותר לאחר התאמת המס לאינפלציה. גישת פרופסור ברנע היתה שונה, והוא לא צפה שפורים בענין המסוי לאחר התקון מ-82' (ראה עמ' 4743).

אומר ברורות:

אין לי שמץ ספק במומחיותו של פרופסור רביב ובכישוריו להעריך חברות. מקובל עלי גם שמעריך חברות איננו צריך להיות בעל מקצוע בתחום המוערך (אף שאם יש כזה - הדבר מהווה יתרון), וכי עליו ללמוד את העניינים הספציפיים לנשוא ההערכה. גם התביעה - ועוד נעמוד על כך - איננה חולקת בסופה של הדרך על שימוש בשיטת ה-dcf. אינני מוכנה לקבל עם זאת הצבת נתונים בנוסחאות כפי שהדבר נעשה בנושא המס או בנושא המרווח

הפיננסי. עם כל ה"אלגנטיות" שבשיטה - מה שיש כאן הוא, במקרה הטוב, "ספקולציה".

ועל כל אלה אוסיף: כפי שהראנו לעיל באמצעות מה שכינה עו"ד קנטור "תרגיל" (בשינוי המרווח הפיננסי) - על ידי הצבת מספרים כאלה ואחרים "במודל", שווי הבנק משתנה - לכאן או לכאן באופן דרסטי. בפסק הדין הנזכר בענין cede, עמד בית המשפט על שוני בסיסי בין הערכות שווי בעולם המציאות להערכות שווי לצורך עולם המשפט. בוטאה שם מדיניות שיפוטית לפיה בית המשפט לא יערוך dcf משלו (בהסתייגויות מסויימות, שלא נכנס אליהן כאן) אלא יקבל או ידחה את אומדני הצדדים. בגוף הטכסט של פסק הדין נאמר:

"...What the record will not permit is either a completely independent"

. Judicially created dcf model or a pastiche composed of bits of one"model and pieces of the other

(20- 19pg)

והדברים בוארו בהערת שוליים שם:

Disinclined to do so. Simply to accept one experts view or the other for good reasons aside from technical competence, one might be

.would have a significant institutional or precedential advantage The

capital budgeting) Dcf model typically can generate a wide range of estimates. In the world of real transactions(decisions for example

Oriented, nature of the model is not thought- fatal to the dcf technique because those employing it typically have the hypothetical, future

Assumptions used as inputs. In the an intense personal interest in having the best estimates

and

In- protection. On the contrary, particularly if the court will ultimately litigation

context use of the model does not have that built

Contending parties is to arrive at estimates of value that are at the reject both parties dcf

analysis and do its own, the incentive of the

That essentially define a bargaining- outer margins of plausibility

The whole of one witnesses testimony or the other, incentives will be range. If it is

understood that the court will or is likely to accept

Dcf model will not be replicated, at least the parties will have modified. While the

incentives of the real world applications of the

.incentives to make their estimate of value appear most reasonable

. This would tend to narrow the range of estimates, which would"unquestionably be a

benefit to the process

(.pg20)

אכן, בחיי המעשה - להבדיל מעולם המשפט - ישנם מקדמי בטיחות נגד הערכות שווי מוגזמות. כשאיש עסקים מזמין ממומחה ניטרלי חוות דעת לפי מיטב שיפוטו, וגם יסביר למזמין - כמו שתיאר פרופסור רביב היכן ישנם, ככל שישנם - קשיי הערכה. אך מובן הוא שתחזיות עלולות שלא להתגשם, אך המומחה יעשה כל מאמץ, על פי מיטב שיפוטו לתת תחזית סבירה. בחיי המעשה - גם כאשר איש עסקים אחד מבקש לשכנע את חברו - באמצעות הערכות שווי - להיכנס לעסקה, ה"שורה התחתונה" צריכה להיות כזו שהצד האחר לא יבטל את כל הרעיון המוצג לו כרעיון אופטימי לא ריאליסטי. עולם המשפט, כך מעלה הנסיון השיפוטי הכללי, לא רק זה של מדינת דלוואר - איננו כולל מקדמי בטיחות כאלה. בתחומים שונים בהם נזקקים בתי המשפט

להערכות שווי של מומחים, בדרך כלל במשפטים אזרחיים כגון תביעות פיצויים למיניהן אנו נתקלים בהערכות שווי קיצוניות, לכאן או לכאן. עמדתי לעיל על חסרון בחוות דעתו של פרופסור ברנע, שהיא, בעיקרה צרוף אסופת הרצאות שניתנו בזמן אמת. מבחינת ההליך השיפוטי - במאמרים מזמן אמת גם יתרון. העמדה שמביע היום פרופסור ברנע לענין העדר הסבר למחירי השוק ברווחיות הבנקים - היא העמדה שהביע בזמן אמת. דברים אלה אמורים גם בפרופסור לב, שהוזכר לעיל. הזכרתי גם - מתוך עדותו של פרופסור לב - פגישות של שני המומחים הללו בזמן אמת עם בנקאים במטרה לשמוע ולהשתכנע היכן

שגו, אם שגו. הבעת העמדות הללו באופן פומבי, בפני קהל משתתפים רב בזמן אמת מצביעה על כנות העמדות. ברור עם זאת שכנותן של עמדות אינן, כשלעצמן ערובה לכנותם, ועל הדברים להבחן לגופם. ועוד: לדיעה, אפילו היתה מוטעת של מומחים בימי העיון הנזכרים, בלא שהובא טיעון נגדי מטעם הבנקים, שלא הגיבו על הטיעון, היתה כשלעצמה, השפעה צפויה על מעשיהם של משקיעים מתוחכמים ברגע בו היה הויות מופסק ללא הסדר.

אך מובן הוא שהעובדה שחוות דעת מוגשת לצורך משפט - בין פלילי ובין אזרחי איננה צריכה לעורר כל ספק אפריורי לגביה, רק בשל אותו נסיון חיים שיפוטי, שלנו או של מדינת דלוואר. לעולם יש להתייחס לחוות דעת של שני הצדדים בפתחות, וסופם של הדברים לעבור "זכוכ" של מבחן החקירה הנגדית. חוות דעתו של פרופסור רביב היא חוות דעת מרשימה, והמודל בו השתמש - מודל defn - זכה לבירכתם של בתי המשפט מעבר לים. אני סבורה שכמודל הוא ראוי, במקרים מתאימים גם לברכתנו.

המחלוקת האמיתית איננה על המודל. עוד נשוב לכך. פסק הדין הנזכר בענין cede, והערכות השווי הקוטביות שנעשו שם על ידי מומחים של שני הצדדים מדגים הדגם היטב כי השימוש במודל של cede כשלעצמו איננו בגדר מרשם קסמים להערכה נכונה, משום שהשאלה האמיתית היא מה הנתונים החזויים המוכנסים למודל. בכך גם מקדתי לעיל, את המחלוקת האמיתית שבין הצדדים למשפט: מחלוקת בדבר ההערכות בענין שפורים צפויים - והיקפם האפשרי - ברווחיות הבנקים. חוות הדעת של פרופסור רביב ניתנת לגבי תקופה שאי הודאות בה היתה רבה, ונראה עוד מה אומר על כך פרופסור טלמור. הסיבה לכך שקשה להציב נתונים שלא בדרך ה"נחוש" נעוצה בסופו של דבר בכך שההערכה בדבר שיפור רווחיותם של הבנקים איננה כרוכה, בלשונו של פרופסור בן חורין, באיזה "מטמון" שנמצא בבנקאות שלא היה ידוע קודם לכן. הערכת השיפור מקורה בכך שהרשויות "יעשו משהו", ולא ישאירו את המצב הקיים. הרשויות יכולות אכן לפעול בדרכים מדרכים שונות כגון הקטנת נטל המס, או כגון מתן אפשרות להעלאת עמלות, ועוד ועוד. את ה"מרשם" המדויק (קרי - הנתונים שיש להציב בנוסחאות) קשה היה לנבא. מה שניתן היה לנבא הוא את גבולות הסבירות האופטימליים, שיאפשרו לבנקים רווחיות סבירה להון. יתכן ופרופסור רביב נקרא לתת את הבלתי אפשרי בתנאי אותה תקופה, קרי את המרשם המפורט. כתוצאה מכך לא נותרה בידו ברירה בהקשרים רבים אלא להציב מספרים בנוסחה, תוך ויתור על האפשרות, בחוות הדעת בפסק הדין בענין cede, של הערכת תזרים המזומנים בכל מגזר פעילות של הפירמה בנפרד. מודל ה-cede כשלעצמו איננו נותן את פתרון הקסמים לשאלה כיצד תשופר רווחיותם הגרועה של הבנקים. פתרון הקסמים היה רק אחד: שהרשויות יפעלו כך שתהיה רווחיות סבירה להון בבנקאות.

בין במשפט אזרחי, ובין במשפט פלילי חוות דעת של מומחים עוברות כאמור "זכוכ" במבחן החקירה הנגדית. כך נעשה, בהרחבה רבה מאוד, בענייננו. לאחר דרך ארוכה זו אינני סומכת ידי על חוות דעתו של פרופסור רביב.

הערכת השווי שבפני מבוססת, במקרה הטוב - על הצבת משתנים במודל בדרך של

נחוש, תוך העדר בקיאות מספקת, (או למצער - העדר התייחסות מספקת) לגבי נתוני הבנקאות הישראלית של אותה תקופה, והקשרים ההכרחיים בין המשתנים השונים. פעם אחר פעם ובהקשרים שונים חזר פרופסור רביב על אמירות בנוסח "זה מה שיש". במקרה הגרוע - הצבת המשתנים מבוססת על ידי הרצון להשתמש באותם מספרים שמביאים לתוצאה המבוקשת בענין שוויו של הבנק. מבחני הרגישות של פרופסור רביב, שוב - עם כל המדעיות שבהם אינם נותנים לנו אפק אמיתי של מעריכי שווי שונים. כל הערכות התוחלת "מסתובבות" כוון "פלוס" או "מינוס" סביב הערכתו של מומחה אחד - פרופסור רביב. הערכתו של פרופסור רביב עצמו, היא מרכז חוות הדעת, ואל לנו להיות לרגע נאיביים ולחשוב שהיתה מוגשת מטעם ההגנה חוות דעת שמרכז הכובד שלה, ממנו יש סטיות אפשריות לכאן או לכאן הוא כזה שאיננו "מצדיק" את שווי השוק של מניות בנק דיסקונט. האמירה בה מסתיימת חוות הדעת ש"90% מהמנתחים היו מעריכים את בנק דיסקונט בתחום 805-567 מליון דולר" מבקשת ליצור את הרושם כאילו הובאו לבית המשפט הערכות שווי רבות. ולא היא. כבר עמדנו על כך שמבחני הרגישות - כפועל יוצא מחוות הדעת עצמה בעניינים חשובים - אינם מביאים בחשבון את נושא ה"כלים השלובים".

נעבור איפוא לחוות דעתו של פרופסור טלמור. אגב העיון בחוות דעת זו נחזור ונזכיר בכמה עניינים את פרופסור רביב. על עניינים מסויימים - הרלוונטיים גם לענין הערכת השווי של רביב נח יותר לעמוד דווקא בהקשר לדברים שנאמרים על ידי פרופסור טלמור.

חוות דעתו של פרופסור טלמור

הדין בחוות דעתו של פרופסור טלמור נ/249/ל יהיה קצר יותר. הושגה בין

התביעה ועו"ד קנטור הסכמה פרוצדורלית לפיה פרופסור טלמור לא יחקר וניתן

יהיה לעשות שימוש לגבי חוות דעתו בחקירותיהם של מומחים אחרים. במהלך סיכומי

התביעה התעוררו קשיים מסויימים בהבנת השיטה. עו"ד קנטור, בהגנותו כי רבה היא, התייצב במהלך סכומי התביעה יחד עם פרופסור יוסף בכר, מ"מומחי הרקע" שסייעו בהגנת בנק לאומי, ומסר הסברים. אעיר כאן גם כי את חוות דעתו של פרופסור טלמור יש לקרוא יחד עם כמה מסמכים נוספים שהוגשו בהסכמה: "הודעה בהסכמה מטעם בנק לאומי ומטעם התביעה" שהוגשה ב-18.4.93 (להלן - "ההודעה בהסכמה") הבהרות לחוות דעת המומחה - ד"ר אלי טלמור - מיום 2.6.93 (להלן "ההבהרות"). כן יש להתייחס כאמור להסבריו המשלימים של פרופסור בכר במהלך סכומי התביעה. אציין כאן שההודעה בהסכמה מתייחסת לעניינים נוספים בהם הושגו הסכמות בין התביעה וההגנה. אם הזכרתי קודם לשבח הפרקליטים הסכמות שונות שנעשו ביניהם הרי המסמכים הנזכרים, והסברי פרופסור בכר במהלך הסיכומים הם דוגמה יפה לכך. אם היה צורך בשמיעת ראיות ובחקירות נגדיות בכל העניינים הללו - חוששתני שהיה בכך כדי להאריך מאוד את המשפט.

לפני שנבחן את גוף ההערכה, כמה הערות הקדמה:

פרופסור טלמור עומד תחילה על כך ש"הערכת שוויה הכלכלי של מניה היא סוביקטיבית מעצם טיבה. עובדה זו משתקפת, בין היתר, בטווח הערכות השווי שהציעו מומחים שונים לחברות ממשלתיות שהוצעו למכירה בשנה האחרונה למרות שהערכותיהם נעשו על בסיס אותו מידע ולמטרה זהה. בעיית הקושי בהערכה מדויקת מחריפה בתקופות של אינפלציה גבוהה ואי ודאות כלכלית, דוגמת התנאים ששררו במשק הישראלי בתחילת שנות השמונים. לכן, מטרת הניתוח בפרק ב' איננה לקבוע במדויק את שווי של בנק לאומי אלא להראות שמחיר השוק של מנית הבנק היה בתחום סביר". בפרק ב' של חוות הדעת מדגים פרופסור טלמור עד כמה הערכות שווי הן ענין סוביקטיבי, ונושא זה עבר כחוט השני בחקירות הנגדיות של מומחי התביעה ע"י עו"ד קנטור.

מקובל עלי - והובאו במהלך המשפט דוגמאות אין קץ לכך שבהערכות שווי ישנו אלמנט סוביקטיבי בלתי נמנע. עוד מקובל עלי שישנם קשיים רבים בהערכת שווי בתקופת אי ודאות כלכלית כמו זו ששררה בתחילת שנות ה-80, והזכרתי זאת אגב הדיון בחוות דעתו של פרופסור רביב. דא עקא שקשיים אלו כמו גם מידת הסוביקטיביות שבהערכות שווי הם שעומדים במידה רבה בבסיס הבקורת על חוות הדעת המפורטות.

נחזור ושוב ונזכיר את הקשר הדברים: אין המדובר במתן חוות דעת לצורך השקעה

בה פועל המשקיע לפי מיטב האינפורמציה הקיימת. מדובר בחוות דעת שבאות "להצדיק" מחיר אליו הגיע השוק באמצעות מנגנון הויסות. במהלך המשפט צוטט רבות מספרם של

myers, principles of corporate finance & (.th 4, international ed

Brealey

Ed), 1991, שהיה הספר הבסיסי, בצידם של כמה ספרים אחרים, להבהרת כמה עקרונות של תורת המימון. לאחר דיון מפורט במודלים שונים נאמר:

Managers cannot know market value until an actual transaction takes place.

(. 67pg)

ובאנלוגיה לענייננו: מנהלים אינם "יודעים" מה יהיה שווי השוק של המניות כשיפסק הויסות.

אין הם "יודעים" מה "יתן" השוק למניה. הם גם לא ערכו (ככל הידוע) הערכות שווי בזמן אמת, ואם ערכו - לא הגישו אותם כראיה במשפט. דווקא בשל הקשיים בהערכה ניצבת השאלה: נניח שהיו נעשות הערכות שווי, האם נכון לווסת על סמך תחזיות "סוביקטיביות" כמו - המס האפקטיבי יהיה כזה וכזה, והמרווח הפיננסי יעמוד על שיעור כזה וכזה, וההפרשה לחובות מסופקים תעמוד על אחוז פלוני? בדיוק אותם קשיים עליהם עומד פרופסור טלמור בהרחבה הם החותרים תחת כל הצדקה להמר על העתיד בעת קביעת גובה הויסות. ענין אחד הוא להחליט - בעולם של אי ודאות רבה - להכנס להשקעה פלונית, למרות או הודאות, וענין אחר לחלוטין הוא לאפשר למחירים לעלות במסגרת ויסות. הענין האחרון - ויסות על סמך "תחזיות" בענין שיפור מהותי ברווחיות כמוהו כנסיון להכין חביתה מביצה שטרם נולדה. ואם יסתבר שהערכה שנעשתה אינה מגשימה את עצמה, מי ישא בתוצאה: הבנק או הלקוח? לשיטת הבנקים, כך נזכיר, על הלקוח לשאת בתוצאה!

הדברים נאמרים בבחינת למעלה מן הצורך, משום שהנאשמים כלל לא ביססו את

מדיניות הויסות שלהם על הערכות שווי. הם ידעו היטב שמדיניות הויסות מוליכה אותם הרחק מן השווי הכלכלי, וזאת בשל אותם "אילווצים" עליהם עמדנו, אילווצים בהם כל תיקרה של אתמול הופכת לריצפה של מחר.

זה המקום לעמוד גם על נושא שכבר נרמז: לא ניתן בעת ובעונה אחת לקיים שני סוגי מדיניות: מדיניות התשואה החיובית כפי שזו נהגה בבנקים ומדיניות של ויסות על פי הערך הכלכלי. הנאשמים מבינים זאת היטב, וזאת בדיוק הסיבה לכך שבעדויות שונות של מנהלים היה קשה לעתים "להוציא" מפייהם בחקירותיהם הנגדיות הודיה ברורה בקיומה של מדיניות "מדד פלוס", מדיניות בה הודה בנק הפועלים עוד בתשובתו לאישום.

קשה היה לעתים לחלץ זאת מפי המנהלים, אך עמדתי בפירוט על המדיניות בבנקים השונים, ולא אחזור.

כדי להראות שלא ניתן לקיים את שני סוגי המדיניות שהזכרנו בד בבד נפנה לשני מומחים - פרופסור בן חורין, ופרופסור בבצ'וק.

פרופסור בן חורין נחקר על ידי עו"ד קירש בענין "בנק היזמים" מול מדיניות היפוטטית של בנק הפועלים. מה שנאמר לענין אותה מדיניות היפוטטית ישים לגבי בנקים הטוענים שויסותו על פי הערך הכלכלי.

נפנה כאן לחקירתו של פרופסור בן חורין בעמוד 9457 ואילך:

הוצגו לו שני בנקים. האחד הוא בנק הפועלים, והשני הוא "בנק היזמים". מדיניותו של בנק היזמים היא שהשוק יקבע את המחיר, ובנק הפועלים מבקש לקבוע את המחיר "באופן ביורוקרט", ולהגיע לא מדי יום ביומו, לאותה התוצאה של בנק היזמים. מדיניותו של הביורוקרט, כך הוסבר בסט השאלות היא לסטות מהמחיר כלפי מעלה ומטה אם הוא טועה. המומחה אשר בתשובה לשאלותיו של עו"ד קירש כי אין לו ספק שה"ביורוקרט" יטעה בהערכותיו, גם אם יביא בחשבון את כל האינפורמציה הרלוונטית, וזאת משום שהיכולת שלו לחזות את התנהגות השוק היא פחות מוצלחת מהתנהגות השוק עצמה,

והוא מדגיש לענין זה כי הביורוקרט כבר לא יודע מהו המחיר ה"נכון" וגם המשקיעים כבר לא יודעים וה"ביורוקרט" של עו"ד קירש המנסה להגיע לתוצאות השוק - ישגה, לדעת בן חורין. אי אפשר להגיד על המחיר שקבע שהוא "נכון" (רי' עמ' 9461).

ודוק: "הביורוקרט" הציורי שהוצג כאן איננו כזה שמנהל מדיניות תשואה חיובית

או מדד פלוס. מדובר במי שמנסה, מעת לעת, לחקות את תוצאות השוק, תוך התאמת המחירים כלפי מטה וכלפי מעלה לאינפורמציה הזורמת. גם ביורוקרט כזה - יטעה.

בטרם נניח ל"ביורוקרט" של עו"ד קירש ונעבור לפרופסור בבצ'וק נזכיר כאן תשובה נוספת של בן חורין לשאלות עו"ד קירש - שחשיבותה - בהקשר אחר. בהמשך הדברים, ולאחר שנדונו עניינים אחרים מציין פרופסור בן חורין כי המחיר שקבע ה"ביורוקרט" הוא כמעט בודאות המחיר הלא נכון (עמ' 9483), בהקשר זה עמד גם על כך שהאנשים שעבדו עם המניה המווסתת לא העריכו שזה המחיר הנכון, אלא שזהו המחיר שקבע ה"ביורוקרט".

נפנה מכאן לפרופסור בבצ'וק. ההקשר בו נאמרו הדברים מתקשר לתשובתו האחרונה של בן חורין - האם המשקיעים הניחו שהויסות הוא על פי הערך הכלכלי. בהקשר זה אומר פרופסור בבצ'וק:

"...אדם אחד אינו יכול לחשוב רציונלית שני דברים. איננו יכול לחשוב שאחד - מדיניות הויסות היא מדיניות התשואה החיובית יהא אשר יהא, ושתים - מדיניות היא לוסת מסביב לערך הכלכלי יהא אשר יהא. למה? כי אם אתה מאמין שמדיניות הויסות היא להעלות את המניה בתשואה חיובית כלפי מעלה יהא אשר יהא, הרי אתה אינך יכול לשלול אפריורי את האפשרות שהערך הכלכלי לא יהיה מה שאתה חושב עליו כרגע שבעתיד הוא לא יהיה בהתאם לקו של התשואה

החיובית. למשל שיטבעו אניות בנק דיסקונט ביום, או יברחו להם. לכן בן אדם לא יכול לחשוב שגם מדיניות הויסות היא מסביב לערך הכלכלי,..." (עמ' 27484-27485).

ובהמשך:

"...אם אנחנו חושבים שהערך הכלכלי זה דבר שיכול להיות נכון לרגע מסויים אבל הוא יכול גם לעלות וגם לרדת... כל עוד אתה לוקח בחשבון את האפשרות שערך כלכלי זה דבר שיכול לרדת, וזה דבר כל כך בסיסי שאני חושב ש... גם גברת כהן מחדרה יכולה להבין... אמונה של מדיניות תשואה חיובית שיעלו את זה כל הזמן למעלה יהא אשר יהא אינה קונסיסטנטית עם אמונה שהם ויסתו... סביב הערך הכלכלי יהא אשר יהא..." (עמ' 27488-27489).

לא ניתן, איפוא, מצד אחד, להתמיד במדיניות תשואה חיובית (ואעיר כאן במאמר מוסגר אפילו אם התשואה החיובית אינה מתגשמת מידי חודש בחודשו, ויש גם

ירידות) והמדיניות של ויסות על פי הערך הכלכלי. לא ניתן אפילו לנהל מדיניות המנסה לחקות את תנועות השוק, לרבות ירידות, משום שהדבר - לאורך זמן, נדון מראש לכשלון ולטעות. הבנקאים לא ניסו לחקות את השוק, ולא שמענו מהם כיצד "התאימו" את המחיר לאינפורמציה. הזכרנו כבר דברים שאמר פרופסור רביב על כך שמלכתחילה לא היה ממליץ לוסת, אך אם מוסתים - יש לערוך מעת לעת בדיקת שווי. אך אפילו היו הבנקאים מנסים מעת לעת להעריך את שווי הבנק בעיני המשקיעים ולהתאים לכך את הויסות - וכאן אנו חוזרים לאותו עולם של אי ודאות עליו דיבר פרופסור טלמור - הם היו נכשלים.

עולם אי הודאות עליו דיבר פרופ' טלמור ובצדק איננו פועל איפוא לטובת התזה שהויסות שיקף ערכים כלכליים. הוא פועל לטובת התזה שכל נסיון, אפילו נעשה כזה לחקות את מודל השוק - היה מיועד, מראש, לכשלון.

נחזור כאן לדברי פרופסור ברנע, בחקירתו הראשית המשלימה. פרופסור ברנע הבהיר (עמ' 4419) כי הויסות במתכונת שהוא נעשה יוצר את ה"נתק", וכי הויסות וה"נתק" אינן תופעות נפרדות.

חזרתי לדברים אלה שנאמרו מפי המומחה הראשון - ברנע - שעלה על דוכן העדים

במשפט. לאחר כל ה"סבב" בין דברי המומחים השונים אני מקבלת דברים אלו. הויסות יוצר את הנתק. אינך יכול - לאורך זמן - לוסת תוך מדיניות תשואה חיובית וגם לשמור על הערך הכלכלי. בפועל גם לא היתה מדיניות לוסת סביב הערך הכלכלי. ה"מחוייבות הכלכלית" (נושא שעוד נעמוד עליו) להמשיך לוסת במגמה של למצער מדד פלוס חייבת היתה להסיט את הבנקים, ואף הסיטה אותם בפועל מעלה מעלה מהערך הכלכלי.

אני סבורה שלא בכדי, באותו עולם של אי ודאות, פרופסור טלמור איננו מציע לנו

מה היה שווי של בנק לאומי. פרופסור טלמור מספק בחוות דעתו כלים לביצוע תחשיב. הוא יוצא מכמה הנחות (לעיתים תוך מתן אלטרנטיבות) כגון שעלות ההון היא 7%, ששיעור הצמיחה של הבנק (G) הוא 2% ראלי והוא מציע לנו טווח ערכים לשווי של הבנק בהנחה שהמרווח הפיננסי יעמוד על מספר כזה או אחר. אין זו הערכת שווי המסתיימת ב"שורה תחתונה" אלא "תכנית כבקשתך" על פי הנתונים שתציב.

אני סבורה שבצדק הדגיש עו"ד לדור בסיכומיו את "הגדרת התפקיד" שנטל על עצמו

פרופסור טלמור. צטטנו לעיל דברים שאמר בהקדמה לפיהם:

"... מטרת הניתוח בפרק ב' אינה לקבוע במדויק את שווי של בנק לאומי אלא

להראות שמחיר השוק של מניות הבנק היה בתחום הסביר."

ובגוף פרק ב':

"... אציג בפרק זה מודל הערכה למנית סטוק בל"ל במטרה לסתור את טענת התביעה לפיה לא ניתן להצדיק את מחירה של מניות סטוק בל"ל באמצעות מודל כלכלי כלשהו... כפי שהוזכר לעיל מטרת הניתוח איננה לקבוע במדויק את שווי של בנק לאומי באותה עת אלא לבסס את הטענה שערך השוק של המניה היה בתחום הסביר" (עמ' 9 לחוות הדעת).

פשוט וברור הוא, ואין על כך כל מחלוקת, שניתן להציב ב"מודל" מספרים ש"יאוששו" את שווי השוק של הבנק, או אף שווי כפול ממנו. השאלה איננה האם ניתן, תאורטית, דרך הצבת נתונים במודל להצדיק את שווי השוק. אם זו השאלה השמים הם הגבול בהערכת שווי הבנק. השאלה היא האם במודל מצויבים נתונים סבירים. על כך תשובתי בקצרה היא כי הנתונים שפרופסור טלמור מציב במודל הם בלתי סבירים בעליל, ולא בכדי מנוסחת חוות הדעת - לענין המסקנות - כפי שהיא מנוסחת.

כאן נזכיר כי שווי השוק של מניות הבנק ב- 6.10.83 עמד על 2.07 מיליארד

דולר. בהתעלם מכל שאר הטענות שהעלה עו"ד לדור הרי כשנפנה לעמוד 27 לחוות הדעת או לנספח ב' (3) להודעה המוסכמת נמצא שכדי "להצדיק" שווי שוק של 2.07 מיליארד בכל שאר הנחות מהן יוצא פרופסור טלמור, לרבות ההערכה בענין מחיר ההון אנו "זקוקים" למרווח פיננסי של 3.05%. פרופסור טלמור איננו "מספק" לנו אפילו את הנתונים להערכות "פסימיות" יותר בענין המרווח הפיננסי, אך לפי שיטת החישוב כפי שהוסברה על ידי פרופסור בכר אם השוני היחידי שנבצע הוא "להציב" מרווח פיננסי של 2.4% (כפי שעשה פרופסור רביב) נגיע להערכת שווי של 1.4 מיליארד! כבר הבהרתי כי גם פרופסור רביב איננו חשוד עלי כמי ש"מקפח" את הבנקאות. החלף נתון זה בלבד בזה של פרופ' רביב - ושוב לא

ניתן "להצדיק" את שווי השוק. כאן יש לזכור כי בנק לאומי "יוצא לדרך" עם מרווח פיננסי גרוע ביותר בשנת 1982. על פי נתוני הפנימיים (ראה נספח 3'ה' להודעה המוסכמת), וכפי שהוצג לברנע בשאלה שכבר צוטטה לעיל בענין ה"תרגיל" המרווח בבנק לאומי היה 1.13!

בלי שתחשיביו הפנימיים של הבנק יחייבו כאן בנקים גדולים אחרים (וראינו לענין בנק דיסקונט תחשיבים אחרים ממה שמתבטא במוצג הנזכר) - נמצא בנק לאומי בתחילת הדרך במצב הגרוע ביותר ליחס לבנקים האחרים.

על מה מבסס פרופסור טלמור את האפשרויות האופטימיות (אפילו ביחס להערכתו של

פרופסור רביב) בענין המרווח הפיננסי? נפנה לעמודים 16-17 לחוות דעתו. תחילה מציין המומחה שסביר מצד מנהלי הבנק לצפות שהרשויות השלטוניות ה"מכתיבות" (בלשונו) את גודלו של המרווח הפיננסי יפעלו בכיוון של תקון העוותים הקיימים. הוא מזכיר את קנסות הנזילות של הבנק ב-83', ומציין שבחלוף הבהלה לפת"מ יגדלו המרווחים. עוד הזכיר גורם נוסף שיביא לשפור - הסרת ההגבלות בשוק האשראי בכיוון של הגדלת האפשרויות הבנק להלוות במבנה מאזני נתון, באמצעות מתן הקלות בנושא חובת ההפקדות באוצר ובבנק ישראל.

כאן נעיר במאמר מוסגר שכל האמור לעיל, ובלי להיכנס לפרטים, איננו מאפשר להעריך את גודל הגידול.

מכאן עובר המומחה ומציין כי "בפועל אכן ניתן לזהות מגמה של גידול במשקל היחסי של ההלוואות לציבור בסך נכסי הבנק. במאזן 1982 מהווים מהווים מזומנים והלוואות ממשלה כ-60% מהמאזן ללא חשבונות מקבילים, והאשראי לציבור כ-30% ...". הוא עובר ומתאר את היחסים במאזני הבנק לשנים 1989, 1990 ו-1991. מכאן הוא עובר להשוואה לבנקאות הבינלאומית ממנה הוא למד כי בשנים 82' ו-83' היה האשראי כ-52% מהמאזן. לאור כל זאת

הניח שהאשראי לציבור יתייצב ברמה יחסית גבוהה מזו של 82', ובמודל הניח כי ההלוואות מהוות % 40 מסך הנכסים המניבים. הוא מסכם שהגידול בהיקף האשראי לציבור ותיקון עוותים בדרישות הנזילות היה מביא לשינוי משמעותי במרווח הפיננסי, ומציין כי "הערכה סבירה באותה תקופה לגבי המרווח על סך הנכסים הינה בטווח שבין 2.9%-3.2%" וכי טווח זה מתיישב עם המרווחים הפיננסיים של הבנק בסוף שנות ה-80' ואינו מהווה חריג בהשוואה למקובל בבנקאות העולמית.

בהמשך נזכר כי לגידול הצפוי במרווח יש השלכה על ההנחה לגבי הפרשי הבנק

מחובות אבודים, כפי שנאמדים באמצעות ההפרשה השנתית לחובות מסופקים. האומדן

שהוא קובע להפסדי אשראי צפויים הוא בתחום שבין 1% עד 1.7% מיתרת ההלוואות, והוא מציין כי אומדן זה גבוה בהרבה משעורי הפסדי האשראי של הבנק בתחילת שנות ה-80', אך לוקח בחשבון גודל צפוי בסיכון בגין הרחבת האשראי לציבור. בדעיבד - כך מצויין כאן - היתה ההפרשה לחובות מסופקים בשנים 87'-91', ולפי סדר השנים גבוהה יותר: 1.7, 3.2, 1.7, 1.7, 2.8 מסך האשראי לציבור. ההסבר שהוא נותן לכך הוא שההפרשה היתה גבוהה במיוחד בעיקר עקב בעיות האשראי שנוצרו עקב הריבית הגבוהה ששררה במשק בעקבות התכנית הכלכלית של יולי 85' שהיתה גורם לא צפוי בשנת 83' ואף לא הכרחי בתוכנית כלכלית להורדת האינפלציה. הוא מביא גם נתונים לגבי ההפרשה לחובות מסופקים בארצות אחרות.

לכאורה יש כאן תשובות לטענות שהטיחה התביעה בפרופסור רביב מובאים רעיונית בחשבון יחסי גומלין בין פרמטרים שונים. ואף על פי כן - השיטה לא תצלח. שיטתו של פרופסור טלמור מבוססת, במידה רבה על נטילת נתונים מן העתיד. לשיטה זו נמצא ביטוי גם בהקשרים אחרים - כמו הבאת נתונים בדבר המס הסטטורי (להבדיל מהמס האפקטיבי העתידי).

נזכיר כאן שוב את דברי בית המשפט בעניין cede:

"...Through a process of knowledgeable trial and error, one could always"

In this way. Thus, in the context of an appraisal action which create a model in retrospect that accurately forecasts financial history

That has already occurred, the court must be cautious of such techniques imaginatively stands in the past and pretends to look toward a future

As the one here rejected. It might too easily lead to acceptance of
 "merger experience-models that are built in order to mirror the post
 (. 41pg)

כך נעשה בחוות דעת זו לגבי חלק מנתוני "העתיד".

נראה לי כי בנק לאומי לפחות פסח על שתי סעיפים כשנתבקש לנקוט עמדה חדה בענין הליגיטמיות שבשימוש בנתוני post-ex. אני סבורה שקריאה נכונה של חוות הדעת מביאה למסקנה שהמומחה עשה, הלכה למעשה, שימוש בנתונים אלה. טול את נתוני העתיד ונשארת עם אחת משתי וראציות: האחת - אלה הנתונים כי כך אני מעריך ללא הנמקה ותוכיחו לי ששגיתי בהערכתי..

השניה - אלה הנתונים וכך אני מעריך על יסוד המצב בבנקאות הבינלאומית. כשהערתי שבנק לאומי למצער פסח על שתי הסעיפים כוונתי לשני קטעים בסיכומים: הקטע האחד הוא "תוספת לסיכומי הנאשמים 1, 3, ו-4" בעקבות שאלות שהפנתי לעו"ד קנטור, פרק 3. כאן נטען, אמנם, שהנתונים בדיעבד

לא היוו את הביסוס להנחות במודל ההערכה, אך בהזדמנות זו "מציידים" את בית המשפט בטבלה בדבר נתונים נוספים על אלו שהופיעו אצל פרופסור טלמור ומראים את תוצאות שנת 1992. קטע אחר הוא עמודים 34856-34841 לסיכומים בע"פ. כיוון שלא הצלחתי לקבל תשובה חדה כמו זו שהתקבלה מפרופסור רביב לפיה השימוש ב post-ex איננו לגיטימי, אינני רואה מנוס אלא לבחון את חוות הדעת בשתי אלטרנטיבות: תוך שימוש בנתוני ה- post-ex המובאים בה, וללא שימוש בהם.

דרך הבחינה הראשונה "מאלצת" אותי, בנגוד להשקפתי שיש להתעלם מנתוני ה-

Post-ex להתייחס אליהם: מה שהתרחש לגבי בנק לאומי לאחר אוקטובר 83 איננו מגשים כלל את ה"צפיות" המיומרות בחוות הדעת. הציבור לא העריך את המניות כבעלות השווי המיומר. המניות לא הגיעו אפילו לשווי ההסדר שהוא שווי "שחוק" לעומת מחירי אוקטובר 83. מניות הבנק "נפדו" (בשלבים שונים, ואין צורך להכנס לפרטים) בערך ה"אגח"י, דהיינו בערך ההסדר, וציבור המחזיקים לא העדיף להחזיקן בשל "ערך הכלכלי" המיומר אלא העדיף "לפדותן". אם מותר להוכיח את צפיות העבר בעזרת העתיד. העתיד מפרך את הצפיות המיומרות. כל זאת כשמאז ההסדר לא חולקו דיוידנדים וכל הצמיחה הנובעת מהרווחיות שהיתה הצטרפה להון העצמי של הבנק. לגיטימי לנקוט במשפט פלילי עמדה לפיה ה"תחזית" אינה נבחנת לפי ה"ראליזציה", כגישת פרופסור רביב. אפשר לנקוט עמדה - כפי שבוטאה בסיכומים בעל פה על ידי עו"ד ארנון - לפיה לא הוקנו לבית המשפט בראיות כלים לבחון מה באמת קרה לאחר ה-6.10.83. אינה קבילה עלי עמדה הבוחרת מן העתיד נתונים סלקטיביים. לא די לומר כי כל מה שהיה "רע" לא היה צפוי, ורק ה"טוב" היה צפוי. נדגים זאת בענין שיעור המס במודל, וכבר עמדתי על כך שהמס הוא מרכיב קרדינלי ה"נוגס" ברווחיות לפני מס.

הזכרתי שפרופסור טלמור ציין את המס הסטטוטורי העתידי (עמוד 21 לחוות הדעת).

על סמך נתוני post-ex העריך" במודל שהמס הוא בשיעור 53%. בציון המס הסטטוטורי הפנה המומחה לדוחות הכספיים של הבנק. מה שלא נזכר שם הוא שמאותם דוחות כספיים ניתן ללמוד גם מה היה שיעור המס האפקטיבי. במהלך הסיכומים הסכים עו"ד קנטור להגשת נתונים מן הדוחות שהוזכרו על ידי המומחה (שלא צירף בעצמו את החלקים הרלוונטים מהדוחות). אפנה לענין זה למוצגים ת/554 ות/555 שהוגשו במהלך הסיכומים, ולעיבודם במסמך י"ד לסיכומי התביעה. המס האפקטיבי לשנים 88-92 היה, לפי סדר השנים, ובאחוזים 84.6, 58.2, 78.2, 163.5 (!), 72.1. מה רב המרחק בין שעורי מס אלה לבין המס הסטטוטורי!

במסמך ההבהרות שהוגש בסיכומים ישנה התייחסות לשאלה כיצד מתיישבת ההנחה

במודל לגבי שיעור המס הצפוי (53%) עם שיעור המס האפקטיבי של הבנק בשנים 88-92. התשובה הניתנת שם היא "ראשית, חשוב לזכור שמודל ההערכה מבוסס על צפיות סבירות של מנהלי הבנק בשנת 83 והתוצאות בדיעבד אינן מהוות עדות לאי סבירותן של אותן צפיות. לעצם הענין, שיעור המס האפקטיבי הגבוה בשנים האמורות... נובע בעיקרו מחוסר האפשרות לקזז מהרווחים לצורך מס את הפסדי המס בשלוחות חו"ל (ראה באור 27 בדו"ח הכספי לשנת 92)".

החלק הראשון של ההסבר מחזיר אותנו לשיטתו של פרופסור רביב, אך הנוקט בה חייב לנקוט בה לאורך כל הדרך ולא להסתמך על נתוני העתיד (מה שלא תמיד נעשה על ידי פרופסור רביב עצמו, כזכור...).

לגופו של ענין - התשובה איננה תשובה. אין לבדוד את הבנק בארץ משלוחותיו בחו"ל. אי אפשר לערוך תחזית רווחים "אגרגטיבית" לארץ ולחו"ל, ולענין המס להפריד ולהתעלם מהפסדים בחו"ל. מי שמסתמך על ה"עתידי" חייב להתמודד עם תוצאות האמת של העתיד, ולא לבחור מן ה"עתידי" כרצונו. ציון שתופעה זו או אחרת "לא היתה צפויה" מחייבת (בשיטה המסתמכת על העתיד) להצמד

ולפרט את התופעה, את היקף השפעתה על הרווחיות, ומדוע לא היתה צפויה. בלשון אחרת - מי שמבקש להסתמך על העתיד שתוצאותיו המוכחות אינן עולות בקנה אחד עם חוות הדעת - אינו יכול לעשות כן באופן שהדבר נעשה.

הנטל ה"טקטי" המוטל על מי שמסתמך על העתיד שאינו משקף בכללותו את ה"תחזיות" - כבד יותר.

נעיר עוד כי פרופסור טלמור השתמש במודל גורדון לשם קביעת שווי הבנק על ידי הוון תזרים המזומנים העתידי. ענין זה הוסבר והודגם על ידי פרופסור בכר (ראה מוצגי תביעה י"א). מודל זה זכה לבקורת קשה על ידי קבוצת דיסקונט. מסתבר איפוא כי לדידו של מומחה זה המודל איננו פסול... הנחתו של המומחה היתה ש-g קרי שיעור הצמיחה הקבועה עומד על 2%. פרופסור רביב הבהיר שלאחר טווח זמן מסוים יש להניח העדר תוספת ערך (g שווה לאפס). פרופסור רביב ציין גם כי הוא מזהיר תמיד מפני הנחה של g חיובי לנצח. הנחה של העדר תוספת ערך לאחר טווח החיזוי היא גם השיטה בה נקט גם בית המשפט בענין (cede). כפי שנאמר שם:

...The most reasonable assumption about the future is that there will be

"

A future time at which the firm will not earn returns in excess of its

"of capital

Cost

(. 66pg)

אכן, בעמוד 25 מזכיר פרופסור טלמור כי זהו שיעור צמיחה "ארוך טווח", אך לא מצאתי שהוא שם קץ וגבול לאותו טווח ארוך. ללא "G" לפי התחשיב בסיכומים, ערך הבנק עומד (בלי לשנות שום הנחה אחרת בחישוב) על מיליארד דולר בלבד, דהיינו פחות ממחצית מערך השוק. קשה לקבל את ההנחה של צמיחה קבועה שגודלה 2%. ההנמקה שהובאה להערכה זו (ראה

עמודים 22-23 לחוות הדעת) מסתמכת על גידול הון הבנק בעשור שהסתיים בדצמבר

'82 בממוצע שנתי של 8.7%. פרופסור רביב מציין כי "על בסיס נתוני העבר

ושיעורי הגידול המואצים שאפיינו את הבנק בעשור הקודם הצפיות בשנת 1982-1983 לצמיחה בשיעור שנתי של 2% היו בהחלט סבירות". יש כאן עירוב מין בשאינו מינו: התרחבות שמקורה בהנפקות עם צמיחה כתוצאה מרווחיות פנימית. על הבחנה זו עמד פרופסור בן חורין לאורך כל הדרך בחוות דעתו, ולאורך כל עדותו. בעמוד 61 לחוות דעתו של בן חורין הוסבר:

"באשר להתרחבות, יש להבחין בינה לבין צמיחה. גיוס הון עצמי בתנאים בהם היו נתונים הבנקים בתקופה הנדונה היוותה מהלך שאיפשר התרחבות העסקים והפעלת הון גדל והולך בעסקים בלתי רווחיים או בלתי רווחים דיים. במילים אחרות, התרחבות פירושה גידול בהיקף הפעילות בין אם היא רווחיות ובין אם לאו. במקרה של הבנקים הפעילות עצמה לא הראתה רווח מספיק וההתרחבות הביאה להפעלת משאבים גדלים והולכים בפעילות שהיתה בלתי רווחית בזמנה. יש כאמור להבחין בין תהליך של התרחבות לבין תהליך של צמיחה כאשר זו האחרונה מתרחשת כתוצאה מגידול בסיס ההון של הפירמה מתוך הרווחיות הפנימית שלה. כאשר רווחי הפירמה גבוהים והרווחים - כולם או מקצתם מושקעים חזרה בתוך הפירמה בהשקעות שרווחיותם גבוהה יותר מעלות ההון כי אז קיימת צמיחה של הפירמה ויש הצדקה כלכלית להרחבת העסקים".

אין ללמוד איפוא מן ההתרחבות בעשור שקדם לשנת '82 שיש להניח צמיחה, כפי

שעולה מחוות דעתו של טלמור.

האלטרנטיבה השנייה לבחינת חוות דעתו של טלמור מפרשת את חוות הדעת כמתעלמת מן

post-ex. אלטרנטיבה זו משאירה למעשה את הבנק בלא חוות דעת של ממש. אין בה בנסיבות כאלה הרבה יותר מאשר "כך אני מעריך" ואני למד מן הבנקאות הבינלאומית. "כך אני מעריך" איננו אלא "ניחוש", ועל משמעותו של ניחוש עמדנו כשנתחנו את חוות הדעת של פרופסור רביב.

אין לקבל גם את ההשוואה עם הבנקאות הבינלאומית, השוואה העוברת כחוט השני לאורך כל חוות הדעת, בצד הסתמכות סלקטיבית על נתוני העתיד.

קשה להבין מדוע ההנחה שמרווח בארצות אחרות, בהן יש שוני, כמבואר, בהרכב הנכסים יהווה בסיס לקביעת המרווח בישראל, והוא הדין גם בהשוואות עם הפרשה לחובות מסופקים, ועוד.

איני רואה צורך להכנס לפרטיהם של דברי ביקורת אחרים שהוזכרו בסיכומים. חוות הדעת מסתיימת בקביעה ש"אני קובע כי ניתן להסביר את מחיר מניותיו של הבנק באמצעות פרמטרים סבירים של רווחים המקובלים במערכת הבנקאית. במידה ושוויו של הבנק הוערך על בסיס הצפיות לרווחיות בעתיד, כי אז אין מקום לקביעה כי מחירו של הבנק (שוויון של מניות סטוק בנק לאומי בבורסה) היה מנותק מערכו הכלכלי באותה עת". אכן - "ניתן להסביר" על ידי נתונים סלקטיביים. אך הסלקציה - אינה מקובלת עלי כאמור, וגם לא הגזירה השווה מן הבנקאות הבינלאומית. אינני מקבלת גם חוות דעת זו.

המומחים השונים - פרק מסכם

בפסק הדין בענין cede, ולאחר שדן ארוכות בנושא הערכות השווי השונות, עבר בית המשפט להשוואה עם מבחן החיים - שווי השוק של המניות. שם השימוש במבחן שווי לא היה באותו ענין מקור הערכה עצמאי אלא רק

תמיכה לחוות הדעת שעיקריה התקבלו שם, זו של המומחה רפופרט. יש לזכור שבאותה פרשה, להבדיל מענייננו, המטרה היתה לקבוע את שווי המניות גם בהתבסס על אינפורמציה פנים. שווי השוק של מניות איננו משקף אינפורמציה פנים.

מבחני החיים - ככל שהם מצויים - הם חשובים. מבחני החיים הם "עוגן". הם מקדמי בטיחות לכך שהדיון המשפטי לא יתנהל בתוך בועה מנותקת מן המציאות. הערכות שווי נעשות בעולם המשפט בהקשרים מהקשרים שונים [השווה, eastaway, (1, 1991, nd. Ed2) practical share valuation].

לעיתים - כמו במקרה בו יש לאמוד פיצוי הוגן לבעלי מניות מיעוט - ההערכה מושפעת, או עשויה להיות משופעת משיקולי מדיניות שיפוטית. השווה:

determination in corporate "fair value", weinberger, other, and better schyler, "outs-freeze" note: and in security and exchange act suits . Val. U.I. rev 19"methods(19885). 521 (. 599pg)

בענייננו הערכה השווי נועדה "לחקות" את מעשיהם של המשקיעים. בשלבים מסויימים של המשפט היה נדמה הויכוח הוא על עקרונות ועל שיטות הערכה. היה נדמה שהמחלוקת היא בין מודל "מפואר" - מודל ה-dcf - מודל מודלים "פרימיטיביים". כפי שקורה לא אחת במשפטים - ובפרט במשפט מורכב - בסופה של הדרך או במהלכה מוצאים לא אחת "התקרבות עמדות" של הצדדים. בא כח המאשימה נקט בתחילת הדרך בעמדה לפיה ה-dcf - איננו רלוונטי (ראה עמודים 4551-4561). באי כח קבוצת דיסקונט טענו שאת שווי הפירמה האמיתי יש להעריך גם בשים לב לאינפורמציה פנים. טענה זו - וכבר עמדתי על כך - נזנחה. יתכן וגם בא כוח המאשימה סבר בתחילה כי מודל ה-dcf - מיושם, בהכרח, תוך שימוש במידע פנים. המחלוקת הללו נותרו נחלת ההיסטוריה במשפט. עמדנו על כך שהטענה בענין מידע פנים נזנחה. גם בא כוח המאשימה לא התמיד עד סוף המשפט בעמדה שהשימוש במודל ה-dcf - איננו רלוונטי.

בהמשך הדרך, במהלך חקירתו של פרופסור רביב, נמצא התייחסות אחרת של בא כח המאשימה לענין מודל dcf.

פרופסור רביב אמר, כשנחקר על המכפיל הנכסי:

"אני לא אומר שהמכפיל חייב להיות 1.5 או שהוא תמיד 1.5 או שהוא תמיד 1.7 או משהו כזה. אני לא טוען את זה. אני טוען שמי שטוען שמכפיל חייב להיות 1 - טועה. זה כל מה שאני טוען."

על כך הגיב עו"ד לדור באמרו:

"הבנתי ואני גם מקבל. מי שטוען שמכפיל חייב להיות בדרך כלל 1 למרות... שהוא אמד את תזרים המזומנים העתידי והגיע בהנחה סבירה לכך שהמכפיל

... צריך להיות 2 הוא שוגה. אני לא חולק עליך. אין לנו מחלוקת בענין

הזה. זאת אומרת מי שהגיע למסקנה שבגלל סיבות מוצדקות הבנק שווה יותר מהמכפיל, מה book, - value מהערך שבספרים, אני מסכים איתך שזה לא יכול לבלום את ההערכה אם ההערכה היא סבירה. אין לי איתך על זה ויכוח...". (חלופי הדברים בעמ' 26945).

ונוכח שאלה שנשמעה שם מפי בית המשפט אם זה האופן שבו נשמעו הדברים במהלך פרשת התביעה - הוסיף עו"ד לדור והבהיר:

"אני מבקש לומר עוד פעם, היות ושואלים אותי מה עמדת התביעה... אין לי טענה שלא יתכן שפירמה שווה יותר מהbook. - זה דבר אחד... דבר שני לגבי בנקים. אין לי טענה שבנק לא יכול להיות שווה יותר מ - book כשם שאין לי

...יש לי טענה שהוא יכול להיות שווה פחות מהbook. -

כדי שבנק יהיה שווה יותר מהbook value, - או כדי שהוא יהיה שווה איזה שהוא שווי שהוא צריך לנסות ולהעריך שהוא באמת על פי איזה שהוא אומדן שהוא סביר או שהוא נכון ושאתה חושב שהציבור ככה היה מתיחס אל אותה פירמה, אתה צריך לאמוד את שווי הכלכלי. שווי הכלכלי אני מוכן לקבל את זה שהוא נגזר מתזרים עתידי. גם פרופסור בן חורין ככה מקבל וגם פרופסור ברנע... אבל בעוד שפרופסור רביב... הלך בדרך, אם אני מדמה את זה, לבחינה שאמרו לו כך נייר ועפרון תכתוב חוות דעת... ואני חולק בהרבה נקודות על סבירותה (כתוב - סבירותיו).

אני אומר כך: אם יש את הבסיס, אם צודק פרופסור רביב ובאמת הציבור היה... אומד את שווי של בנק דיסקונט כנכס כהשקעה בפירמה שמזמנת לנו

בעתיד

...תוחלת של זרמי תשלומים כאלה לא הייתי מנפנף עם book value ואומר

זה לא מתקבל על הדעת."

ברוח זו נאמרו דברים גם בסיכומי התביעה.

מודל גורדון - מודל הצמיחה הקבועה "זכה" בתחילת הדרך ללא מעט בוז, ולמיעוט ערכו מול המודל ה"נכון" - מודל dcf. - כך צוטט שוב ושוב למומחי המאשימה האמור בספרם של Myers & Brealey:

"Growth dcf formulas are extremely useful rules of these simple constant"

Thumb, but they are no more than that. Naive

. Trust in the formulas has led many financial analysts to silly"conclusions (. 54pg)

ה"מסר" שהועבר בחקירה (אכן, בפירוש לא באלו המילים) הוא שמי שמשמש במודל זה - טועה, ומגיע - למסקנות טפשיות.

בהמשכה של הדרך ראינו כי לגבי הטווח הארוך מפעיל גם פרופסור רביב את מודל גורדון, ופרופסור טלמור מפעילו לאורך כל הדרך.

'מודל גורדון' זכה לקיטונות של בוז, ולעומתו דובר רבות בשבח ה-dcf. הובאה פסיקה אמריקאית, ולא הזכרתי אלא מקצת ממה שהובא כדי להראות שמודל זה קנה לו מקום של כבוד בפסקי דין של בתי משפט מנוסים בהערכת חברות, שראוי לנו, כך נטען, ללכת בעקבותיהם.

מודל dcf הוצג במשפט כשיא השכלול והמודרניזציה של הערכת חברות במשפט האמריקאי. מקובל עלי כי במקרים מתאימים נוכל לאמצו. אין זה מקובל עלי לאמצו בתור מודל בלעדי להערכות שווי. בנסיבות כמו נתוני התקופה הרלוונטית באותו עולם של אי ודאות כלכלית, עליו דיבר ובצדק פרופסור טלמור, המשימה שהוטלה על מומחי ההגנה - להעריך את שווי הבנקים בשיטה זו - היתה משימה בלתי אפשרית. ה"תחזיות" לגבי יותר מדי נתונים רלוונטים היו קשות, וכמעט בלתי אפשריות. לא בכדי לא הוצגה לי שום הערכת שווי שנעשתה בזמן אמת לפי שיטה זו. בהערכת שווי מזמן אמת - נ/196ד נעשה שימוש במגוון שיטות הערכה ובהן מכפיל הרווח. לענין הערכת המס האפקטיבי בבנקאות נפנה כאן לעמוד 48 למסמך בו מציינים עורכי המסמך (לענין חברת פי.בי.) כי:

Recent legislation has effectively brought taxation of bank's profits" into the tax earnings range- of pre%70- 60

Years only, and we cannot predict what the . 3This legislation is for"effective tax rates for banks will be in the future

במקום שלא ניתן "לנבא" נתונים עדיף לחפש דרך הערכה אחרת. אין דרך הערכה אחת ויחידה. הדרך צריכה להתאים לנתונים שישנם, לאלה שאינם בנמצא, ולמטרת ההערכה. במשפט האמריקאי נמצא לא רק את מודל ה-dcf המודרני, אלא שלל שיטות (ראה למשל,

r.w. hamilton, corporation finance(1989,.nd. Ed2)68- .. 9Pg

לא מן המותר יהיה להפנות גם לדוגמא מן הפסיקה האמריקאית להערכת שווי של בנק beerly v. Department of treasury(1985): D 2f 768.

מבלי להכנס לפירוט שיטת ההערכה שננקטה שם, דיינו אם נצביע על כך שנעשה שם נסיון להשוותו עם נתונייהם של בנקים אחרים.

בסופו של יום המחלוקת האמיתית איננה על המודל. ויכוחים על ה"מודלים" מסיטים את תשומת הלב מהשאלה האמיתית והיא - באלו נתונים מזינים את המודל. אם נתוני "ההזנה" מאפשרים שימוש במודל גורדון משום שהנחות הקביעות מתקיימות - ניתן להשתמש בו. אם - כמו בהערכותיו של פרופסור רביב צפוויה תחילה תקופה של עליה דרסטית ברווחיות בה תהיה על פי הנחותיו, בהדרגה תשואה להון של % 12.5 ועלות ההון היא כטענתו % 7 או % 7.6 - מודל גורדון אכן אינו ישים גם לגישת מומחי התביעה. אצל טלמור לפי חישובי התביעה בסיכומים - ולא מצאתי מחלוקת על כך בסיכומי ההגנה - המשמעות היא עליה הדרגתית לתשואה להון של % 13 מול עלות ההון המוערכת של % 7. בשיטות ההערכה בהם נקטו מומחי ההגנה יש מספר רב מאוד של משתנים בלתי ידועים. אומדן (או ניחוש, או העתקת נתוני העתיד) של כמה משתנים בעת ובעונה אחת באותו עולם של אי ודאות עליו דיבר פרופסור טלמור בחוות דעתו עלול להביא, והביא בפועל להחמצה ניכרת,

ולנסיון לנהל את המשפט בתוך בועה מנותקת מן המציאות.

כפי שמציינים &brealey myers, לענין השימוש במודל ה-dcf, קל מאוד לעיתים לבצע הערכה לפי מודל זה שהיא מושלמת מבחינה מכנית, אך למעשה היא שגויה... (עמוד 65).

לתביעה היו השגות שונות, ורמזנו על כך בלא להכריע, גם על השאלה האם ההערכות

השווי הן מושלמות "מבחינה מכנית", כלשון &brealey myers. בין כך ובין אחרת - ההערכות הן בלתי נכונות. מודל ה-dcf איננו, כפי שחזרנו ואמרנו, מרשם קסמים להערכות שווי נכונות.

בתום סיכומי הצדדים, שחלקם היו בכתב ובחלקם בעל פה התקיימו שתי ישיבות של סיכומים בעל פה, לתכליות שונות, ובין השאר להבהרות לסיכומים בכתב לבקשתי. בין השאר התייחסתי בשאלותי למוצג נ/196ד - הערכת שווי של P.e.c שנעשתה בזמן אמת. P.e.c היא אחת מחברות הבת של אי.די.בי פתוח. הערכה זו נעשתה תוך שימוש במידע ציבורי, כיוון שמטרת ההערכה שם היתה קביעת שווי מנקודת ראות המשקיעים בבורסה לו הוצעה הנפקת p.e.c. בעקבות אותן ישיבות הגישה קבוצת דיסקונט, בהסכמת

התביעה תוספת קצרה לסיכומים. אצטט קטע מתוספת זו, כדי למקד שוב את גדרי המחלוקת האמיתיים עם אחת משתי הקבוצות שנוזקו להערכת שווי בהגנתן:

"עקרון dcfn - הוא המנחה את כל שיטות הערכת השווי - מודל גורדון, ערך נכסי כלכלי ומכפילים למיניהם. השיטות האחרונות משמשות קירובים בלבד, והשימוש בהן אפשרי רק בהתקיים הנחות מסויימות, או כאשר קיימת אינדיקציה ליחסיות תוצאותיהן לעומת הערך הנגזר משיטת ה-dcf והמשקיעים אינם מתמקדים דווקא בערך הנגזר, אלא בתכונה אחרת, כגון רצפה השווי של הנכס..."

עד כאן - לענין המחלוקת האמיתית, מחלוקת שכאמור איננה על המודלים, אלא על הנתונים, והנתונים הם שקובעים את לגיטימיות השימוש במודל זה או אחר, והוא הדין בהעדרם של נתונים המקשה על שימוש במודל זה או אחר.

פתחנו פסק דין זה בהצבעה על כך שהנאשמים שינו את דרכי פעולתו של השוק החפשי, שוק בו ההיצע והביקוש בהצטברותם קובעים את שווי הכלכלי של המניה. כל המודלים למיניהם בין הפשוטים ובין המורכבים באים להעריך לענייננו מה היה קורה בשוק החפשי. לעיתים - יש צורך בהערכה מה היה המחיר שהשוק החפשי היה קובע למניה כשמניה איננה נסחרת בשוק כזה. brealey Myers & כדוגמה לצורך כזה מקרה בו יש לאמוד את שווי של מניות של חברה משפחתית שאיננה נסחרת בבורסה. הערכה סבירה יכולה להיות, במקרה כזה, שימוש במכפיל הרווח של

חברות דומות (עמוד 61). בענייננו - אילו כוונתם של הנאשמים היתה לחקות את תוצאות השוק החפשי (וזו המשמעות של "ויסות על פי הערך הכלכלי") - לא היה צורך בכל המכניזם המורכב והמסוכן של הויסות. תן לשוק החפשי לעשות את שלו ותמצא בדיוק, מדי יום ביומו, את ההערכה הנכונה. אין צורך בתחליף - כשהשוק החפשי יכול לתת את ה"מקור". על כך עמדנו בתחילת הדברים, לפני שפנינו למודלים למיניהם. התערבות השוק החפשי מביאה לתוצאה הבלתי נמנעת שלא תגיע, גם אם תרצה בכך, וגם אם תוריד מחירים בתגובה ל"חדשות רעות" - למה שהיה מגיע השוק עצמו. העובדה שהבנקים ביקשו להחליף על ידי פעולות הויסות, את מנגנון השוק החפשי הינה ראייה ניצחת לכך שלא התכוונו להשיג את אותן תוצאות שהיו מתקבלות, בשוק כזה, אילמלא הויסות.

השיטות בהן נקטו מומחי המאשימה הן שיטות שיש להן מגבלות. הן אינן נותנות יותר מאשר "קרוב."

עם כל המגבלות של השימוש בשיטות, ועם כל זה שאינן נותנות יותר מאשר קירוב

לטווח ארוך השיטות ישימות. הן ישימות משום שהפערים בין הסביר לפי אותן שיטות ובין מחירי השוק היו כה גדולים, שגם במרווח של טעות - עדיין נותרים פערים משמעותיים. השיטות ישימות לבנקאות של ישראל באותם שנים, בנקאות שהיו בה סממני דמיון ניכרים ל-public utilities (השווה): תשובת בנק הפועלים לאישום סעיף 4; מאמרו של ד"ר מ' רות "מה כפוי במערכת הבנקאות בישראל, שנת 1983 ואחריה" רבעון לבנקאות כרך כ"ב, 103, 105. רק מכח מעמד מיוחד זה, ולא משום סיבה אחרת ניתן היה לצפות שהתשואה להון, שהיתה נמוכה מאוד בשלושת הבנקים הגדולים תהיה עם הזמן בסדרי גודל של עלות ההון (השווה, brealey myers &, עמוד 54). תחזיות בהן "השורה התחתונה" איננה תואמת רעיון זה אינן סבירות לתקופה הרלוונטית.

לסיום הדיון במודלים נביא צטוט נוסף מדברי myers & brealey:

But remember, the purpose of discounted cash flow is to estimate market value. To estimate what investors would pay for a stock or business-

, that's valuable evidence. Try to figure out a way to use it. One way to when you can observe what they actually pay for similar companies

Earnings of-use it is through valuation rules of thumb, based on price

Book ratios. A rule of thumb, artfully employed, sometimes beats-. Market"a complex discounted cash flow calculation hands down

(. 66pg)

והוא, בדיוק, אשר אירע בענייננו.

בנק המזרחי ושאלת הנתק

הגנת בנק המזרחי - בהקשר זה ובהקשרים אחרים התבססה על יחודו של בנק זה על פני הבנקים הגדולים. לענייננו השוני עליו הצביע עו"ד ארנון לאורך כל הדרך היה להצביע על הרווחיות הגבוהה של הבנק, ומגמת העליה של הרווחיות. קו ההגנה היה להראות שדברים כלליים שנאמרו על ידי שני מומחי התביעה - ברנע ובן חורין אינם ישימים לגבי בנק המזרחי. עו"ד ארנון לא חקר במישרין על נושא הנתק במוצהר וביודעין (ראה במהלך חקירת בן חורין עמודים 10159-10160, 10164-10166, 10745) הוא לא ניסה כוחו, בדומה לבנק דיסקונט ובנק לאומי בהגשת חוות דעת עצמאית משלו בענין שווי הבנק. בנוסף על כך התאפיין קו ההגנה בנסיון לנפץ נתונים מספריים שהביאה התביעה, בשלב מסויים בסיכומים נעשה הדבר תוך הצעת אלטרנטיבות. כשהוצבע בפני עו"ד ארנון על קשיים שמעלים תחשיבו, בנגוד לפרקליטים אחרים, לא היתה נכונות מצידו לשתף פעולה עם התביעה בנסיון להגיע לנתונים מוסכמים, ולא היתה "הצעה מתקנת" מצידו לאותם נתונים שהגיש בעצמו שערורו קשיים.

המסר המועבר מכל המהלכים הללו בהצטברותם בנושא הנתק הוא זה: חובתה של התביעה הטוענת לנתק להוכיח את הנתק, ודי לנאשם בכך שיצור ולו בקיעים בראיותיה, בקיעים שיעוררו ספק סביר. אין זה מחובתו להביא ראיות משלו וזכותו היא לנהוג בדרך האמורה.

הדרך של נסיון לשמוט לבנים מהמבנה שבנתה התביעה, שאין עמו נסיון להקים מבנה אלטרנטיבי של ההגנה היא דרך לגיטימית במשפט פלילי. למעלה מן הצורך אעיר עם זאת כי הנטל הטקטי המוטל על מי שטוען שויסת לפי הערך הכלכלי - אינו קל. לא הוסברו בראיות ההגנה ירידות ועליות בשווי השוק, וכיצד, אם בכלל, "הותאמו" לאינפורמציה הציבורית. בסופו של דבר

ולאחר בחינת הנתונים הקונקרטיים ומשמעותם, הגעתי לכלל מסקנה כי גם בבנק המזרחי שווי השוק של המניות לא שיקף את הערך הכלכלי. בלשון אחרת - אילו ניסה בנק המזרחי להקים מבנה אלטרנטיבי בדמות הערכות שווי שתכליתן להראות ששווי השוק בתקופת הויסות תאם את הערך הכלכלי - היה מבנה זה קורס.

נראה תחילה מהם הנתונים הקונקרטיים לגבי בנק המזרחי.

תחילה - לנתונים הנתונים על ידי קבוצה זו. סיכומי בנק המזרחי נעשו במתכונת

משולבת - בכתב ובעל פה. לסיכומים בכתב צורפו טבלאות א' ו-ב' המתארות את עמדת הבנק. טבלה א' מצביעה - ולא אכנס לפרטים - על גידול רב במאזן הבנק, גבוה בהרבה משל הבנקים האחרים. ככל שהדברים אמורים בגידול בהון העצמי, אני מבקשת לחזור על הבחנה עליה עמדנו לעיל בין התרחבות וצמיחה. מה שיכול "להרשים" לענייננו הוא רק צמיחה הנובעת מרווחיות פנימית. ענין זה מביאנו במישרין לנספח ב' לסיכומים.

נספח ב' לסיכומים מראה את המרווח המתואם לאחר מס כאחוז מן ההון העצמי המותאם בשנים 1979-1983 (לגבי סוף השנה בכל שנה, לרבות 83). קשה להמנע מלהעיר כי לגבי השנים 79 ו-80 בחירת הנתונים מעוררת קשיים, משום שנבחרו לכל שנה שיטות הערכה בלתי קונסיסטנטיות. איני רואה עם זאת חשיבות לענין, ובכפוף להערה הנזכרת אצא מן ההנחה שהנתונים המוצעים הם נכונים גם לגבי שנים אלה.

אחוז הרווח המתואם אחרי מס מן ההון העצמי המתואם הוא, על פי הנתונים הללו, ולפי סדר השנים: 0.8%, 4.3%, 8.7%, 11.1%, ובשנת 83 הפסד של 5.4%.

זה המקום להזכיר הסכמה פרוצדורלית שהיתה בין הצדדים. במקום להעיד את

מר שפיגל מבנק ישראל הוגשו, בהסכמה, תחשיבים שהוגשו לועדת בייסקי - ת/354 (להלן - חשובי שפיגל). הסכמה זו הוגשה בצרוף להסדר דיוני בו צויינו, בין השאר, העניינים הבאים: הנאשמים לא יחקרו את מר שפיגל אך הדבר לא ימנע בעדם להביא ראיות אחרות או נוספות באותו ענין, והעדר חקירה נגדית לא יפחית ממשקל ראיות אלה של הנאשמים. הנתונים המתוייחסים לשנת 83 הוצגו כך שהרווח המתואם הוא הרווח לשנה כולה, וההון המתואם חושב בדרך של גלגול מדדי לספטמבר 83 של ההון העצמי ל-31.12.82, דהיינו ערך זה מייצג את ההון העצמי המופיע בדוחות הכספיים ל-82. הנתונים תורגמו לשער הדולר של 30.9.83 וזאת ללא התחשבות ברווח או בהפסד אם היו בחלק זה של השנה.

במהלך הסיכומים בעל פה הגיש עו"ד ארנון מסמך נוסף (שצורף כנספח י"א לסיכומים) לצרכי השוואה עם נתוני המאשימה בנספח ט' לסיכומיה. טבלה ט' מבוססת בין השאר על נתוני שפיגל ומביאה נתונים בדבר ערך שוק, רווח מתואם, הון מתואם, מכפיל נכסי ומכפיל רווח.

ישנן מחלוקות מסויימות לענין שנת 1980, שאינני רואה חשיבות להיכנס אליהן.

ישנה זהות מלאה בין טענות התביעה והנאשמים בענין השנים '81 ו-'82. לענין ספטמבר '83 ישנה מחלוקת בענין הרווח המתואם, וכפועל יוצא מכך ומהנפקה שהיתה בבנק במאי '83 - גם על ההון המתואם. כפועל יוצא מבחינה חשבונאית המכפיל הנכסי לשלושת רבעי שנה בשנת '83 הוא, לטענת הבנק 2.18 (לטענת המאשימה-2.75).

מכפיל הרווח הוא, לטענת הנאשמים 18.3, ולטענת המאשימה, שהביאה בחשבון הפסד-מכפיל נטול משמעות.

כאמור המחלוקת לענין '83 מקורה בהנפקה שהיתה במהלך השנה (מאי '83) וכן בענין רווח מתואם שהיה לבנק באמצע השנה. הדו"ח החצי שנתי עצמו איננו מתואם; נתונים על התאום ניתן ללמוד מהודעה לעתונות שפירסם הבנק-נ/53/מ.

הזכרתי את ההסכמה הדיונית ממנה עולה שרווחים או הפסדים לא הובאו בחשבון לענין שנת 1983, וממנה משתמע כי ההנפקה בבנק המזרחי (שהיה היחיד שיצא בהנפקה בשנה זו) - גם כן לא הובאה בחשבון. נספח י"א של הבנק מתיימר להציג את המסקנות משני הנתונים הללו.

מקובל עלי כי יש להביא בחשבון את הרווח המתואם החצי שנתי, ומכיוון שבמשפט פלילי עסקיני אני מוכנה גם להניח, ולו מחמת הספק שהנאשם מאיר האמין לפני ה-6.10.83 שהרווחיות של הרבע השלישי של השנה היא כמחצית הרווח החצי שנתי, אף שבסופו של דבר השנה בכללותה הסתיימה בהפסד. עד כאן, מקובל עלי. מה שאיננו מקובל עלי הוא התחשיב המוצע בנספח י"א לענין הרווח המתואם. בתחשיב זה ישנה הטעיה הנובעת מאופן בלתי נאות בו הציג הבנק לציבור את רווחיותו לחצי שנה זו. הענין עלה במהלך סיכומיו של עו"ד ארנון. הובהר כי מה שנעשה על ידי הבנק בהודעה הנזכרת לעתונות הוא להציג רווח דולרי על ידי חלוקת הרווח הנומינלי בשער הדולר. באופן זה מצטיירת תמונה לפיה הרווח המתואם החצי שנתי הוא 21 מליון דולר (כשבסיכומי הבנק מוסיפים חצי מהסכום הזה בגין השליש הרביעי של השנה). שיטה זו איננה מקובלת עלי כלל ועיקר. זוהי בדיוק השיטה של דווח לציבור על רווחיות גבוהה, כביכול, עליה מתח אמיר ברנע בקורת חריפה (למשל - עמוד 4967). תרגום "לדולר נוחות" צריך להעשות מהרווח הראלי. גם הרווח הריאלי פורסם באותה הודעה לעתונות והוא עומד על 324.5 מליון ש"ח. במהלך הסיכומים בעל פה נעשה חשוב נכון של רווח חצי שנתי של 6.8 מליון דולר. עם נוסף על כך עוד שלושה חודשים נגיע ל-10 מליון דולר (ליתר דיוק 10.2 מליון דולר).

אני מוכנה לקבל שבטבלאות י"א צריך להופיע רווח של עשרה מליון דולר (ולא-31.5 מליון כמוצג בטבלה).

עולה גם כאמור במשתמע, וכך נטען בהערה 35 לטבלה שלא הובאה בחשבון הנפקה מחדש מאי '83 בגינה יש להוסיף להון הבנק 22 מליון דולר. מכל טעמי הזהירות וההנחות הנוחות לנאשמים אניח איפוא שעל ההון של 206 מליון דולר של סוף שנת '82 יש להוסיף מליון דולר, כך שההון המתואם בטור של שנת '83 יעמוד על 238 מליון דולר (אך לא - 264 מליון כנטען בנספח י"א). בכל ההנחות הללו ואם נתמיד בדרך החישוב הפשטנית המוצעת לנו בנספח י"א יהיה המכפיל הנכסי בעיגול 2.5, ומכפיל הרווח, בעיגול 57!

כשהצבעתי בפני עורך דין ארנון בסיכומיו על ההטעיה בנושא ההתאמה לדולר ציין כי יגיש תחשיבים מתוקנים. בשלב מאוחר יותר בשל הסיכומים נסוג בנק המזרחי מכוונה כזו.

מכפיל הרווח בהנחות אלה פחות נוח לו מאשר מכפיל הרווח השלילי (קרי - חסר משמעות) שבטבלה ט' המתוקנת של סיכומי התביעה. מסתבר שבדרך זו המביאה למכפיל "חיובי" הגענו למכפיל גבוה ביותר!

לא אבסס עם זאת שום ממצא על דרך חישוב פשטנית זו של חלוקה מכנית של הנתונים

שבטבלה י"א תוך תיקון נאות לענין הרווח משום שהיא לוקה בכך שלא נעשו ההתאמות הנדרשות לכך שההון המונפק לא "עבד" כל השנה (השווה לצורת החישוב במכתבו של ברנע ת/349). חישובים כאלה

אינם ניתנים לבצוע בדרך הפשטנית בו חושב נספח ט' או נספח י"א, והם מצריכים עדות מומחה. ברנע עצמו ציין שנעזר ברואה חשבון לענין נספח ת/349.

נראה לי כי בנק המזרחי נקט כאן, בהסכמות הפרוצדורליות ולאחר מכן בהסתמכות על נתוני ההודעה לעתונות בדרך של תכסיסנות מסויימת של "תפישת" התביעה בכך שנתוני שפיגל לגבי תשעת החודשים הראשונים של בנק המזרחי (שהוא היחיד שהיתה לו הנפקה ב-83') מתעלמים, כנראה מהנפקה זו. בסופו של דבר לא הציע בנק המזרחי תחשיב משלו, למרות הצהרות קודמות (ראה למשל, 34432, 34745, 4952, מול 35068-35071). הדיון בנושא הסתיים באמירתו של מר עו"ד טל, שייצג יחד עם עו"ד ארנון את בנק המזרחי "מה שחברי הוסיח - הוסיח".

מה המסקנה? אכן - חישובי שפיגל אינם מביאים בחשבון לגבי בנק המזרחי לא את

רווחיו ולא את ההנפקה. בנק המזרחי לא הציע בסופו של דבר "מכפילים" משלו לגבי ה-30.9.83. האם בנסיבות אלו צריך בית המשפט להסיק שאין נתק? תשובתי על כך היא בשלילה. כדי להסיק קיומו של נתק די לי בנתונים של סוף שנת 82' (כשלענין המכפיל הנכסי ישנם נתונים גם לגבי 30.4.83, לפני ההנפקה של מאי. הנתון מופיע במאמרו של ברנע לגבי שנת 82' עמוד 82. המכפיל הנכסי למועד זה הוא כבר 2.7!).

זוכיר כאן כי בהנחה האופטימלית לנאשמים הרווח עד 30.9.83 הוא 10.2 מליון

דולר. אם נתעלם מהגידול בהון במהלך '83' הרווח זה הוא כ-5% ביחס להון המתואם של סוף 82'. ההתעלמות מן הגדול היא לטובת הנאשמים, משום שאחרת האחוז נמוך יותר. בשנת 83' (תשעה חודשים ראשונים), ובמידה רבה כתוצאה מויסות אגרסיבי בתחילת התקופה היתה תשואה ראלית של 35% (ראה נספח ב' להכרעת הדיון). הבנק גם לא קיים בפועל את הסיכום עם שר האוצר בדבר מדד פלוס חצי אחוז. הוא "נתן" בתקופה שבין אפריל לספטמבר 1983 תשואה חדשית ממוצעת של 1.44%. אני דוחה איפוא טענה שהועלתה על ידי עו"ד ארנון כי עליו "להצדיק" רק עליות של חצי אחוז לחודש. מצבו בשאלת הנתק בספטמבר 83' אינו יכול להיות טוב מזה שהיה בסוף שנת 82',

שנה בה הרווחיות היתה הטובה ביותר, וכששנת 83' היתה שנת שפל בשוק כולו. נתוני שנת 82' הם כבר נתוני "נתק". המכפיל הנכסי הוא גבוה כבר בשלב זה - 2. הזכרנו בתחילת הדברים את דברי ברנע לפיהם בתקופה הרלוונטית המכפיל הנכסי שימש מודד טוב יותר.

נפנה איפוא לחקירת מומחי התביעה (בנק המזרחי לא הביא, כזכור, מומחים משלו). אקדים ואומר כי אינה מקובלת עלי טענת עו"ד ארנון לפיה הצליח להראות כי עלה בידו באמצעות חקירה זו להפריך את דברי מומחה התביעה, ככל שאלו מתייחסים לבנק מזרחי. אכן, עלה בידו, ובצדק, "להוציא" מפי המומחים התייחסות "חיובית" לרווחיותו של הבנק, ביחס לבנקים האחרים. לא עלה בידו לשלול את טענת הנתק לגבי בנק זה. נפרט:

אשר לפרופסור ברנע: נפנה לשני קטעים מסכמים מדבריו, ונעיר כאן כי עו"ד ארנון, כמנהגו, ניסה "לחסום" את המשך התשובות, והיה הכרח בהתערבות בית המשפט כדי לאפשר מתן תשובה.

בעמוד 4936 נתבקש ברנע להבהיר האם התוצאות העסקיות של הבנק בשנים 80'-82' (עו"ד ארנון נמנע מלחקור את המומחה על שנת 83') היו יכולות להביא משקיעים לשלם את מחירי השוק, דהיינו שהיה "בקוש אותנטי למניות". על כך השיב:

... "למרות העובדה המספרים מראים באמת רווחיות חיובית שלאחרים היא לא קיימת, למרות העובדה שהמספרים מראים צמיחה שאצל אחרים היא לא קיימת, עדיין הרמה המוחלטת של הרווחים בשנת 82' לא הצדיקה בעיני התייחסות נפרדת לנושא הויסות, ההתייחסות לערך השוק של 400 מליון דולר פלוס שהוא ערך השוק של בנק המזרחי ב-31.12.82" (עמ' 4936-4937).

ובמקום אחר:

... "מבחינות הרווחיות של בנק המזרחי והיחס בין ערך השוק לערך הנכסי מופיע טוב יותר מהבנקים האחרים, יחד עם זאת כמו שאמרתי בחקירה הנגדית כשנשאלתי, עדיין רמת הסבירות היא מאוד נמוכה להצדיק על פניו רכישת השקעה... בבנק המזרחי על בסיס כלכלי גרידא ללא נושא הויסות" (עמ' 5084-5085).

ומכאן לפרופסור בן חורין:

פרופסור בן חורין אישר שהתשואה להון בשנת 82' היא תשואה יפה מאוד (10094), שה"פרפורמנס" של הבנק היה יותר משמעותית משל הבנקים האחרים (10097), עוד הסכים כי לא היה משתמש לגבי בנק המזרחי בנפרד באותן סט מילים בהן דיבר על הבנקאות באופן "קבוצתי" (10,100, 10). אך - וכבר הפניתי לעיל לעמודים המדוייקים - עו"ד ארנון נמנע, ובמתכוון לשאול שאלות לענין הנתק. הוא גם לא שאל דבר לענין עלות ההון.

לאור כל מה שהוסבר לעיל בענין היחסים בין הפרמטרים השונים הקובעים את שווי הבנק, הנתונים היפים ביחס לבנקים האחרים של הרווחיות של בנק המזרחי יכולים היו (בהנחה אופטימית שתוצאות 82' שהיו הטובות ביותר יימשכו, ובהנחות של פרופסור בן חורין - אותן לא תקף עו"ד ארנון בענין עלות ההון) - "להצדיק" מכפיל נכסי של סביב 1, ולא את המכפילים הנכסיים שהיו בפועל. נבהיר כאן כי התוצאות של הבנקים האחרים לא יכלו "להצדיק" אפילו מכפיל כזה. לא די איפוא להראות שלבנק המזרחי היו נתוני רווחיות "יפים" ביחס לבנקים האחרים. כל אלה אינם מפריכים את התזה של המומחים בנושאי הנתק.

גם בבנק המזרחי היה, איפוא, נתק. יש לו קוים יחודיים נוספים, עליהם

נעמוד בהקשרים אחרים.

I.d.b. ושאלת הנתק

מניות I.d.b. היו מווסתות, וכך שתי זרועותיה: דיסקונט ואי.די.בי פתוח. על קיומו של נתק בבנק דיסקונט עמדתי בנפרד. ירידת שווי מניות דיסקונט בשוק חפשי (עם הפסקת הוויסות) היתה משפיעה מטבע הדברים גם על I.d.b. עצמה. כזכור החזיקה I.d.b., גם אחרי הקטנת שעור ההחזקה, בחלק המכריע של מניות דיסקונט. הבהרתי לעיל כי לא ניתן, בעת ובעונה אחת לקיים מדיניות תשואה חיובית וויסות על פי ערכים כלכליים. הדבר אמור בשתי זרועותיה של I.d.b. וב I.d.b. עצמה. עמדתי על כך ששנת 1983 היתה ברובה שנת הצעים, ובודאי בחודשים האחרונים, וקיומם של הצעים שנקלטו על ידי הגופים המוסתים מלמד, כלעצמו, שהשוק לא היה "נותן" I.d.b. - בקיץ 1983 ועד מועד המשבר את מה ש"ניתן" לה הוויסות. קיומו של נתק ב-I.d.b. הוא מחוייב המציאות, ונזכיר גם את ענין ה"מנוף המשני". יחד עם זאת. I.d.b. איננה בנק, ורק חלקה הבנקאי (בנק דיסקונט) נבדק על ידי מומחי המאשימה. נוכח ראיות המאשימה לא הגישה קבוצת דיסקונט חוות דעת בענין שוויה הכלכלי של I.d.b., אף שהגישה חוות דעת כזו בענין בנק דיסקונט. מומחי המאשימה נחקרו בשאלת בדיקותיהם בנושא הנתק ב-I.d.b. בכללותה, ומסתבר כי לא נעשתה אותה בדיקה שנעשתה לגבי הבנקים: ברנע 4440 ואילך, ו-4536. בן חורין 9031 ואיל, ובפרט בעמודים 9037-9036, 9049-9050, 9085-9088, 9096. במצב דברים זה יש קושי לקבוע את שיעורו של הנתק באופן בו הציעו מומחי המאשימה לבדוק את הבנקים, להבדיל מעצם קיומו של נתק. הערכת המנהלים בדבר קיומו של נתק ב-I.d.b. עולה מעצם בקשת "ההגנה" בהסדר. אין זה מובן מאליו ש-I.d.b. שאיננה בנק, כפי שמדגישים פרקליטיה לאורך כל הדרך, תזכה אף היא בהגנה הניתנת

לבנקים. יש לזכור כי ה"הגנה" מוצבת ברף הנמוך משווי השוק של המניות המווסתות ב-6.10.83. אם ביקשו המנהלים "הגנה" על רף זה, אות וסימן הוא שהיה שברור להם קיומו של נתק ב-I.d.b. - הערכות המנהלים מזמן אמת, להבדיל מאשר בדיעבד, הינן, כאמור, נתון שיש ליחס לו משקל נכבד. הבהרתי גם בהקשר אחר כי מי שטוען שויסת לפי הערך הכלכלי צריך להבהיר כיצד הצליח לבצע "פלא כזה" ומה היו שיקוליו בהעלאתו ובהורדות מחירים.

לכאורה - "נקודת זכות" מסויימת לבנק דיסקונט. נקודת הזכות היא לבנק דיסקונט

ולא I.d.b. - נוכח מבנה הוויסות בקבוצה, עליו עמדתי בפרק הספציפי הנוגע לקבוצה. הנזק של ירידת מלאי הוויסות של מניות I.d.b. שבאחריות בנק דיסקונט איננו ניתן להגדרה "כמותית" כמו לגבי הבנקים וכך גם גובה הנזק למשקיעים. כנגד נקודת זכות זו עומדת נקודת חובה רבת משמעות: עמדנו לעיל על הסיכון הקיים לגבי בנקים, בשל המבנה הפיננסי המיוחד שלהם כתוצאה ממשבר אימון, ועל היותם "חשופים" לבריחת פקדונות כתוצאה מכך. כפי שחזרו והדגישו פרקליטי הקבוצה - היעוץ בענין כלל מניות הקבוצה נעשה בבנק (אין בכך, כך הבהרתי כדי לפטור את מנהלי הקבוצה ב"כובעם" כמנהלי I.d.b. בגין היעוץ בכללו בצד הפלילי). בצד הכלכלי - ובו עסקינן לענין הפגיעה ביכולת התאגידים לקיים את התחייבויותיהם בנק דיסקונט, כמי שנותן את היעוץ "סופג" את מלוא משבר האמון, הן לגבי מניות הבנק, והן לגבי מניות I.d.b. על שיעור הנתק במניות דיסקונט עמדתי לעיל.

אף ששיעורו של הנתק במניות I.d.b. (להבדיל מעצם קיומו) לא הוכח די הצורך

בראיות התביעה, משבר האמון הצפוי בבנק נובע מירידת ערך צפויה של כלל מניות הקבוצה. הוא הדין ביחס להתחייבות הנרחבת שנוצרה כתוצאה מן היעוץ בכלל מניות הקבוצה. לשאלת ההתחייבות נפנה עתה, לגבי כל הבנקים.

ח. שאלת "ההתחייבות"

בין שאלת הנתק ושאלת ההתחייבות יש קשר גומלין רב חשיבות: אם תאמר שאין נתק,

ואפילו חייבים הבנקים (כטענת התביעה) לפצות את כל מי שהחזיקו במניה ב-6.10.83 נושא ההתחייבות מתגמד מבחינת משמעותו הכספית.

השימוש במינוחים "התחייבות" או ה"מחוייבות" שנעשה בהם שימוש במשפט, מצריך

הבהרה: לביטויים אלה משמעות שונה בדיסציפלינות שונות.

יש שוני בין משמעותם של הביטויים הנזכרים כאשר הם נישאים בפי משפטנים, אנשי כלכלה ומימון, ובעלי מקצוע בתחום ראיית החשבון. אין צורך להרחיב את הדיבור על משמעותה של "התחייבות" בלשון המשפט. כנגד החובה במשפט עומדת זכות. אך המומחים ה"כלכליים" שהעידו במשפט דיברו לעתים על התחייבות במובנה המשפטי (כאשר את קיומו של חיוב משפטי הם נוטלים מהנחות עבודה קיבלו מן התביעה) ולעתים דיברו על מחוייבות במובן אחר - המובן הכלכלי. הרבה אי הבנות היו במשפט כתוצאה משימוש במונחים זהים או קרובים לציון משמעויות שונות.

מומחי התביעה פרופסור ברנע ופרופסור בן חורין אינם משפטנים, והם לא התיימרו ליטול לעצמם מומחיות שאין להם. הם קיבלו הנחת עבודה מן התביעה לפיה יצרו הבנקים מחוייבות משפטית כלפי המחזיקים במניותיהם. נכונותה או אי נכונותה של עמדת התביעה בענין זה צריכה להיבדק בכלים משפטיים, והכל על יסוד העובדות שהוכחו במשפט (ראה דברי עו"ד לדור בעמ' 7464).

מומחי תורת המימון יכולים להאיר את עיננו מכוח מומחיותם בנושא אחר והוא האם נוצרה "מחוייבות" כלכלית.

אי הבהירות עליה עמדתי נבעה לא רק משימוש בטרמינולוגיה זהה או קרובה, היא נבעה גם מכך שיש מידה רבה של חפיפה בין מערכת העובדות

שהביאה את פרופסור ברנע לקבוע שהיתה לבנקים מחוייבות כלכלית לתמוך במניותיהם לבין העובדות בגינן טוענת התביעה לקיום מחוייבות משפטית. היתה מידה רבה של חפיפה, אך אין זהות מוחלטת.

פרופסור ברנע העיד על "מחוייבות כלכלית" שיצרו הבנקים בשל כך שהעבירו למשקיעים "סיגנלים" שונים. בכך לא התיימר לקבוע שבכך נוצרה גם התחייבות משפטית. הוא לא אמר גם את ההיפך - שאין התחייבות משפטית. השאלה אם התחייבות כזו קיימת, איננה בתחום מומחיותו. פרופסור בן חורין נטל מן התביעה את ההנחה בדבר קיומה של התחייבות משפטית. הנחה זו "תרגם" למונחים כלכליים. אני סבורה שהבחנה בין משמעויות שונות שהתערבבו לעתים זו בזו תועיל להסרת אי בהירויות שונות בעדויות. לשם בהירות נבחין בין התחייבות (obligation) במשמעותה המשפטית המשקפת יחסי חובה מול זכות לבין מחוייבות (commitment) עליה דיברו הכלכלנים.

המחוייבות הכלכלית

אני קובעת, בעקבות עדותו של פרופסור ברנע כי היתה לכל התאגידים הנאשמים "מחוייבות כלכלית" להמשיך בויסות.

עמדנו על כל קבוצה בנפרד וראינו התבטאויות שונות כמו "התחייבות מוסרית" שלא

להפסיק את הויסות באופן שרירותי או קפריזי. אף אחד מהבנקים (לרבות i.d.b) לא ראה עצמו "חפשי" להפסיק את הויסות "סתם כך". בימים האחרונים של הויסות קלטו הבנקים כמויות אדירות של מניות. קליטה זו היא ביטוי לאותה מחוייבות כלכלית. ראינו לעיל שאפילו ב- 5.10.83, כשהבנקים כבר עמדו עם מלאים גדולים ביותר הם לא באו אל הרשויות כדי ליטול עצה ולבקש עזרה לגבי השאלה כיצד "לרדת" מן הויסות. תכלית ההתרוצצות שהתרוצצו ראשי המערכת הבנקאית בין רשויות השלטון ביומיים האחרונים של הויסות היתה קבלת עזרה לצורך המשך

הויסות. מצב המלאים כפי שהיה באותם ימים עדיין לא הביא אותם למסקנה שיש להפסיק את הויסות וכי ההתחייבות ה"מוסרית" כלשון אחדים מהם פקעה. הם ביקשו (בין השאר) חלון אשראי לצורך המשך הויסות. חלון אשראי הוא לא מילת קסם, משמעותו היא שניתנת הלואה, אומנם בתנאים נוחים, אך אותה יש להחזיר. יש גבולות של סבירות גם לחלונות אשראי שניתן ליטול. עוד יש גבול של סבירות לחלון אשראי שיכולה המדינה לתת. אחדים מן הבנקים - בניגוד למדיניותם הקודמת נתנו בתקופה האחרונה לחברות המווסטות מימון ישיר מכספי הבנק.

התנהגות זו שנמשכה עד הרגע האחרון היא הראיה הטובה ביותר לכך שהיתה להם, אכן, מחוייבות כלכלית.

מה טיבה של מחוייבות כלכלית? הענין הוסבר בעדותו של פרופסור ברנע, שהפנה אותנו במסגרת זו, בין השאר ל"תורת הסיגנלים".

הרעיון בפשטות הוא זה: כאשר הפירמה שולחת "איתותים" למשקיעים בדבר כוונותיה או מדיניותה ומאכזבת את הצפיות לגביה השוק "מעניש" את הנהלת הפירמה. דוגמא מובהקת לכך בספרות של תורת המימון האם אתותים בדבר רווחיות גבוהה המועברים באמצעות העלאת הדיוידנד. כאשר הפירמה איננה יכולה לעמוד בתשלומי דיוידנד גבוהים כפי שהיה בעבר ומורידה אותם, ישנו, כך הוסבר, לחץ על המנהלים להסביר מדוע הדיוידנד ירד, ולעתים המנהלים משלמים במשרתם. לדיון ביקורתי בענין מדיניות הדיוידנד כ"סיגנל" ראה: Z. Goshen, "Implications: Dividend Policy" (1991), j.s.d. sub to Yale Law School, for firm and market efficiency. ה"עונש" בו מדובר בתורת הסיגנלים הוא עונש כלכלי (ראה למשל עמודים 10843-10827 בעדותו של ברנע). פרופסור ברנע הזכיר בעדותו כמה סיגנלים בהם נדון להלן.

ניכר היה בפרופסור ברנע כי הוא מבקש להוסיף ביוזמתו "סיגנלים" נוספים (ראה, למשל, עמודים 10828-10829). אך מקומם של סיגנלים כאלה הוא בחקירה ראשית, ולא בהתנדבות של עד מומחה במהלך חקירתו הנגדית. אין פירוש הדברים שחומר הראיות אינו מעלה "איתותים" נוספים שיש לדון בהם. כשעוסקים בנתוח כלכלי, משמעותם של המסרים המועברים למשקיעים היא בתחום של "כללי המשחק" הכלכלי של הפירמה מול המשקיע.

אוסף המסרים שהועברו על ידי הבנקים הוא היוצר את ההרגשה שהבנק מחוייב. אם הבנק לא יעמוד באותה התחייבות כלכלית - "העונש" הכלכלי שיוטל עליו הוא כה גבוה, שהבנק יעשה כל מאמץ להמנע מכך (ברנע 10869).

החשוב במסרים - המסר המועבר באמצעות מנגנון היעוץ בטרם נכנס לפרטי ה"מסרים" שהועברו לצבור נזכיר את ה"מסר" שהוא, לטעמי החשוב ביותר: "המסר" המועבר באמצעות מנגנון היעוץ בענין טיבה של המנייה. מסר זה עובר מפה לאוזן ומחלחל בצבור.

מסר זה אינו מגיע רק למי שישב מול פקיד בנק וקיבל עצה, אלא מחלחל הלאה, אין חשיבות לשאלה העיונית האם המסרים המועברים במסגרת היעוץ שייכים לנושא ה"סיגנלים" או שמסרים מילוליים נכללים בקטגוריה אחרת. פרופסור ברנע הסכים, בתשובה לשאלה שהיעוץ איננו בכלל הסיגנלים. בכך לא היה כדי למעט מחשיבות היעוץ בעיניו. נהפוך הוא, הוא שם דגש לא מועט על נושא זה, בחוות דעתו הקצרה (עמ' 7) בפרק העוסק בהשפעת הויסות על יציבות הבנקים מוזכר כענין ראשון מעורבות הבנקים בהפצת מניותיהם תוך הצגתן בפני המשקיעים כנכס חסר סיכון. פרופסור בבצ'וק עמד בחוות דעתו, נ/228ד, בהרחבה על נושא הסיגנלים ונתוחם. בהערת שוליים (1), בעמוד 2, לחוות דעתו הוא מציין: "מלבד המסרים

שהועברו לכלל המשקיעים, היו כמובן לקוחות שקיבלו מסרים ממנגנון היעוץ של

הבנק. מסרים אלה לא ידונו בשער זה. הונחתי להניח שמסרים אלה יכלו, לכל היותר, ליצור התחייבות כלפי אותם לקוחות שנחשפו אליהם, אך לא כלפי כלל המשקיעים. אני מבין כי גם מומחי התביעה ראו בשאלת היעוץ שאלה שבעובדה, אשר שימשה להם הנחת עבודה, ולא ערכו נתוח כלכלי של שאלת היעוץ". דברים ברוח דומה נמצא בחוות דעתו של טלמור. בחקירתו הנגדית הסביר בבצ'וק כי לא התייחס בחוות דעתו לשאלת היעוץ, כפי שעשו מומחי התביעה לפניו, משום ששאלת היעוץ היא שאלה שבעובדה (23324). הוא הסביר גם כי הונחה על ידי מבקשי חוות הדעת "לשים בצד" את נושא היעוץ (23327). לשאלה האם הנחיה זו היא במקומה אם לאו הסביר:

"אני חושב שהיא במקומה במובן הבא: שאין ספק שלהערכה של השאלה הכוללת בית המשפט כהחלטה משפטית יצטרך לקחת את נושא היעוץ, ולתת לו, אני לא רוצה להתחיל לומר הערכות משפטיות אבל יצטרך לתת לו משקל נכבד... אבל לי ככלכלן אין מה לתרום לסוגיה הזאת. זו סוגיה שבהערכה שבה כרוכים שני דברים - עובדות הערכות משפטיות דברים כאלה..." (23328).

ובהמשך:

"...אני אמרתי לאדוני שיתכן מאוד שהיעוץ, נקרא לזה סיגנל, אתה יכול לקרוא לזה התחייבות הוא סיגנל כל כך חזק שהוא גובר על כל הסיגנלים (ה) אחרים..."

אם יש במקרה הזה, אם יש סיגנל שהוא לחלוטין ברור וחד מספיק חד וברור במימדים האלה, יתכן מאוד שהסיגנל הזה יגבר, יתכן מאוד שמשפטית הסיגנל הזה לכשלעצמו ישמש התחייבות... אני הנחתי שעורכי הדין של ההגנה שואלים אותי שאלה שהיא רלוונטית למשפט.

דהיינו הבנתי שלא ברור אם איזה סיגנל בדיוק היה מהיעוץ ולכן השאלה של איזה סיגנל אפשר לגזור מהתנהגות השערים או מהאשראי כשהם בנפרד היא שאלה שהמסקנה אליה יכולה להיות בעלת ענין כאשר תעשה תמונה מצורפת של סך הכל המסרים שנמסרו למשקיעים...

אני אומר כך: אני חושב שלבית המשפט בהחלט חשוב, וכשאני אומר לבית המשפט אני גם בכלל זה... כל אדם שיחשוב על השאלה הכוללת... מה היתה התמונה הכללית שיכלו אנשים להסיק. השאלה היא במה אני יכול לסייע לבית המשפט ומה יעשה את הניתוח שלי קוהרנטי... אני מניח מראש שבסופו של דבר צריך יהי לעשות הערכה כוללת..."

(הציטוטים מעמודים 23329-23335).

אכן, על בית המשפט מוטל התפקיד לקבוע ככל שחומר הראיות מאפשר זאת - ממצאים בשאלה הכוללת. באופן פרדוקסלי אפשר לומר כי ככל שיהיה טיעוני מומחי ההגנה בדבר מה שניתן להסיק מהתנהגות השערים משכנעים יותר - כן תגבר המסקנה בדבר היקף המסרים שהועברו דרך מנגנון היעוץ. אכן, אין בתיק ראיות ישירות (נתונים סטטיסטיים) כמה אנשים פנו ליעוץ בבנקים, וכמה אנשים רק פנו לפקידי הבנק כדי להורות על קניה או מכירה של מניות. לענין זה אעיר גם כי כדי שהחלטות המשקיעים יושפעו ממנגנון היעוץ אין צורך בכך שכל פעולה ופעולה תהיה מלווה ביעוץ. די ביעוץ בשלב זה או אחר בו מתוארות תכונותיה הטובות של המניה כדי להשפיע גם על החלטות השקעה מאוחרות יותר, המתבטאות ב"מתן הוראות" בלבד. לעתים נעשה ניסיון להבחין בין "יעוץ" לבקשת לקוח אצל "יועץ" לבין שיחות שהתנהלו עם מי שאינו יועץ השקעות אם עם מנהלי סניפים. עמדתי על נסיונות כאלה בהתייחסות לבנקים שונים. לעתים הועברו מסרים מילוליים לציבור המשקיעים שלא בדרך של יעוץ ספציפי ללקוח, אלא בדרך של הצהרות

כלליות של ראשי הבנקים לעתונות, ונראה לכך דוגמאות.

אם, כטענתם של פרופסור בבצ'וק ופרופסור טלמור לא ניתן היה להסיק מהתנהגות המניות את מדיניות התשואה החיובית, את ההסבר ל"הצלחת" המדיניות לאופן בו נתפשה המניה - יש לחפש במקום אחר - קרי במנגנון היעוץ, בהצהרות פומביות וכיוצא באלה.

האלטרנטיבות כפי שהוצגו בפני בשאלת ההתייבות הן קוטביות, או כמעט קוטביות. התביעה טענה ל"התחייבות כוללת" כלפי כל אחד ואחד ממחזיקי המניות ב-6.10.83 שלטענתה הוטעה. ההגנה ניסתה לגמד את מנגנון היעוץ בתוך התמונה הכוללת בהסתמך על כך שהתביעה לא הביאה נתונים "כמותיים" כמה נזקקו ליעוץ, ומה נאמר לכל אחד מהם ומתי. צטטתי לעיל את הערת השוליים הראשונה של פרופסור בבצ'וק; מרוח האמור בהערת שולים זו עולה שהיעוץ היה תופעה שולית בלשונו: "היו כמובן לקוחות". אני סבורה שניתן להסיק בדרכים שונות, ושוב, בין השאר על יסוד דברי הנאשמים ואני בנקים אחרים שכבר צוטטו בהרחבה, שהיעוץ בדבר "תכונותיה" של המניה היה יעוץ נרחב, ושמנגנון היעוץ היה רב עוצמה. אני ערך לכך שבאמירה כמו "נרחב" לא תניח את דעת מי שמבקשים כל העת "מספרים", וכי מיד תתעורר השאלה - בכמה אנשים מדובר, ומה נאמר לכל אחד ואחד מהם. על שאלות אלו אכן אין ביכולתי להשיב, וכל נסיון לקבוע כמה אנשים קיבלו יעוץ (במובן עליו עמדתי לעיל) נדון מראש לכשלון בנתונים שמצויים בתיק זה. אין פירוש הדברים שאין מקום לקביעה בדבר השפעתו הנרחבת של מנגנון היעוץ. עמדתי על כך בהקשר אחר, כשתארתי את חששם של הבנקאים מתוצאות הפסקת הויסות. הבנקאים חששו ממשבר אמון, כשלעתים, ולא נחזור על כל מה שצוטט בענין זה, החשש מוסבר בשבר עקב היעוץ שניתן ללקוחות הבנק. אם מדובר בתופעה שולית בלבד - לא היה מקום לאותו חשש. חשש זה מבטא גם (אך כפי שנראה לא רק) את תחושת המחוייבות הכלכלית עליה דיבר פרופסור ברנע.

לענין המחוייבות הכלכלית - אין נפקא מינה האם הצלחתו של היעוץ היתה הצלחה

ישירה או עקיפה, קרי, בדרך של חלחול. גם מי ששמע מחברו שהיה בבנק שפקיד

הבנק תאר את המניה (למשל) כסולידית ובטוחה, והסתבר בדיעבד שלא כך הוא עשוי

"להעניש" את הבנק בדרך כלכלית, ואחת היא אם יש לו או אין לו זכות תביעה. מן המסר החשוב ביותר

- זה שהועבר באמצעות מנגנוני היעוץ נפנה למסרים האחרים.

התנהגות המניה - העדר ירידות נומינליות

הזכרנו כי מאז מרץ 1981 לא היו (כמעט) ירידות נומינליות בשערי שלושת הבנקים

הגדולים I.d.b.- (התמונה בבנק המזרחי טעונה דיון נפרד).

במהלך המשפט חזרה ונשנתה הטענה שבתקופה הרלוונטית לא היתה משמעות למדידה

נומינלית, וכי יש חשיבות רק למדידה ראלית. הוצע לעתים אפילו מדד "ראלי יומי" של חלוקת המדד החודשי במספר ימי המסחר. אני דוחה את הטענה שמדידה נומינלית היתה חסרת משמעות לטווח הקצר. שוב מבקשים ממני הבנקאים לקבוע דבר המנוגד להשקפתם בזמן אמת. אני מעמידה את הבנקאים בחזקתם שלא סתם כך טרחו לדאוג לכך שכמעט לא תהיינה ירידות נומינליות. אכן, משקיע יתן דעתו לשאלה האם מכלול העלויות הנומינליות מסתכם בסופו של דבר (כגון - עם פרסום המדד) גם לכלל עליה ראלית. אך העדר ירידות נומינליות (ובדרך כלל - עליות נומינליות) היה נתון שגם באינפלציה של אותה תקופה היתה לו משמעות. באופן זה היוותה המניה תחליף ממשי לכסף מזומן. השארת כסף בחשבון עו"ש לתקופות לא ארוכות, או החזקתו במזומן ממש בבית היתה בגדר הפסד ודאי בתנאי אותה תקופה. מי שהניח את כספו בחשבון עו"ש בתחילת החודש - לא יכול היה לקנות בו בסופו של החודש אותה כמות מוצרים. גזית העדי בכנות כי היה ידוע בבנק

הפועלים שהמניה הבנקאית משמשת את הצבור גם ל"נסיעות קצרות". מדובר לענין אותן "נסיעות קצרות" על כספים שאנשים היו עתידיים להזקק להם כעבור זמן קצר (כמו - כספים המתקבלים ממכירת דירה, שיש להעבירם תוך זמן קצר לצורכי רכישת דירה). מי שהחזיק כספים כאלה במניות בנקאיות נמצא כל עוד נמשך הויסות במצב עדיף על פני מי שהחזיק אותם במזומן או בחשבון עו"ש. לטווח הקצר היה יתרון למשקיע מן העלויות הנומינליות היומיות. לא בכדי הוגדרה המניה הבנקאית על ידי בנק ישראל כ-5-10, קרי - אחת מצורות הכסף.

ההתנהגות הנומינלית של המניה היא אחד משני רכיבים להם טענה התביעה בתארה את מדיניות הויסות. הרכיב האחר נוגע לתשואות הראליות. נפנה איפוא לאגף השני של המדיניות.

התנהגות המניה הבנקאית - מדיניות התשואה החיובית

אין לי שום ספק, ועמדתי על כך כשדנתי לעיל בכל אחד מהבנקים בנפרד שבכל אחד מהבנקים היתה מדיניות של "מדד פלוס", ושה"פלוס" בפועל היה למעשה גבוה מזה שנראה רצוי בעיני הבנקאים. זו היתה המדיניות, ואולם הלכה למעשה נמצא לעתים ירידות ראליות. הירידות הראליות שמשו בידי הנאשמים דרך להדוף, כביכול, את טענת המאשימה בכתב האישום, כי מהתנהגות המניות ניתן היה ללמוד על מדיניות התשואה החיובית.

גם כאן, בדומה לענין הנתק, יש לעמוד תחילה על השאלה מה טענה התביעה בכתב האישום. יש צורך לעמוד על כך משום שהנאשמים או חלקם ייחסו לתביעה מה שלא נטען על ידה, ואחר כך הראו - בהצלחה מרובה, שמה שכביכול נטען - הוא לא מה שהיה. זוהי דוגמא נוספת לנסיונות שהיו לעתים במשפט זה להעביר את זירת המערכה לשדה אחר מזה שהיא מצויה בו,

"ולנצח" ב"קרב" שאיננו ה"קרב" האמיתי של המשפט. "נצחונות" כאלה נועדו ליצור "אווירה" של נצחון ולעתים "חגיגה" של נצחון בחקירה הנגדית, אך בינם לבין מה שטעון באמת הכרעה כאן אין ולא כלום.

המאשימה טענה בכתב האישום כי הנאשמים פעלו לשם הצגת המניות כבעלות תכונות

שונות, ובהן:

"הן נסחרות בבורסה במגמת עלית שערים מתמדת ונעדרת תנועות כלפי מטה המעניקה לבעליהן תשואה ראלית, המתבטאת בפער שבין מחיר הקניה בצרוף ההטבות המחולקות בגין ההחזקה במניות לבין מחיר המכירה, הגבוהה מזו המקובלת באג"ח של המדינה בשיעור שנקבע מעת לעת ע"י הנאשמים כמפורט בהמשך (להלן - מדיניות התשואה החיובית); משמעות מדיניות זו היתה, בין השאר, כי למניות הוקנתה תכונה של אפיק השקעה נזיל, בו נהנה כל משקיע מהתשואה המבוטחת הנ"ל - יהיו מועדי הרכישה ופרקי ההחזקה במניות אשר יהיו."

הפרשנות שבקשו לתת לקטע המצוטט מכתב האישום מובאת בדברי פרופסור בבצ'וק, המתאר את "הנחות העבודה שנמסרו לי לגבי הפרמטרים השונים של התחייבות זו". וכך הוא מפרט:

1. ריצפה ראלית

ההנחה היא שיש כלפי כל מחזיק התחייבות לפיה הוא יקבל לא פחות מן הערך הראלי הקודם שאליו הגיעו כבר המניות. מכתב האישום משתמע שהתחייבות לא צומצמה רק לערך הראלי של המחיר הקודם, אלא לערך זה בתוספת תשואה ראלית הגבוהה מזו המקובלת באג"ח של המדינה. עוצמת ההתחייבות, לפי גרסה זו, חזקה מזו המבטיחה רק את הערך הראלי של המחיר הקודם. כפי שיוסבר להלן, הגעתי לכלל דיעה

שהמשקיעים לא היו צפויים להסיק מהסינגלים אותם קבלו, אפילו את הגרסה החלשה יותר לפיה ההבטחה היא לערך הראלי של המחיר הקודם. לפיכך הביטוי "התחייבות לתשואה חיובית" ישמש, בדרך כלל, לציון ההתחייבות שהתשואה הראלית לא תהיה שלילית, דהיינו, לשמירת ריצפה ראלית, אלא אם כן יאמר אחרת.

2. פרק הזמן הנחוץ לקבלת הרצפה הראלית

הגדרת ההתחייבות מחייבת נקיטת עמדה באשר לפרק הזמן שלאחריו מובטחת תשואה חיובית ביחס לערך הראלי הקודם. הנחת העבודה שנמסרה לי היא שההתחייבות הנטענת היתה למתן תשואה חיובית בכל פרק זמן קצר, למעשה על בסיס יומי ולמצער תוך תקופה של שבועיים או חודש. אני מבין כי הנחה זו מסתמכת על האמור בכתב האישום לפיו משמעות מדיניות התשואה החיובית היתה יצירת אפיק השקעה נזיל "בו נהנה כל משקיע מהתשואה המובטחת הנ"ל - יהיו מועדי הרכישה ופרקי החזקה במניות אשר יהיו". ...הנתוח שנעשה בשער זה מלמד שקל למדי להגיע לכלל מסקנה שהמשקיעים לא יכלו להסיק מהתנהגות השערים את דבר קיומה של מדיניות תשואה חיובית לפי גרסה זו.

אכן - "קל למדי" להגיע למסקנה זו, אך זו מסקנה שאינה מתנגשת עם נסוח כתב האישום. אין חולק על כך שמניות קבוצת דיסקונט (או הקבוצות האחרות) לא "התנהגו" באופן המתואר בפרשנות שנמסרה לפרופסור בבצ'וק. כדי להגיע למסקנה שלא כך התנהגו המניות אין צורך להיות פרופסור לכלכלה. די להתבונן בהתנהגות השערים כפי שהיא באה לידי ביטוי בעבוד נתוני הבורסה (ת/3) - נספח ב' להכרעת הדין - לערכים ראליים.

אין חולק, ולא יכולה להיות מחלוקת על כך שבחלק מהחודשים היו ירידות ראליות.

למעשה - כדי "לקעקע" את מה שהציגה ההגנה כעמדת התביעה די

היה להראות חודש אחד של ירידה ראלית... ומכיוון שהיו כמה חודשים כאלה - על אחת כמה וכמה. חלק מפרקליטי ההגנה עסקו בקעקוע נמרץ של עמדה זו בחקירת עדי התביעה, והן בפרשת ההגנה. קו זה נמשך גם לאחר שהתביעה הבהירה באופן חד משמעי שמה שמבקשים לקרוא לתוך כתב האישום אינו כתוב בו. תחילת הדברים עוד במהלך חקירתו של עד התביעה הראשון - מר תמרי (עמוד 271). בחוות דעתו של פרופסור בבצ'וק מוקדשת "אנרגיה" רבה להפרכת מה שאינו שנוי במחלוקת. עו"ד לדור כינה ענין זה במהלך חקירתו של פרופסור בבצ'וק כ"תקיפת דחליל" (ראה עמודים 23542-23565 עמוד 23681; הסתבר, באופן חד, שפרופסור בבצ'וק אינו עוסק במדיניות כפי שהוצגה לו על ידי עו"ד לדור בשאלתו בעמוד 23539, אלא במדיניות כפי פרשנותה על ידי פרקליטי ההגנה. וראה גם 23676-23683).

פרקליטי קבוצת דיסקונט ולאומי התעלמו, לאורך כל הדרך, מכך שהביטוי "עלית שערים" אינו עוסק בערכים ראליים. כאן מדובר באותן עליות נומינליות יומיות עליהן עמדנו לעיל. פרופסור בבצ'וק, בחוות דעתו הארוכה כלל לא בדק רכיב זה של המדיניות. מה שלא פחות חשוב מזה הוא שהיתה התעלמות מוחלטת מן המילה "מגמה" בציטוט הנזכר מכתב האישום. "מגמה" אין משמעותה - גם כשעוסקים בערכים ראליים - שבכל חודש וחודש תהיה תשואה ראלית. אם ניקח למשל את לוח 3-13 לחוות דעתו של פרופסור בבצ'וק (עמוד 66 לחוות הדעת) ונעיין בתשואה הראלית של מניות I.d.b ודיסקונט, אכן נראה מגמה של עליות לאורך כל הדרך, אף שהיו ירידות. הוא הדין במניות בנק לאומי ובנק הפועלים. בבנק המזרחי נדון כאמור בנפרד.

לא נעלם מעיני האמור בהבהרות השניות של המאשימה, עמוד 4, לענין עמוד 10

סעיף 3(א) לכתב האישום. שם הוזכר כי הנאשמים קבעו את מדיניות התשואה החיובית... ובתוך כך גם את רצפת התשואה (שלא תפחת משעור

עלית האג"ח/המדד/הדולר)...". גם מקטע זה אין ללמוד כי בכל רגע נתון מתקיימים כל התנאים הללו. קטע זה עוסק בפרשנות סעיף בכתב האישום המדבר, כאמור על "מגמה".

פרופסור בבצ'וק בחקירתו ציין כי המילה "מגמה" היא מילה "אמורפית" (23677). אכן, פרופסור בבצ'וק, הן בחוות דעתו, והן בחקירתו "דרש" מן המדיניות - כדי שיוכל להגדיר אם היא קיימת או לא - דיוק מדעי.

ענין אחד הוא לטעון כי מדיניות שאין עמה דייקנות "מדעית" (כגון - תשואה

ראלית עבור שישה חודשים) - אינה מקנה זכות משפטית; ענין אחר הוא להסיק מכך

העדרה של מגמה כנטען על ידי התביעה.

בסופו של דבר, ולאחר נתוח ארוך מראה פרופסור בבצ'וק עצמו כי בדיקות שעורי

התשואה בתקופה שבין 1/80 ועד 9/83 מעלות שלעולם אחרי עשרה חודשים במניות דיסקונט ו-8 חודשים במניות I.d.b. היתה למשקיע תשואה ראלית חיובית; לגבי התקופה שבין 3/81 ועד 9/81, היתה למשקיע תשואה ראלית חיובית אחרי שבעה חודשים במניות I.d.b. ואחרי שמונה חודשים במניות דיסקונט (עמוד 27 לחוות הדעת). אין מחלוקת איפוא כי לפחות בטווחים אלו אכן היתה תשואה ראלית חיובית. עם זאת הנסוח בו נקט פרופסור בבצ'וק בעמוד הנזכר של חוות דעתו עשוי להטעות מי שאינו מתבונן בנתונים המספריים אלא מסתפק בניתוח המלולי. הנסוח המופיע בעמוד זה הוא "בפועל התקבלה תמיד תשואה חיובית במניות I.d.b. רק כעבור שבעה חודשים, ובמניות דיסקונט רק אחרי שמונה חודשים היתה למשקיע תשואה שלילית, והענין בא על תקונו "רק" עם סיום התקופה. ולא היא: בתוך שבעה או שמונת החודשים הנזכרים קיימות תקופות ביניים של תשואות חיוביות. המצב איננו ש"רק" בלשון חוות הדעת אחרי שבעה או שמונה חודשים זה משקיע לראות תשואה חיובית. הוא ראה תשואות חיוביות

בתקופה זו אחרי חודשיים או לכל המאוחר שלושה חודשים של ירידות... ניתן

לראות זאת בנקל בבדיקת המספרים שבעמוד 49 לחוות הדעת (לענין הנסוח המצוטט לעיל ציין פרופסור בבצ'וק שמי שמבין את חוות דעתו כאילו נאמר בה שמשך שבעה חודשים רצופים המשקיע לא ראה עליה ראלית - טועה).

יש לזכור שהיה קשה מאוד בתקופה הרלוונטית להבטיח מראש תשואה ראלית בכל חודש וחודש, משום קשיים באומדן מראש של המדד. יתכן ואין זו הסיבה היחידה לירידות ראליות, ויתכן והנאשמים רצו לעתים להוריד את התשואות, אך אף פעם לא עשו זאת לאורך זמן ניכר. מי שהשקיע במניות בנק דיסקונט או מניות I.d.b. זכה לתשואה נומינלית יומית (או למצער - אי ירידה) כמעט ללא חריגות מאז מרץ 81; כן זכה - לעתים חודש חודש - ולעתים תוך ירידות של חודש חודשיים ובמקרים נדירים שלושה, לתשואה ראלית. ה"הסטוריה" היתה כזו שירידות ראליות "תוקנו" אחרי פרק זמן קצר יחסית.

ניתוח דומה ניתן לערוך לגבי מניות בנק לאומי. בנק הפועלים לא כפר כאמור במדיניות של "מדד פלוס".

אני סבורה שהיתה דיספרופורציה בזמן הרב שהוקדש לנתוח טבלאות התשואות, הן במהלך חקירתם הנגדית של עדי התביעה, והן בפרשת ההגנה. הטבלאות מדברות בסופו של דבר בעד עצמן. להתנהגות המניות בענין התשואה הראלית לא היתה אמנם "דייקנות מדעית", אך במהלך תקופת הויתור אפשר היה להעצר, להביט אחורה בתשואות ולהבין כי מדיניות שלושת הבנקים הגדולים ו-I.d.b. היא מדיניות של מגמה ראלית חיובית. כשעוסקים ב"מגמה" יתכנו גם סטיות מקו המגמה, אך קו המגמה - נשמר. מתבקשות עם זאת כמה הבהרות: הביטוי "מדיניות התשואה החיובית" הוא ביטוי הלקוח, ככל הידוע, מכתב האישום. זו לא היתה הטרמינולוגיה של

זמן אמת. בזמן אמת דברו על מדד פלוס, על תשואה מעבר לאגרות חוב צמודות, וכיוצא באלו. אך לא שמה של המדיניות עיקר - אלא תוכנה.

עוד מתבקש להבהיר כי אין אני מקבלת את המינוח של פרופסור בבצ'וק בענין "מדיניות תשואה חיובית לאחר אֶחָד־שָׁנָה". המדיניות לא היתה, ואיננה נחזית להיות מדיניות כזו. בודאי לא תוכן ש"רק" כעבור מספר ידוע של חודשים יקבל המשקיע תשואה ראלית, ואני סבורה שתכנון כזה גם איננו אפשרי כיוון שמניות נקנות ונמכרות יום ע"י מספר רב של אנשים.

מי שמחפש להגדיר את הדברים בכלי מתמטיים מדוייקים מחטיא את מה שהובן בצבור. מגמתם של הבנקים הובנה היטב למרות שישנן סטיות ולעתים לא מעטות מ"קו המגמה".

מדיניותם של הבנקים הובנה ולא נותרה חידה. נצביע על כמה קטעי עתונות מן התקופה הרלוונטית. נעשה כן בלא כוונה למצות את הראיות שבפני. אזכיר כאן כי אף אחד מהצדדים לא הצהיר שהגיש את כל קטעי העתונות מהתקופה הרלוונטית, ורובם המכריע של הקטעים הוגשו ביוזמת פרקליטי ההגנה. די להתבונן באותם קטעי עתונות שהוגשו בפני כראיה כדי לראות שהמדיניות הובנה היטב. כך למשל נמצא בידעיות אחרונות מיום 14.8.81 (מתוך המוצג נ/124/9) כותרת לפיה "כל מניות הבנקים (פרט לפי.בי) גברו על המדד מאז תחילת השנה" ובמסגרת הכתבה ישנה טבלא המצביעה על התשואות הנומינליות והראליות של מניות הבנקים השונים, תוך הבחנה - עליה עוד נעמוד בין הבנקים הגדולים והבנקים הקטנים, ובהם בנק המזרחי; במאמרו של יעקב אשד בכספים מיום 6.12.81 (מ/223/ל) מוזכר, בין השאר שניירות הערך של הבנקים הניבו תשואה ראלית נאה, וכי ערך מניות הבנקים עולה בקצב יומי כמעט קבוע ובאופן בלתי תלוי בעודפי ההיצע והבקוש. לכתבה זו רואיין אלי כהן שאמר בין השאר:

"הנסיון של ציבור המשקיעים בהשקעה במניות הבנקים היה טוב

ביותר, ואיני רואה כל סיבה מדוע שלא להמשיך לסמוך על נסיון זה ועל הידיעה שלבנקים יש ענין מרכזי בהמשך מצב שוק שכזה... משקיעים סבירים (בהקשר - המפזרים את השקעותיהם) אין להם מה לחשוש מההשקעה גם במניות הבנקאיות ואין בכך סיכון כלשהו - להיפך. לדעתי תהא התשואה מהשקעות לטווח ארוך במניות בנקאיות גבוהה יותר מממוצע התשואה בכלל תיק ההשקעות שלהם".

דברי אלי כהן בענין הענין המרכזי שיש לבנקים בשמירת המצב הקיים, והצהרתו-

יהא אשר יהא משקלה המשפטי הם, כשלעצמם, יוצרים (למעצר) את המחוייבות הכלכלית - לעמוד במה שדווח מפיו בעתונות; במאמרו של ד"ר חת משנת 1982 (התאריך במוצג אינו ברור, מדובר בקטע מנ/28/פ) על "ויסות ניירות ערך" נאמר בין השאר "... הבנקים פועלים כדי להבטיח ששערי מניותיהם יעלו בקצב העולה על זה של האינפלציה, בלא שים לב למגמות הביקוש וההיצע למניות אלה בבורסה", ובהמשך - "מטרת ויסות שערי המניות על ידי הבנקים נעשתה איפוא להבטיח תשואה שאינה נופלת מזו של אגרות חוב צמודות מדד", אך מוסבר גם ש"הבנקים אבדו את השליטה בתנודות שערי המניות כלפי מעלה. זהו לדעתי ההסבר לתשואות הראליות הגבוהות שהושגו בשנת 1980 ו-1981. הבנקים לא התכוונו לכך ששערי מניותיהם יעלו בשיעורים ראליים של 30%-40%, אך הם נותרו ללא יכולת למנוע עליות שערים תלולות..."; במאמרו של פלישר מיום 5.83/29/פ שהוזכר בהקשר אחר נאמר, בין השאר: "...המניות הבנקאיות שהפכו בשנים האחרונות להשקעה צמודה המניבה תשואה ראלית העולה על שיעור עלית המדד...". לא הבאתי אלא מקצת הדברים כדי להראות שהמדיניות, בלא שהוגדרה בצורה "מדעית" כפי שמבקש פרופסור בבצ'וק ולא נותרה חידה, והיא הובנה היטב, למרות הסטיות מקו המגמה.

פרופסור בבצ'וק האריך את הדבור על השאלה מה לא ניתן היה ללמוד מהתנהגות

המניות על המדיניות. עמדתו שפורטה בהרחבה היא שהתנהגות המניות לא הצביעה על

מדיניות תשואה חיובית כנטען על ידי התביעה (לפי הפירוש שקיבל לגבי טענת התביעה). התנהגות השערים התיישבה לדבריו גם עם מה שכינה "מדיניות החלקת זעזועים". שאלתי את פרופסור בבצ'וק בשלב מסוים של חקירתו, מה היה משיב כיועץ למשקיעים בזמן אמת אילו נשאל שאלה אחרת - מה כן היתה המדיניות (27673-27674). פרופסור בבצ'וק הבהיר כי תשובתו היא אינטואיטיבית, כיוון שלא בדק שאלה זו (27677), ותשובתו האינטואיטיבית היתה "בהסתכלות על הנתונים, ואני לא שולל את האפשרות שאם הייתי מתעד את מאמצי ועובד עוד הרבה זמן אולי הייתי מגיע למסקנה אחרת. התחושה שלי כרגע היא שלא הייתי יכול להגיע - עם התנהגות השערים הזאת למסקנה ברורה של מה היא מדיניות הויסות" (27678). השאלה מה כן היתה מדיניות הויסות חזרה בחקירתו בהקשרים נוספים (ראה, למשל, 27900 ואילך) לא ניתן היה "להציל" מפיו של פרופסור בבצ'וק יותר מאשר שהויסות מקנה למניות רמת תנודתיות יותר נמוכה. נכון הוא שגם זו תוצאה של הויסות, אך זה רק חלק מן התמונה.

הראתי שמדיניותם של הבנקים לא נותרה בגדר חידה שלא ניתן "לפצח" אותה.

המדיניות הובנה היטב ותוארה בעתונות הכלכלית. ניתן היה לומר - כלפי הקבוצה שהביאה את פרופסור בבצ'וק לעדות: אם הכלכלנים המומחים אינם מצליחים ל"פצח" את המדיניות מתוך התנהגות השערים, אות וסימן הוא לכך שהיה זה מנגנון היעוץ שהעביר את המסר בדבר טיבה של המדיניות, הוא עשה כן בהצלחה רבה, עד שהדברים הפכו לנחלת הכלל. לא אלך בדרך זו המניחה שאכן, "זר שהיה נופל מהמאדים" ומסתכל בטבלת התשואות לאורך זמן לא היה מצליח להבין מהי מדיניות הויסות. מי שהיה מוכן לצאת - כנקודת מוצא - מן ההנחה שיש לבדוק מגמות, ולא "מתכונת"

מדוייקת של קצב התגשמות המגמה - לא היה "מתקשה" כל כך למצוא את התשובה

לשאלה מה היתה מדיניות הויסות. לשאלה מה היתה המדיניות לא היתה לפרופסור בבצ'וק לא תשובה אינטואיטיבית, ולא תשובה נוספת כשחזר לדוכן העדים כעבור יום יומיים.

קשה להשתחרר מן התחושה שאי מתן תשובה ברורה לשאלה על איזו מדיניות מצביעה התנהגות השערים (להבדיל מן השאלה על איזו מדיניות אין היא מצביעה) איננה מעידה על פתיחות ואויקטיביות של המומחה. תחושה זו מתחזקת על ידי אותו קטע שצוטט לעיל מתוך עמוד 27 לחוות הדעת, שנסווח - בלתי התבוננות בטבלאות השערים עצמן - עלול להוביל את הקורא למחשבה ש"רק" אחרי מספר חודשים זכה המשקיע לראות תשואה ראלית חיובית. אני מבקשת לציין גם שפרופסור בבצ'וק היה מודע ל"חלוקי הדעות", או - אם תרצה לומר "מלחמת המשפטנים" בשאלה מה נטען בכתב האישום לגבי מדיניות התשואה החיובית (ראה - 23558-23559). מי שכותב חוות דעת שיש בה בדיקות רבות "מטעמי זהירות", יכול היה לבדוק מטעמים אלה גם את גרסת התביעה על פי פרשנותה שלה... הייתי מבינה עוד קו שאומר גלויות אין זה מתפקידי לעשות את מלאכתה של התביעה. קשה לי לקבל קו לפיו "נשאלתי שאלות מסויימות ויש כל מיני שאלות..." (ראה עמוד 23562). אכן, אין לצפות מהמומחה לעסוק בכל שאלה

שהתיק בכללותו מעורר. אך עד ש"מפליגים" ל"כל מיני שאלות..." אפשר היה לעסוק בפרשנות אחרת של כתב האישום, שידועה למומחה.

פרופסור בבצ'וק גילה פתיחות רבה בעניינים שאינם נשוא חוות דעתו, כמו השאלה עליה עמדתו בהקשר אחר - שלא ניתן לנהל מדיניות תשואה חיובית ומדיניות ויסות על פי הערך הכלכלי בעת ובעונה אחת. דוגמא אחרת לפתיחות התבטאה בהבהרה שמי שמוטל עליו לבחון את התמונה בכללותה (להבדיל ממנו עצמו) צריך ליתן דעתו גם לשאלות עובדתיות הנוגעות

ליעוץ. לא אוכל לומר שמצאתי מידה כזו של פתיחות לגבי עניינים הנוגעים במישרין לחוות דעתו.

להתנהגות השערים של שלושת הבנקים הגדולים I.d.b).-היתה מגמה (שהיו ממנה גם סטיות) של תשואה ראלית חיובית. כדי להגיע למסקנה זו די להתבונן בטבלאות התשואות נספח ב' להכרעת הדין ובגרפים השונים המונחים בפני. אעיר כאן כי פרופסור בבצ'וק לא בדק את השאלה מה היתה המדיניות, אלא מהי המדיניות שניתן ללמוד עליה מההתנהגות השערים. כדי לבחון מה "שדרו" אם "שדרו" השערים, אכן יש ללמוד מתוך השערים (הן בבדיקה נומינלית - מה שלא נעשה על ידו - והן בבדיקה ראלית). בדיקה כזו "מבודדת" את המשקיע שלא ידע דבר על הויסות זולת התנהגות השערים בפועל. אכן, יתכן והיו משקיעים שכל מה שהיה ידוע להם על הויסות הוא שזו "התנהגות השערים", או - שיש ויסות וזו התנהגות השערים. אין לי דרך לאמוד את מספרם של אלה, ולגבי משקיעים כאלה ה"סיגנל" שמשדרים השערים, כשהוא עומד בפני עצמו הינו נתון חשוב. חיי המעשה אינם כה "סטריילים". בפני המשקיעים פתוחים, כעקרון "צנורות" שונים של אינפורמציה צבורית: התנהגות שערים, פרסומים בעתונות, דוחות בנק ישראל ורשות ניירות ערך, יעוץ (ישיר ו"מחלחלי") ועוד. אני רחוקה מלקבוע שכל אחד מהמשקיעים הבודדים עקב אחר הפרסומים בעתונות, או שכולם פנו ליעוץ. המשקיעים "באופן אגרטיבי" משתיתים הכרעותיהם על מכלול האינפורמציה הצבורית. הדבר נובע מכך ש"הכסף החכם" משפיע על התנהגות השוק. לא כך הוא בשוק מווסת.

שאלה נפרדת היא בעיני כאמור האם העובדה שהבנקים נהגו באופן מסויים - קרי למשל - שהמניות התנהגו בפועל באופן מסויים מחייבת, משפטית, להמשיך ולנהוג כך. עם זאת אני סבורה, כאמור, שהמגמות של הגופים הנזכרים - היו ידועות. לא רק שהיו ידועות בפועל - כל הרעיון היה שהמשקיע יבין איזה נכס פיננסי "נפלא" מוצע לו, ומה יתרונותיו ביחס

להשקעות אחרות. הבנקים לא בקשו להציב בפני המשקיעים כתב חידה. היה להם אינטרס בכך שהמשקיעים יבינו את "יתרונות" הויסות, דהיינו את משמעות "התנהגות השערים". כוונתם לא היתה לפעול בענין התנהגות השערים כך שגם פרופסורים נכבדים לכלכלה לא ישכילו להבין את כוונותיהם.

איתות נוסף: הבנק מתמיד במדיניותו גם בעיתות משבר

בינואר 1983 היתה מפולת בשערי המניות החופשיות, מפולת זו נמשכה למעשה לאורך השנה (ניתן לראות זאת בנספח א'). התנועה הכללית של שוק המניות לא "הזיזה" את המניות הבנקאיות, ואצלן - עולם כמנהגו נהג. רבים חששו, כנראה, שמה שקרה למניות החופשיות יקרה גם למניות הבנקאיות. דרכו של שוק המניות הוא לעלות ולרדת בגלים. בתחילת השנה צברו הבנקאים מלאים נכבדים כתוצאה מאותם הצעים. אך מה שחששו ממנו רבים - לא ארע, המניות הבנקאיות עמדו כצוק איתן, והבנקים רכשו מלאים נכבדים עד שהשוק נרגע מן החשש. גם בשלהי תקופת הויסות היתה תופעה דומה: הבנקים צברו עוד ועוד מלאים, בעלות ניכרת. לצבירת מלאים זו ולהשקעות שהשקיעו הבנקים היה גם ביטוי בעתונות (ראה כדוגמא אחת מיני רבות בנ/124 פ' "הבנקים הזרימו מיליארדים כדי לקלוט מניותיהם").

התנהגות זו של קליטת מניות בעיתות משבר מעבירה את המסר: הבנק יקנה מהמשקיעים את המניות בכל יום ויום, וגם ביום משבר (ראה ברנע, 10894-10937).

אין המדובר רק ב"התנהגות" המניות בעיתות משבר, אלא גם בדברים שקבלו ביטוי

בעתונות. בכתבתו של עמירם פלישר במעריב מיום 6.5.83 (נ/29 פ') בענין משבר

המניות החופשיות, (תחת כותרת "הבנקים לא התייצבו מאחורי המניות החופשיות, אך מבטיחים לעמוד איתן בבנקאיות") נאמר, בין השאר: "גם מרדכי אינהורן, גם אלי כהן וגם ירח ניסן תקיפים היו בדעתם

כי הבנקים ימשיכו בתמיכה המאסיבית שלהם במניות הבנקיות. הבנקים נחושים בדעתם להמשיך בפעולות הויסות שלהם אמר בפסקנות ירח ניסן. המדיניות שלנו לא השתנתה קבע אלי כהן..."

ראוי לציין כי בגוף הכתבה נאמר שבבנק הפועלים סרבו לשוחח על מה שקרה בבורסה.

בדומה פורסם בסמוך לכך בקטע העתונות נ/3476/ד מיום 5.5.83: "יו"ר הנהלת בנק דיסקונט אלי כהן נשמע אתמול מסוייג מן ההערכות כי בהלת המכירות עלולה להתפשט גם למניות הבנקאיות. מדיניות התמיכה של הבנקים במניותיהם לא השתנתה ולא תשתנה. עד היום הוכחנו את זה ואתמול אף היינו עדים לכך שהבנקים מכרו מניות בנקאיות. אני לא מעריך שיהיה שינוי במדיניות זו ולא רק מן העובדה שצבור המשקיעים מכיר את הרקורד שלנו בעבר ולא ינטוש את מניותיו הבנקאיות".

האיתות הגלום בהוראות קבע לרכישת מניות

"הוראת קבע" הינה מכשיר מתאים לתכניות חסכון. מעצם טיבו אין הוא מתאים לרכישתה של מניה "רגילה". מניה רגילה נרכשת או נמכרת על יסוד שיקולים של רגע הקניה או המכירה. כך - ככלל; לא כך היה במניה הבנקאית. מאחורי הרעיון שניתן לתת פעם אחרת הוראת קבע לרכישת המניה (אף שמותר, כמובן, לבטלה) מסתתרת התפישה שלמניה הבנקאית ישנן "תכונות" של אפיקי חסכון. גם הנהגת אפיקים של הוראות קבע לרכישת מניות בנקאיות יש בה "איתות" על כך שאין צורך לבדוק בכל רכישה מחדש את כדאיות הרכישה.

מרים נאור 54678313-524/90

המשך חלק ג'

נוסח זה כפוף לשינויי עריכה וניסוח

נוסח מסמך זה כפוף לשינויי ניסוח ועריכה

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