

## עירוב מטרות בעברת המניפולציה בניירות-ערך

### אסף אקשטיין\*

בשנים האחרונות לא הצליחו רשות ניירות-ערך הישראלית ופרקליטות מחוז תל-אביב (מיסוי וכלכלה) להביא לידי הרשעת נאשמים בעברה של מניפולציה בניירות-ערך באמצעות עסקות אמיתיות (מסחר אמיתי לבדו, ללא הפצה של מידע שקרי או מסחר פיקטיבי). כפי הנראה, הסיבה המרכזית לזיכויים הנזכרים הייתה נעוצה בעובדה שהעברה נשענת אך ורק על היסוד הנפשי של העושה, בשעה שבמישור העובדתי התנהגותו של העושה לגיטימית לגמרי.

קושי זה התעצם משעה שביקשו בתי-המשפט לבחון אפשרויות למצבים של עירוב מטרות (או עירוב מניעים), קרי, למצבים שבהם פעל אדם בהתאם למטרות מעורבות או אפילו סותרות – מטרה להשפיע על מחיר נייר-הערך באופן מלאכותי, מחד גיסא, ומטרה כלכלית לגיטימית, מאידך גיסא (להלן: עקרון עירוב המטרות או עקרון עירוב המניעים או העיקרון). כפי שאראה, עקרון עירוב המטרות יושם באופן שונה בהליכים שונים שנוהלו בקשר לעברת המניפולציה בניירות-ערך – בתי-משפט מסוימים דרשו שהמטרה המניפולטיבית תהא המטרה המרכזית (הדומיננטית), ואילו בתי-משפט אחרים הסתפקו בכך שהיא תהא ממשיית או אף לגיטימית במידה כלשהי. המאמר בוחן שתי סוגיות מרכזיות: ראשית, את הלגיטימיות של עקרון עירוב המטרות בהקשר של מניפולציה באמצעות עסקות אמיתיות; שנית, לנוכח חוסר העקביות הנזכר בקשר ליישומו של עקרון עירוב המטרות, את הדרך ההולמת לעיצוב העיקרון. כפי שאראה, אימוץ העיקרון לגיטימי ואף נחוץ. באשר לדרך עיצוב העיקרון, אמליץ לאמץ את מבחן היסודיות (מבחן

\* תלמיד לתואר שלישי, מרכז צבי מיתר ללימודי משפט מתקדמים, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל-אביב. תודתי נתונה, בראש ובראשונה, לפרופ' שרון חנס, אשר תובנותיו היו לי לעזר רב והעשירו את חשיבתי. תודה חמה לד"ר יצחק קוגלר על הערותיו המועילות והחשובות. שלמי תודה לפרופ' אליעזר לדרמן, לפרופ' עמרי ידלין, לפרופ' בועז סנג'ור, לד"ר צבי גבאי ולד"ר אלקנה לייסט, אשר המידע שסיפקו לי בשיחותיי עימם סייע בכתיבת חיבור זה. תודה לפרופ' אבי וואהל, מומחה למימון מאוניברסיטת תל-אביב. לבסוף, תודה לפרופ' זוהר גושן על הריאיון שהעניק לי בעת כהונתו כיושב-ראש רשות ניירות-ערך, ולעו"ד אורלי דורון, ממונה בכירה ומנהלת מחלקת ניירות-ערך בפרקליטות מיסוי וכלכלה.

האלמלא), שלפיו במצב שבו אלמלא המטרה הלגיטימית לא היה העושה מוציא את פעולתו אל הפועל, תוכשר ההתנהגות בכללותה.

מבוא

פרק א : הנסיונות להגדיר את עֵבֶרַת המניפולציה בניירות־עֵרֶךְ

1. מבוא
2. הגדרות שונות שהוצעו לעֵבֶרַת המניפולציה
3. הגדרות המכוונות למבחן המטרה הבלעדית

פרק ב : היקפה של עֵבֶרַת המניפולציה בניירות־עֵרֶךְ

1. מבוא
2. האם מדובר בעֵבֶרַת התנהגותית או תוצאתית?
3. מהו היסוד הנפשי הדרוש לעֵבֶרַת המניפולציה?
  - (א) הדין הישראלי
  - (ב) השוואה ליסוד הנפשי הדרוש לעֵבֶרַת המרמה בחוק העונשין הישראלי
  - (ג) הדין האמריקאי
4. ספק בדבר נחיצותו של איסור המניפולציה בניירות־עֵרֶךְ
  - (א) ההסתברות להצלחתה של המניפולציה
  - (ב) עלויותיה של הטלת איסור על מניפולציה
  - (ג) האם ראוי לאסור מניפולציה בדין הפלילי?
5. סיכום־ביניים

פרק ג : עירוב מטרות בעֵבֶרַת התרמית בניירות־עֵרֶךְ בפסיקה הישראלית – הדין הנוהג

1. מבוא
2. פסק־הדין ה"מנחים" שניתנו בבית־המשפט העליון
3. אי־הכרה בעירוב מטרות
4. מבחן המטרה הבלעדית
5. מבחן המטרה העיקרית/המרכזית (הדומיננטית)
6. מבחן המטרה הממשית
7. סיכום־ביניים

פרק ד : המשפט ההשוואתי – עקרון עירוב המטרות במסגרת עֵבֶרַת התרמית בניירות־עֵרֶךְ

1. מבוא
2. הפסיקה האמריקאית
  - (א) פסק־הדין בעניין U.S. v. Mulheren

- (ב) פסק-הדין בעניין Markowski v. SEC
- (ג) פסק-הדין בעניין SEC v. Masri
- 3. ההתייחסות לעירוב המטרות בעברת המניפולציה במסגרת הספרות האקדמית
- (א) ספרות שמשמעת ממנה התנגדות לכוחו של עקרון עירוב המטרות לְזכות
- (ב) ספרות שמשמעת ממנה הכרה בכוחו של עקרון עירוב המטרות לְזכות

פרק ה: עירוב מטרות בדין הפלילי הכללי ובהקשר של עברות ספציפיות אחרות

- 1. עירוב מטרות בדין הפלילי הכללי
- (א) גישה השוללת התייחסות לעירוב מטרות כאל רכיב מזכה
- (ב) גישה מרוככת אשר שוללת ככלל התייחסות לעירוב מטרות כאל רכיב מזכה אך מוכנה להכיר בחריגים
- (ג) גישה הקוראת לבחון כל מקרה לגופו
- (ד) מודלים מורכבים
- 2. עירוב מטרות בהקשר של עברות/הוראות חוק ספציפיות אחרות
- (א) עברת השימוש במידע פנים
- (ב) עסקה מלאכותית בדיני המס
- (ג) עברת השוחד
- (ד) סרבנות לשירות צבאי
- (ה) דיני הגבלים עסקיים

פרק ו: עירוב מטרות (מניעים) בעברת המניפולציה – המודל המוצע

- 1. האם ראוי להכיר בעקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה?
- 2. המבחן המוצע ליישומו של עקרון עירוב המטרות
- (א) הביקורת על המבחנים שהוצעו
- (ב) בחינת המודלים המורכבים
- (ג) הבחירה במבחן היסודיות
- (ד) אופן ההוכחה של המבחן המוצע – המישור הראייתי

סוף-דבר

## מבוא

סעיף 54 לחוק ניירות-ערך<sup>1</sup> מפרט שתי חלופות אפשריות לעברת התרמית בניירות-ערך. הראשונה, המעוגנת בסעיף 54(א)(1), מכונה "עברת ההנעה", ועוסקת בהתנהגות מילולית – אם במעשה (דהיינו, באמצעות הבטחה, אָמרה או תחזית שאינה אמת) ואם במחדל (קרי, בדרך של "העלמת עובדות מהותיות")<sup>2</sup>. השנייה, המעוגנת בסעיף 54(א)(2), מכונה "עברת ההרצה", וחלה על תרמית הנעשית באמצעות ביצוע פעולות מסחר בשוק ההון.<sup>3</sup> עברת ההרצה חולשת על תרמית הנעשית באמצעות פעולות מסחר פיקטיביות, קרי, פעולות אשר מטרתן אינה לרכוש או למכור ניירות-ערך, אלא להשפיע

1 להלן לשונו של ס' 54 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968, ס"ח 541 (להלן: חוק ניירות-ערך או החוק):

"(א) מי שעשה אחד מאלה, דינו – מאסר חמש שנים או קנס פי חמישה מן הקנס כאמור בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין, ואם הוא תאגיד – פי עשרים וחמישה מן הקנס כאמור באותו סעיף:

- (1) הניע או ניסה להניע אדם לרכוש או למכור ניירות ערך ועשה זאת באמרה, בהבטחה או בתחזית – בכתב, בעל פה או בדרך אחרת – שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או בהעלמת עובדות מהותיות;
- (2) השפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך. לענין פסקה זו, חזקה כי מי שפעל לפי הוראות סעיף 56(א) לענין ייצוב מחיר ניירות ערך לא השפיע בדרכי תרמית כאמור."

2 יוסף גרוס וניצה מימון-שעשוע "הנעה בתרמית לביצוע עסקה בניירות ערך" הפרקליט מד 181, 197–198 (1999).

3 יש מי שחולק על הבחנה זו. ראו, למשל, עמרי ידלין "תרמית על השוק – גבולות האחריות המשפטית בגין מצגי-שווא בשוק המשוני" **משפטים** כז 249, 253–254 (1996), המצביע על שלוש גישות מרכזיות ביחס לחלופה החלה על פרסום מידע מטעה לציבור הסוחרים בשוק המשני: על-פי הגישה האחת, פרסום מטעה כזה כפוף לחלופה הראשונה של ס' 54; על-פי גישה אחרת, פרסום כזה כפוף לחלופה השנייה של הסעיף; ועל-פי גישה שלישית, הוא כפוף לשתי החלופות גם-יחד. גרוס ומימון-שעשוע, לעיל ה"ש 2, בעמ' 198, קבעו כי התיבות "בדרך אחרת" המופיעות בס' 54(א)(1) כוללות גם אָמרה על-דרך ההתנהגות, בתנאי שאותה התנהגות תהיה ממושכת ובעלת מסר ברור ומובהק. בהתייחס לקביעתם של גרוס ומימון-שעשוע, אני סבור כי התיבות "בדרך אחרת" עשויות לכלול גם התנהגות נקודתית וחד-פעמית. טלו, לדוגמה, אדם פלוני שמפנה שאלה לפקיד הבנק באשר לנייר-ערך מסוים – למשל, שאלה בדבר הכדאיות שברכישת נייר-ערך מסוים. בתגובה פקיד הבנק מהנהן בראשו שהעסקה כדאית, חרף העובדה שהוא יודע או שעליו לדעת כי המצג שהציג הינו מצג מטעה. נראה שהתנהגותו של פקיד הבנק תיכנס בגדרי עברת ההנעה. על-כן, אם עלי להצביע על ההבדל העיקרי בין ס"ק (1) לס"ק (2), הנני סבור כי ההבדל מתבטא בכך שבמסגרת ס"ק (1) הפעולה נעשית כלפי הקורבן במישרין, ואילו במסגרת ס"ק (2) הפעולה נעשית כלפי הקורבן בעקיפין, באמצעות עסקה בשוק. מכל מקום, היקפה של עברת ה"הנעה" אינו עומד לבחינה בענייננו, ומשכך אסתפק בדברים האמורים. באשר לעברת ה"הרצה", אניח בחיבור זה, בהסתמך על הדעה הרווחת בספרות ובפסיקה, כי היא כפופה לחלופה השנייה שבס' 54.

על שעריהם ולהפיק רווח מהשפעה זו (היחס בין מטרת הרכישה/המכירה לבין המטרה להשפיע על השער יידון במאמר זה בנוגע לפעילות מסחר אמיתית). הבולטות מבין אותן פעולות פיקטיביות הן עסקות מלאכותיות, המכונות "Wash Sales", ועסקות מתואמות, המכונות "Matched Orders".<sup>4</sup>

עברת ההרצה חולשת גם על תרמית הנעשית באמצעות פעולות מסחר אמיתיות – תרמית שזכתה בכינוי "מניפולציה".<sup>5</sup> במרוצת השנים נעשו נסיונות רבים לנסות ליתן לעברת המניפולציה הגדרה ברורה, אולם כל אותם נסיונות הולידו הגדרות טאוטולוגיות, אשר בסופו של יום לא הניבו את התוצאה המיוחלת. כיום נותרנו עם מצב דברים שלפיו המניפולציה נבדלת מפעילות מסחר לגיטימית אך ורק בכוונתו ה"רעה" של הסוחר, קרי, ביסוד הסובייקטיבי.<sup>6</sup> ההישענות על היסוד הנפשי לבדו הקשתה את הוכחתה של עברת המניפולציה, וכפועל יוצא מכך נרשמו כמה זיכויים בהליכים פליליים שהיא ניצבה במרכזם.<sup>7</sup> כאילו אין די בקושי הנזכר, במסגרת הדיון ביסוד הנפשי

4 **עסקות מלאכותיות** (Wash Sales) הן עסקות שבמסגרתן מוזרמות על-ידי אותו אדם הן פקודות קנייה והן פקודות מכירה של אותו נייר-ערך, באופן שהן מבטלות אלה את אלה. פעולות מעין אלה אינן מצריכות השקעה כספית כלשהי מצד המניפולטור, שכן הבעלות בניירות-הערך נשאת ממילא בידי כל העת, משום שהוא סוחר למעשה עם עצמו. התוצאה היא יצירת נפח מסחר מלאכותי. התרמית מצויה במצג-השווא שהמניפולטור מבקש ליצור בעיני ציבור המשקיעים בדבר פעילות או התעניינות כביכול של משקיעים בנייר-הערך. זאת ועוד, פקודות הקנייה והמכירה ה"סותרות" עלולות להניב שינוי בשער של נייר-הערך, אם הן יהיו בשער גבוה משער השוק של נייר-הערך באותה עת.

**עסקות מתואמות** (Matched Orders) הן פקודות מכירה וקנייה אשר מוזרמות אומנם על-ידי כמה שחקנים אך באופן מתואם, כך שתוצאתן המצטברת היא שלא נעשה דבר, שכן פקודות המכירה נעשות כנגד פקודות הקנייה לאותם ניירות-ערך, באופן דומה ל"עסקה המלאכותית". בשני המקרים לא נעשות עסקות אמיתיות, אך נפח המסחר גדל בהחלט. בעובדה זו, כשלעצמה, יש כדי ליצור מצג-שווא בעל חשיבות רבה. כידוע, מחזור הפעילות בנייר-ערך הינו אחד הסממנים החשובים לכך שנייר-הערך מבוקש. פעילות ערה בנייר-הערך מגבירה את העניין של יתר המשקיעים, והדבר משדר מסר חיובי ביחס לחברה שהנפיקה את נייר-הערך.

על-אודות העסקות המלאכותיות והמתואמות ראו רונן עדיני **דיני ניירות ערך** 633 (2004). להרחבה קראו: 3 THOMAS LEE HAZEN, TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION 151-152 (5th ed. 2005); 4 THOMAS LEE HAZEN, TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION 167-171 (5th ed. 2005).

5 זוהר גושן "תרמית ומניפולציה בניירות ערך: תאומים לא זהים" **משפטים** ל 591 (1999); עמרי ידלין "מניפולציה אסורה, מהי? הערה תיאורטית עם יישום פרקטי ותמיכה אמפירית" **מגמות בפלילים: עיונים בתורת האחריות הפלילית** 465 (2001).

6 ידלין, שם, בעמ' 466-467.

7 ראו, לדוגמה, ת"פ (שלום ת"א) 2587/06 **מדינת ישראל נ' כבירי**, תק-של 2008 (1) 23301, וערעור המדינה שנדחה בע"פ (מחוזי ת"א) 70271/08 **מדינת ישראל נ' כבירי**, תק-מח 2009 (2) 5762; ת"פ (שלום ת"א) 2617/04 **מדינת ישראל נ' גרינפלד**, תק-של 2008 (1) 16439, וערעור המדינה שנדחה בע"פ (מחוזי ת"א) 70226/08 **מדינת ישראל נ' גרינפלד**, תק-מח 2008 (4) 10865; ת"פ (שלום ת"א) 4131/05 **מדינת ישראל נ' אופמת**, תק-של 2008 (2) 3325, וערעור המדינה שנדחה בע"פ (מחוזי

של הנאשמים בהליכים הנזכרים עלתה האפשרות לקיומן של מטרות מעורבות, כלומר, האפשרות שגם אם פעל העושה לשם הגשמת מטרה אסורה, בעת עשיית המעשה הייתה לצידה גם מטרה מותרת (להלן: עקרון עירוב המטרות או עקרון עירוב המניעים).<sup>8</sup> נסיונם של בתי-המשפט בערכאות הנמוכות (שלום ומחוזי) להתמודד עם עקרון עירוב המטרות התאפיין בחוסר עקביות, באשר בתי-המשפט החילו עליו מבחנים שונים. המאמר יבחן אם ראוי להכיר בעקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה. אם התשובה לשאלה זו תהא חיובית, אעמוד על האופן שבו ראוי לעצב את עקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה, באמצעות בחינה של היחס ההולם בין המטרה המותרת לבין המטרה האסורה לשם הכשרתה של ההתנהגות. לשם הפשט הדיון אניח הנחות מספר שצפויות ללוות את המאמר. ראשית, אניח כי ה"מטרה" וה"מניע" זהים במהותם, בטיבם ובתפקידם.<sup>9</sup> משום כך, מקום שתוזכר התיבה "מטרה", אייחס לה את המשמעות של התיבה "מניע", ולהפך; ומקום שעסקינן ב"עירוב מטרות", עסקינן ב"עירוב מניעים", ולהפך. שנית, ה"כוונה" נבדלת מה"מטרה"

ת"א (70384/08 מדינת ישראל נ' אופמת, תק-מח 2009(4) 4891; ע"פ (מחוזי ת"א) 71173/06 מדינת ישראל נ' דיסקונט, תק-מח 2009(2) 12988. מעניין שהקושי להתמודד עם הוכחת העברה אך ורק על-סמך היסוד הנפשי הניע כנראה את רשות ניירות-ערך להותיר את עברת המניפולציה מחוץ לגדריו של חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011, ס"ח 206. ביטוי מפורש לכך ניתן בדיוניה של מליאת הרשות לניירות-ערך. ראו פרוטוקול ישיבה מס' 4-2011 של מליאת הרשות, 41 (23.3.2011). ראו גם צבי גבאי אכיפה מנהלית בדיני ניירות ערך 411 (2012).

8 יש שיטענו כי משעולה בידי ההגנה להוכיח שיקולים לגיטימיים שעמדו מאחורי הפעילות הנחשדת כתרמיתית, מתייטר הדיון בעירוב המטרות, משום שאי-אפשר עוד לדבר על תרמית (ראו דיון בהמשך המאמר בתת-פרק 3). מכל מקום, בהליכים שעליהם אעמוד במסגרת המאמר, בתי-המשפט שעסקו בעברת המניפולציה דנו גם דנו באפשרות לעירוב מטרות. משום כך, גם אם יצור-כלאיים כזה מקפל בתוכו קושי תיאורטי, הוא הוכר בפועל כקונסטרוקציה משפטית לגיטימית, ומכאן הצורך בחיבור זה.

9 אומנם, הדעה הרווחת בפסיקה הישראלית היא שקיימת הבחנה בין שני המושגים (אם כי מדובר בהבחנה "קשה ורבת דקויות" – רע"פ 7153/99 אלגד נ' מדינת ישראל, פ"ד (5) 729, 750–749 (2001); ראו גם ש"ז פלר יסודות בדיני עונשין כרך א 506–510 (1984)). אולם יש דעות המציעות כי המושגים מתארים אותו טווח של מקרים, כלומר, שמבחינה מעשית הם זהים זה לזה. ראו, למשל, יצחק קוגלר כוונה והלכת הצפיות בדיני עונשין 143 (1997). דעה זו אומצה גם על-ידי השופט אילן בע"פ 5640/97 רייך נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(2) 433, 452–455 (1999): "המניע למעשה אינו אלא 'לשון אחר' למטרת המעשה".

לשם השלמת התמונה ראוי לציין כי פלר, אשר ערך כאמור הבחנה בין המטרה למניע, ציין במקור אחר כי אלמלא הצורך בהבחנה בין מטרה למניע ביחס לאפשרות החלתה של הלכת הצפיות, הייתה ההבחנה האמורה מתייתרת. ש"ז פלר "בכוונה לפגוע" כסימן-ייחוד של העבירה לפי סעיף 6 לחוק איסור לשון הרע, תשכ"ה-1965, גישה פרשנית – עד היכן ועל סמך מה? ע"פ 677/83 משפטים יז 439, 449 (1988): "אלמלא התחליף, לא היינו רואים עניין רב בהבחנות שעשינו; שכן, כאשר קיימת מטרה לפגוע, יש גם מניע לכך, בשל הזיקה ההדוקה של היא לזה."

ומה"מניע"<sup>10</sup>. שתי הנחות אלה נסמכות על הפסיקה הישראלית (שתידון בהמשך המאמר), שערכה הבחנה מושגית רק בין שתי קבוצות של מונחים – רכיב הכוונה, מחד גיסא, ורכיבי המטרה והמניע, מאידך גיסא. **שלישית**, המניע רלוונטי לקביעת האחריות הפלילית, כאינדיקטור ראייתי להכרעה אם הייתה כוונה בלב העושה ומהו אופייה.<sup>11</sup> הנחה זו נסמכת על הפסיקה הישראלית ביחס לעברת המניפולציה,<sup>12</sup> על הכתיבה האקדמית ביחס לדין הכללי<sup>13</sup> ועל הכתיבה האקדמית ביחס לעברת המניפולציה.<sup>14</sup> המאמר יתקדם בסדר הבא: **פרק א** יפרוש הגדרות שהוצעו לעברת המניפולציה, אשר לחלקן תהיה תרומה לדיון בעירוב המטרות. **בפרק ב** אקיים דיון רחב ביחס להיקפה הראוי של עברת המניפולציה – אראה כי קיימת מגמה להחיל את איסורה של עברה זו

10 על ההבחנה בין המניע והמטרה לבין הכוונה ראו ע"פ 2831/95 **אלבה נ' מדינת ישראל**, פ"ד נד (5) ; WAYNE R. LAFAVE, CRIMINAL LAW 257 & note 3 (4th. ed. 2003); (1996) 263–260, 221 פלר **יסודות בריני עונשין**, לעיל ה"ש 9, בעמ' 507, 553–555. כנגד זה יש המבקרים את ההבחנה המוצעת בין הכוונה לבין המניע. ראו, למשל, יובל לוי ואליעזר לדרמן **עיקרים באחריות פלילית** 438 (1981); אלקנה לייסט **על הרלבנטיות של המניע כמשפט הפלילי המהותי** 43 (חיבור לשם קבלת התואר "דוקטור למשפטים", האוניברסיטה העברית בירושלים – הפקולטה למשפטים, 2008). אניח כי תפקידן של המטרות או לחלופין תפקידם של המניעים לאפיין את היסוד הנפשי החפצי של העושה; ייעודם לקבוע אם הייתה כוונה מניפולטיבית בלב העושה אם לאו. הנחה זו אינה מצויה בחלל ריק, והיא אף מוצאת ביטוי באחד מפסקי-הדין הבולטים בהקשר של עברת המניפולציה בניירות-ערך – ע"פ **גרינפלד**, לעיל ה"ש 7, פס' 47 לאישום השני (השפעה בדרכי תרמית על שערו של נייר-ערך): "כשבאים אנו לקבוע מהי הכוונה האמיתית שהנחתה את עושי המעשה, הביטו הרחב, יש טעם ללמוד על הכוונה באמצעות האבחנה שנעשתה באנגליה בין מניע מכריע (דומיננטי) לבין מניע שולי, שכן המניע המכריע הוא אשר מטביע את חותמו על הכוונה האמיתית, שהנחתה בפועל את עושה המעשה" (ההדגשות הוספו; פסקה זו מפנה לדבריו של השופט לוין בנוגע לעברת השוחד בעניין **שרון**, להלן ה"ש 138, בעמ' 781).

11 למען הסר ספק אציין כי המחלוקת הקיימת נוגעת בתפקידו של המניע בקביעת האחריות הפלילית של הנאשם. על תפקידו של המניע בקביעת העונש אין חולק.

12 ראו את הדיון להלן בפרק ג למאמר.

13 לעיון מעמיק בתפקידו של המניע בקביעת האחריות הפלילית ראו לייסט, לעיל ה"ש 10, והאסמכתאות הרבות שהוא מפנה אליהן.

14 נראה כי גם הספרות העשירה שדנה בעברת התרמית בניירות-ערך בכלל ובעברת המניפולציה בפרט שיוותה למניע תפקיד מרכזי בקביעת האחריות הפלילית. ראו, לדוגמה: A.A. Berle, Jr., *Stock Market Manipulation*, 38 COLUM. L. REV. 393, 406 (1938); LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 1132 (5th ed. 2004); 2 ALAN R. BOMBERG & LEWIS D. LOWENFELS, ON SECURITIES FRAUD & COMMODITIES FRAUD 7:72–7:73 (2nd ed. 2008). ראו גם את סקירת פסקי-הדין שהתבססו על המניע/האינטרס/התמריץ של הנאשם לצורך קביעת האחריות הפלילית בעברת המניפולציה אצל BOMBERG & LOWENFELS, לעיל, בעמ' 7:75–7:73. גם בהקשר של השווקים העתידיים של סחורות מקובל שלמניע יש תפקיד מרכזי בהבחנה בין עסקות מניפולטיביות לבין עסקות אמיתיות. ראו, לדוגמה: Wendy Collins Perdue, *Manipulation of Future Markets: Redefining the Offence*, 56 FORDHAM L. REV. 346, 358 (1987).

באופן מצמצם, ואטען כי החלה מצמצמת צפויה לחזק את ההכרה בעקרון עירוב המטרות. **פרק ג** יקרב את העדשה אל האופן שבו יישמה הפסיקה הישראלית את עקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה, תוך הבלטת חוסר העקביות המאפיין יישום זה. **בפרק ד** אפנה למשפט ההשוואתי ואחקור את יחסו לעקרון עירוב המטרות בעברת המניפולציה, כפי שבא לידי ביטוי בפסיקה ובספרות. **פרק ה** יתמקד ביחסו של הדין הפלילי הכללי לעקרון עירוב המטרות, ובאופן שבו יושם העיקרון ביחס לעברות ספציפיות אחרות. **פרק ו** יפרט את ההצדקות לאימוצו של עקרון עירוב המטרות אל חיקה של עברת המניפולציה, ויציע את הדרך לעשות כן.

## פרק א: הנסיונות להגדיר את עברת המניפולציה בניירות-ערך

### 1. מבוא

במרוצת השנים נעשו נסיונות רבים לאפיין את עברת המניפולציה ולהציע לה הגדרה ברורה וממצה. אולם בסופו של יום הניבו אותם נסיונות הגדרות מעורפלות למדי, הנשענות על מושגים עמומים הזקוקים בעצמם לפרשנות. כך נותרנו עם הגדרה הנתלית ביסוד הנפשי של העושה, ללא מבחנים אובייקטיביים ברורים שבכוחם לסייע בחשיפת קיומה של המניפולציה ולעמוד על טיבה.

בפרק זה אעמוד על ההגדרות שהוצעו לעברת המניפולציה. הדבר יסייע בידינו להכיר טוב יותר את המונח המהווה את לב-ליבו של המאמר. בחינת ההגדרות צפויה להביא עימה תרומה בולטת נוספת, שכן בין שלל ההגדרות שהוצעו ניתן למצוא התייחסות – ישירה או למצער מרומזת – לעקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה.

### 2. הגדרות שונות שהוצעו לעברת המניפולציה

בראשית שנות התשעים פרסמו פישל ורוס (Fischel & Ross) מאמר אשר זכה בהמשך בפופולריות רבה, ובאותה מידה הקים עליו מתנגדים רבים.<sup>15</sup> השניים ביקרו הצעות שקראו להגדיר את המניפולציה באופן אובייקטיבי, וציינו כי ההגדרות שהוצעו הינן הגדרות מעגליות, וכי הרכיבים שבהן זקוקים אף הם לפרשנות. משכך הם הציעו כי אין הגדרה אובייקטיבית למונח "מניפולציה", וכי ההגדרה האפשרית היחידה היא הגדרה **סובייקטיבית** המתמקדת לחלוטין בכוונתו ה"רעה" של הסוחר וכוללת שלושה רכיבים מצטברים: המסחר מיועד להניע את שערו של נייר-הערך בכיוון מסוים; הסוחר אינו

Daniel R. Fischel & David J. Ross, *Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?*, 105 HARV. L. REV. 503 (1991)



מאמין שהשער ינוע בכיוון המסוים אם לא יבצע את פעולת המסחר המתוכננת; הרווח שהסוחר מפיך נובע אך ורק מיכולתו להזיז את השער באמצעות המסחר, ולא עקב מידע בעל ערך המצוי ברשותו.<sup>16</sup>

פישל ורוס ביקרו במאמרם הצעות אחרות, אובייקטיביות בטיבן. הרכיב הראשון שאותו ביקרו הוא "interference with the free play of supply and demand",<sup>17</sup> המתייחס ל"התערבות" תוך שהוא מכוון ל"התערבות מלאכותית". לשיטתם, מונח זה סתום כשלעצמו, ואינו מספק את האמצעים הדרושים להבחנה בין פעילות מותרת לבין פעילות אסורה. הרכיב השני הוא "induce people to trade", קרי, הנעת אנשים לסחור בנייר-הערך. לדעתם של פישל ורוס, מדובר בהגדרה רחבה מדי שאינה מעמידה כלים להבחנה בין הנעה לגיטימית לבין כזו שאינה לגיטימית, כך שכמעט כל פעילות מסחרית לגיטימית עלולה להתפס ברשתה. הרכיב השלישי הוא "forcing security prices to an artificial level", קרי, הסטת מחירו של נייר-הערך לרמה "מלאכותית".<sup>18</sup> הביקורת על השימוש בתיבה "artificial" דומה לביקורת שנמתחה על הרכיב הראשון – גם כאן לא סופקו כלים להבחנה בין רמת מחירים מלאכותית שהיא תוצאה של פעילות שאינה לגיטימית לבין רמת מחירים מלאכותית שהיא תוצאה של פעילות לגיטימית.<sup>19</sup> אי-אפשר לא להסכים לביקורתם של פישל ורוס ביחס לכל אחד מן הרכיבים, אם כי לעניות דעתי

16 מכאן, להבנתי, שאם בידיו של הסוחר יש "מידע בעל ערך", לא תתגבש העברה, גם אם תלווה למכלול הרכיבים מטרה (מניע) להשפיע על השער (בדרכי תרמית). עם זאת, לא ברור כלל מהו אותו "ערך"? האם אותו ערך נבחן בפרספקטיבה אובייקטיבית כדיעבד או שמא נבחנת כנות אמונתו הסובייקטיבית של אותו אדם ביחס לאותו ערך?

נראה כי הגישה הסובייקטיבית אומצה אף בספרות האקדמית הישראלית. ראו, למשל, ידלין, לעיל ה"ש 5, בעמ' 466–467 (הסוחר ה"תמים" רוכש (או מוכר) מניות מתוך ציפייה ששערן יעלה (או ירד) בעתיד, ואילו הסוחר המניפולטור רוכש (או מוכר) על-מנת לגרום לעלייתו (או לירידתו) של השער); גושן, לעיל ה"ש 5, בעמ' 602 (המניפולציה מבוססת לחלוטין על היסוד הנפשי של הסוחר – קרי, הכוונה לרמות – ואילו במישור העובדתי התנהגות הסוחר זהה על פניה לכל פעילות מסחרית לגיטימית אחרת).

17 שאליו הפנה גם, למשל: Steve Thel, *\$850000 in Six Minutes – The Mechanics of Securities Manipulation*, 79 CORNELL L. REV. 219, 226 n. 36 (1994), לעיל ה"ש 15, בעמ' 507.

18 התיבה "artificial" משמשת מלומדים רבים הדנים בעברת המניפולציה. תל, למשל, הגדיר מניפולציה באופן הבא: "...use of force that is somehow inappropriate... conduct intended to induce people to trade a security or force its price to an artificial level". Steve Thel, *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 STAN. L. REV. 385, 393 (1990) (ההדגשה הוספה). מעניין שגם האיחוד האירופי השתמש בתיבה "artificial" כדי להגדיר מניפולציה בניירות-ערך. ראו: Market Abuse (Directive 2003/6/EC), Regulations 2005, available at [www.djei.ie/publications/sis/2005/si342.pdf](http://www.djei.ie/publications/sis/2005/si342.pdf). גם חוק החברות האוסטרלי עשה שימוש באותה תיבה. ראו: Corporations Act, § 1041A 2001 (Au.). לביקורת רחבה במיוחד על השימוש במונח "artificial" במסגרת הגדרת המניפולציה ראו Perdue, לעיל ה"ש 14, בעמ' 365–380.

הם לא ייחסו חשיבות מספקת לכוחם המצטבר של רכיבים אלה, ולצורך לבחון אותם כמכלול, ולא במנותק זה מזה. פישל ורוס היטיבו לבקר גם את ההגדרה שהציע השופט איסטרברוק (Easterbrook), שלפיה מניפולציה היא "conduct in which the profit flows solely from the trader's ability to conceal his position from other traders and the trades do not move price more quickly in the direction that reflects long-run conditions of supply and demand".<sup>20</sup> פישל ורוס קובעים, בצדק, כי ההגדרה אינה מספקת, ושואלים: מה אם המסחר אינו מזיז את שערי המניות כלל או מזיז את השערים בכיוון המשקף "short-run conditions"? מה קורה אם הסוחר מאמין בכיוון מסוים באמת ובתמים אך בסופו של יום מסתבר ששגה והשערים עושים את דרכם בכיוון ההפוך? פישל ורוס קובעים כי אין פסול בהחזקת מידע פרטי מוסווה ובקיומו של מסחר על בסיסו, ואין פסול בהנעת המסחר בכיוון ההפוך – כל עוד כוונתו של הסוחר "טובה".

נלמנס (Nelemans) מותח ביקורת על הצעתם של פישל ורוס לעבור מהגדרה אובייקטיבית להגדרה סובייקטיבית, וטוען כי הצעה כזו לוקה בפגם מעשי ובפגם דוקטרינרי.<sup>21</sup> ביחס לפגם המעשי מציין נלמנס<sup>22</sup> כי בסיטואציות של מניפולציה לכוונות רעות יכולות להיות השפעות מעשיות ומועילות. כך, למשל, במקרה של סוחר אשר מתכוון לבצע מניפולציה על שער המניה אולם פועל על בסיס מידע – סוחר כזה, לדעת נלמנס, אינו גורם שום נזק, חרף כוונותיו הרעות; היפוכו של דבר, המסחר של אותו סוחר מועיל לשוק כמכלול כאשר הוא מגלם מידע חדש.<sup>23</sup> נלמנס מסיק כי סוג כזה של מסחר צריך להימצא מחוץ לאיסור. מאידך גיסא, סוחרים עם כוונות טובות מבצעים לעיתים עסקות מזיקות. גורם שאין לו כוונה לבצע מניפולציה אך סוחר לא על בסיס מידע עלול להפעיל לחץ גדול מאוד על שער המניה ולגרום נזק כבד. על-פי פישל ורוס, התנהגות כזו אינה יכולה לעלות כדי מניפולציה, משום שבבסיסה של אותה התנהגות לא הייתה כוונה רעה. בכך, לטענת נלמנס, פישל ורוס אינם מתמודדים עם הנזקים המשמעותיים שעלולים להיגרם. ביחס לפגם הדוקטרינרי מציין נלמנס<sup>24</sup> כי מלומדים מתחום המשפט מסכימים כי איסור חוקי אמור להתייחס להתנהגות אובייקטיבית שאינה רצויה, ולא להעניש על דברים שבלב.

נלמנס מציע הגדרה אובייקטיבית למונח "מניפולציה", שלפיה על הרגולטור לבחון את לחץ המחיר הלא-מבוסס שמופעל ("unsupported price pressure"), ולא את השינוי במחיר ("price change"). נלמנס מגדיר את הלחץ שמופעל על המחיר כתרומה של

20 Frank H. Easterbrook, *Monopoly, Manipulation, and the Regulation of Futures Markets*, 59 J. BUS. 103, 118 (1986).

21 Matthijs Nelemans, *Redefining Trade-Based Market Manipulation*, 42 VAL. U. L. REV. 1169, 1170 (2008).

22 שם, בעמ' 1174–1175.

23 דעה זו עולה בקנה אחד עם דעתו של ידלין, לעיל ה"ש 5, המכנה פעולה זו "מניפולציה חיובית". ראו התייחסות לעניין זה להלן בה"ש 114–116.

24 Nelemans, לעיל ה"ש 21, בעמ' 1175–1176.

המסחר לשינוי הכולל במחיר.<sup>25</sup> לפי נלמנס,<sup>26</sup> אחד ההבדלים בין מניפולטור לבין סוחר "רגיל" הוא **האיכות של לחץ המחיר**. סוחר משתמש בלחץ לא-מבוסס על המחיר ("unsupported price pressure") כאשר אין בידיו מידע מספק שיצדיק את הלחץ על המחיר. הלגיטימיות של הלחץ על המחיר מושפעת משני משתנים: (1) היקף הלחץ על המחיר; (2) היקפו של לחץ המחיר המוצדק. אם היקף המשתנה הראשון עולה על היקף המשתנה השני, אזי לפנינו לחץ מחיר לא-מבוסס ואסור. במקרה כזה ההפרש בין המשתנה הראשון לבין המשתנה השני מבטא את היקפו של לחץ המחיר הלא-מבוסס. אם היקף המשתנה הראשון קטן מהיקף המשתנה השני או שווה לו, אזי לפנינו לחץ מחיר מבוסס. לסיכום, נלמנס מציע להגדיר מניפולציה אסורה כ"הפעלת לחץ על המחיר שאינה מבוססת על מידע".<sup>27</sup>

### 3. הגדרות המכוונות למבחן המטרה הבלעדית

בשלב זה אבקש להפנות את תשומת-הלב להגדרות שהוצעו למניפולציה אשר מתייחסות לאפשרות של עירוב מטרות במסגרתה. כפי שאראה, הרושם המתקבל מההגדרות הוא שזיהויה של מטרה לגיטימית מערער על קיומה של המניפולציה. ניתן לתרגם אמירה זו למבחן של מטרה בלעדית, שלפיו כדי שתתגבש עברת המניפולציה, יש להוכיח כי כל מטרתו של העושה הייתה אסורה, או בלשון אחר – שהמטרה האסורה הייתה מטרתו הבלעדית.

פרדו (Perdue) הציעה להגדיר את המניפולציה כהתנהגות שאי-אפשר להסבירה

25 נלמנס מציע שתי שיטות לאמוד את לחץ המחיר שהופעל: האחת – להעריך את לחץ המחיר באופן ישיר על-ידי גזירתו מהשינוי במחיר; האחרת – להעריך את לחץ המחיר שהופעל באמצעות ניכוי ההשפעות האחרות משינוי המחיר. נלמנס מציע נוסחה שלפיה:

$$\text{לחץ המחיר} = \text{השינוי במחיר המניה} * \text{עוצמת המסחר של החשוד}$$

**העוצמה הכוללת של המסחר**

לבסוף, נלמנס מצייין, בהערה 37 למאמרו (שם), כי הלחץ המופעל מושפע משני משתנים: (1) המידה, העוצמה והמהירות של ביצוע הפקודות (עניין זה עשוי לשמש אותנו בהמשך החיבור, כאשר נפנה לדון בהשפעתו האפשרית של המסחר על שערן של נייר-הערך); (2) נזילותו של השוק. על-אודות אופן מדידת נזילותו של השוק ניתן להרחיב ולקרוא במאמר: Ross Levine & Sara Zervos, *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, 88 AM. ECON. REV. 537, 540 (1998). המחברים עומדים על שתי שיטות מדידה הקשורות זו לזו: מחזור המסחר (המורכב מהיחס בין שווי המסחר של מניות מקומיות בבורסות מקומיות לבין ערך המניות המקומיות הרשומות) ושווי המסחר (המורכב מהיחס בין ערך המסחר במניות מקומיות בבורסות מקומיות לבין התמ"ג).

26 Nelemans, לעיל ה"ש 21, בעמ' 1184.

27 שם, בעמ' 1176. לדעתי, הגדרתו של נלמנס לוקה בפגם מהותי, בעיקר משום שניתן לחשוב על-נקלה על מצבים אשר חוסים תחתיה אולם אף-על-פי-כן אין זה ראוי להטיל בגינם איסור פלילי. טלו, לדוגמה, מקרה שבו מאן שהוא מוכר בלוק גדול של מניות מטעמי נזילות – למשל, לשם רכישה של קרקע גדולה ויקרה – ומכירה זו מפעילה לחץ שלילי על מחיר המניה. האם ראוי להטיל איסור פלילי על פעילות כזו שאינה מבוססת על מידע? סבורני שהתשובה שלילית.

מבחינה כלכלית או שאינה רציונלית.<sup>28</sup> חיזוק להצעתה מצאה פרדו<sup>29</sup> בהגדרות שהציעו פרשנים בולטים אחרים למניפולציה בשווקים עתידיים, דוגמת הצעתו של תומס רוסו שלפיה מניפולציה היא התנהגות ללא מטרת השקעה או מטרה מסחרית אמיתית ("bona fide"), שנועדה להפקת רווח באמצעות יצירת מחיר מלאכותי ("artificial").<sup>30</sup> מן הדברים האמורים ניתן ללמוד כי גם במצב שבו לצד המטרה המותרת יש מטרה אסורה יש להכשיר את ההתנהגות. אותה התנהגות תסווג כאסורה רק במצב שבו המטרה האסורה הייתה מטרתה האחת והיחידה.<sup>31</sup>

על היות השיקולים הכלכליים רכיב מזכה ביחס למניפולציה ניתן ללמוד גם מדבריו של עמרי ידלין: "פעולת מסחר אמיתית תוגדר כ'מניפולציה שלילית', ויתכן אף שתיחשב תרמיתית רק אם הסוחר לא פעל על סמך הערכה כנה שהשער הראוי למניה גבוה... או נמוך... מן השער שבו הן נסחרו ערב המניפולציה";<sup>32</sup> ומדבריו של זוהר גושן: "כל התערבות במנגנון התמחור של השוק, שאינה מבוססת על שיקולים כלכליים, מהווה מצג שווא".<sup>33</sup>

דברים אלה מייצגים על פניהם גישה שלפיה בהתקיים שיקולים כלכליים – שיקולים של השקעה או מסחר, שיקולים המבוססים על הערכה כנה ביחס לערך הריאלי של המניה וכיוצא בהם – אין מקום לדבר על מניפולציה בניירות-ערך. בכל הצניעות, איני סבור כי כוונתם האמיתית של הדברים היא לאפשר זיכוי על-סמך כל סוג של שיקול כלכלי, בכל עוצמה, בלא תלות במידת אחיזתו ובהגיונו הפנימי. אדגיש כי איני מכוון למציאות שבה יועמדו בסכנת הרשעה סוחרים ספקולנטים<sup>34</sup> או אף סוחרים שתחזיתם התבדתה – מציאות מעין זו תשתק לחלוטין את פעילות המסחר בשוק ההון ותפגע

28 Perdue, לעיל ה"ש 14, בעמ' 348: "conduct that would be *uneconomical* or *irrational*, absent an effect on market price" (ההדגשות הוספו). רמז לאופן שבו פרדו מבינה ומפרשת את ההסבר הכלכלי ניתן לקבל שם, בעמ' 393, ה"ש 304, שם היא מפנה לפסק-הדין בעניין: Cargill, Inc. v. Hardin, 452 F.2d 1154 (8th Cir. 1971), cert. denied, 406 U.S. 932 (1972). באותה פרשה טען המערער כי "uneconomic act" הינו תנאי מוקדם להתקיימותה של מניפולציה. לפי הפרשנות שנתן בית-המשפט למונח "uneconomic act", התוכנית המניפולטיבית בכללותה צריכה להיות לא-רווחית. פרדו חולקת על פרשנות זו.

29 Perdue, לעיל ה"ש 14, בעמ' 395.

30 T.A. RUSSO, REGULATION OF THE COMMODITIES FUTURES AND OPTIONS MARKETS § 12.19, at 12–34 (1983).

31 אחזור לגישתה של פרדו, בגרסתה המרוככת יותר, להלן בחלק ד(ב) למאמר.

32 ידלין, לעיל ה"ש 5, בעמ' 470 (ההדגשה הוספה). ידלין מציין (שם, בעמ' 470, ה"ש 18) כי זו גם, להבנתו, גישת הפסיקה, כפי שבאה לידי ביטוי בע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד (2) 642, 657 (1996), שם קובע הנשיא ברק כי "השפעה זו הנה 'בדרכי תרמית', שכן ההיצע או הביקוש אינם משקפים תחזית כלכלית (נכונה או שגויה) באשר לערך המניה...".

33 גושן, לעיל ה"ש 5, בעמ' 632.

34 שיקולי ההשקעה של הספקולנט מבוססים על הערכות בדבר תנודות עתידיות בשער המניה, במנותק מהמידע על החברה עצמה. בעוד ציפייתו של המשקיע מבוססת על ביצועי החברה, ציפייתו של הספקולנט מבוססת על הצטרפותם של אחרים להשקעה במניה.

ביעילותו. אולם מאידך גיסא, איני מסכים למציאות שבה נקדש את כל האמצעים על מזבח המטרה, שהרי במציאות כזו, שבה כל שיקול כלכלי יכשיר את הפעילות, יוכלו המשקיעים (בוודאי המתוחכמים) לייצר בנקל שיקול כלכלי, אפילו בדיעבד, וכך להסוות את אופייה האמיתי של פעילותם.<sup>35</sup>

שיקול כלכלי אינו "שם קוד" לפעילות לגיטימית, ומשכך עליו לעבור "מבחן רצינות" בטרם יוכל להכשיר את הפעילות בכללותה. המבחן שאציע לצורך זה יהא מבחן היסודיות, שעליו ארחיב בסוף המאמר.

## פרק ב: היקפה של עברת המניפולציה בניירות-ערך

### 1. מבוא

פרק זה יפרוש דיון מעמיק בשאלת היקפה של עברת המניפולציה, וחשיבותו ברורה: תחולה רחבה של איסור המניפולציה צפויה לצמצם את תחולתו של עקרון עירוב המטרות (ואז ייכנסו בגדר העברה מקרים רבים יותר, משום שלא תעמוד להם "הגנת" עירוב המטרות<sup>36</sup>); ולהפך – תחולה צרה ומצמצמת צפויה להרחיב את תחולתו של העיקרון.

35 ניתן לחשוב על סיטואציות רבות שבהן השיקול הכלכלי עלול לסייע בהסוואת הפעילות האסורה. ניטול, למשל, מצב שבו משקיע מעוניין לרכוש מספר מסוים של מניות לשם מטרה (כלכלית) מסוימת, ובסופו של יום הוא אכן מממש את הרכישה, אולם בפועל הוא מזרים ביקוש בהיקף העולה פי כמה על אותו מספר שבאמת דרוש לו (דוגמה זו הובאה בת"פ שפיר, להלן ה"ש 128). ניטול מקרה אחר שבו אדם פלוני מעוניין להגדיל את החזקותיו בחברה מסוימת (שיקול כלכלי), אולם הדרך שבה הוא רוכש את המניות בניסיון להגדיל את החזקותיו הינה דרך תרמיתית. מקרה אחרון מתייחס לסיטואציה שבה אדם פלוני מאמין כי מניה מסוימת (שנסחרת כעת בשער של 6 ש"ח, למשל) נסחרת מתחת לערכה הריאלי (פלוני מאמין שערכה הריאלי עומד על 10 ש"ח). חרף זאת הוא מזרים פקודות רכישה בשער של 20 ש"ח למניה, במטרה להקפיץ את שערה. אדגיש כי איני סבור שיש למהר ולהרשיע את המעורבים בשלוש הדוגמות שהובאו; כוונתי היא שלא יהיה זה נכון למהר לזכותם.

36 התיבה "הגנה" אינה באה לבטא כאן טענת הגנה במובנה המשפטי הקלסי. לפחות לעת הזו, עקרון עירוב המטרות אינו נחשב טענת הגנה, אלא רכיב שבכוחו לאפייין את היסוד הנפשי של העושה, כפי שצינתי בפרק המבוא (ראו לעיל ה"ש 10). לשאלה אם עקרון עירוב המטרות יכול לשמש טענת הגנה במובנה הקלסי ראוי להקדיש דיון רחב ומעמיק. כך, למשל, יש לבחון אם בתי-המשפט רשאים להנהיג הגנות חדשות באמצעות הפסיקה. יש ששיבו על כך בחיוב – ראו, למשל, א' אנקר הכרח וצורך בדיני עונשין 103 (1977); בועז סנג'רו הגנה עצמית במשפט הפלילי 44 (2000). נראה שגם הפסיקה נוטה להכיר באפשרות זו. ראו, למשל, ע"פ 4962/97 רזוב נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(4) 337 (1999), פס' 47 לפסק-דינו של השופט חשין ופס' 4 לפסק-דינה של השופטת ביניש. אולם יש שיתנגדו לאפשרות זו. ראו, למשל, ש"ז פלר יסודות בדיני עונשין כרך ב 422 (1987).

בפתח הדברים אציין כי הוויכוח הניטש ביחס להיקפה של עבֵרת המניפולציה נובע בעיקר מן הלשון המעורפלת של הסעיף האוסר אותה ("השפיע בדרכי תרמית"), ומכך שהפסיקה הישראלית מעדיפה את הגישה האינדוקטיבית, המתפתחת ממקרה למקרה.<sup>37</sup>

## 2. האם מדובר בעבֵרה התנהגותית או תוצאתית?<sup>38</sup>

עבֵרת ההרצה סווגה על-ידי הפסיקה הישראלית כעבֵרה תוצאתית הדורשת השפעה בפועל על תנודות השער של נייר-הערך. סיווג זה נולד בפרשת **מרקדו**, בדרך של היצמדות ללשונו של סעיף 54(א)(2) לחוק,<sup>39</sup> ואומץ ברוב בתי-המשפט בערכאות

נוסף על כך ראוי לבחון אם מדובר בטענת הגנה "רגילה" או אולי בסייג לאחריות פלילית. על המבחנים להבחנה זו ניתן להרחיב ולקרוא בספרו של גבריאל הלוי בעניין מאפייניהם הייחודיים של הסייגים: גבריאל הלוי **תורת דיני העונשין** כרך ג 62–65 (2009). כמורכב ניתן לעמוד מקרוב על עמדתו של בית-המשפט העליון בנוגע להבחנה זו – ראו פסק-הדין בעניין **רוזוב**, לעיל, פס' 52–53 לפסק-דינו של השופט חשין. דיון זה חורג ממסגרת המאמר, ועל-כן אסתפק בדברים האמורים.

37 ראו את קביעתו זו של הנשיא ברק בפרשת **ואקנין**, לעיל ה"ש 32, בעמ' 656. לעיתים יעדיף המחוקק ליתן לשון רחבה ומעורפלת לסעיפים החלים על התנהגויות אשר הולכות ומשתכללות, קרי, על עבֵרות שקשה לצפות את דרך התפתחותן היות שהן מצויות בתחומים דינמיים. כזה הוא, למשל, שוק ההון. ניתן לחשוב על סיבות אחרות לכך שהמחוקק מעדיף את הלשון הרחבה והמעורפלת. כך, למשל, יש הטוענים כי המחוקק נוטה להרחיב את לשון החוק מקום שהוא נתקל בסוגיות סבוכות, שאז הוא מעדיף לסמוך על שיקול-דעתו של הגורם שלפתחו מונחת ההחלטה בדבר גורלו של המקרה הקונקרטי (המשטרה, התביעה וכיוצא בהן). ראו: Matthew C. Stephenson, *Public Regulation of Private Enforcement: The Case for Expanding the Role of Administrative Agencies*, 91 VA. L. REV. 93, 116 (2005). עוד על מערכת היחסים והדינמיקה בין המחוקק לבין התביעה בתחום הפלילי ראו: William J. Stuntz, *The Pathological Politics of Criminal Law*, 100 MICH. L. REV. 505, 546–547 (2001). זאת ועוד, יש הטוענים, בהקשרים של רגולציה (אם כי ניתן לעשות אנלוגיה גם לחקיקה הראשית), כי בהירות רבה מדי בכללים שהרגולטור מנהיג עלולה לשמש "מפת דרכים" לעבריינים/מפרים פוטנציאליים שתקל עליהם את עקיפת האיסורים. ראו, למשל: A.C. Pritchard, *The SEC at 70: Time For Retirement?*, 80 NOTRE DAME L. REV. 1073, 1086 (2005). לבסוף, באותו הקשר, מעניין לעמוד על דבריהם המחכימים של ג'ון קופי והילרי סייל בדבר ההבדל בין עקרונות (שמשמעם, בענייננו, הלשון הרחבה האוסרת "תרמית" או "השפעה") לבין כללים (שמשמעם, בענייננו, התוויות מדויקות של דרכי התרמית ואופני ההשפעה האסורים). לדידם, אין "מנצח" ברור בין השניים, והבחירה בכללים או בעקרונות תלויה בנסיבות: כללים מקדמים ערכים כגון דיוק, ודאות, שוויון ואחידות, צפיות ושקיפות, ומאפשרים אכיפה בעלויות פחותות יחסית; ואילו עקרונות מאפשרים גמישות, ואינם מחייבים הגדרה מחדש בעת שינוי נסיבות. ראו: John C. Coffee, Jr. & Hillary A. Sale, *Redesigning the SEC: Does the Treasury Have a Better Idea?*, 95 VA. L. REV. 707, 749–752 (2009).

38 המקורות שאליהם אפנה בחלק זה של המאמר מתייחסים לעבֵרת ה"הרצה" בכלל, ולא דווקא למניפולציה (הרצה באמצעות עסקות אמיתיות).

39 ע"פ 8573/96 **מרקדו נ' מדינת ישראל**, פ"ד נא(5) 481, פס' 37 לפסק-דינו של השופט גולדברג (1997): "מסקנה זו נובעת מפירוש הסעיף, תוך מתן משמעות טבעית ללשונו. פירוש אחר לחיבה

הנמוכות,<sup>40</sup> אם כי לא בכולן.<sup>41</sup> עם זאת, יש לציין כי דרישתה של הפסיקה לתוצאה הינה דרישה מרוככת במידה רבה.<sup>42</sup>

לאותה תוצאה, אם כי בדרך אחרת (בהישען על שיקולי מדיניות, ולא על לשון הסעיף), הגיע עודד מודריק. לשיטתו, יש להוציא מגדרה של עברת ההרצה התנהגות שלא השיגה את מטרתה. לדידו, דרישת התוצאה, ועימה הדרישה לקשר סיבתי בין פעולת ההשפעה לבין התוצאה, רצויות כמדיניות שיפוטית כדי לתחום מעט את היקף התפרשותה של העברה, במטרה להבטיח כי השימוש בהליך הפלילי ביחס אליה יעשה אך במקרים מצומצמים ומובהקים.<sup>43</sup> בדעה דומה מחזיק עמרי ידלין.<sup>44</sup>

גושן, לעומתם, אוהז בדעה כי יש לראות בעברת ההרצה עברת התנהגות, ולא עברת תוצאה.<sup>45</sup> לשיטתו, גם אם המשקיעים התעלמו כליל מן הפקודה המניפולטיבית, והיא לא השפיעה על תנודת השער של נייר-הערך, התהווה בכל-זאת נזק, המתבטא בצורך של המשקיעים להיות ערניים ולהשקיע משאבים כדי לאתר פקודות מסחר מניפולטיביות ולהתגונן מפניהן, מה שמטיל עליהם עלות המייקרת את פעולת גילום המידע במחיר נייר-הערך. עלות זו פוגמת בתהליך ההתייעלות של השוק ובמנגנון התמחור שלו, והאיסור הפלילי נועד לצמצם עלות זו על-ידי הרתעת מניפולטורים. כלומר, הסעיף

<sup>40</sup> 'השפיע' סוטה מלשון הכתוב...". השופט י' טירקל הצטרף לגולדברג בדעת הרוב, ואילו השופט שטרסברג-כהן הותירה שאלה זו בצריך עיון. במקרים שהובאו לפתחו של בית-המשפט העליון בשנים שלאחר-מכן לא יצאה הלכה חדשה, משום שבכל אותם מקרים הוכחה ממילא ההשפעה על שעריהם של ניירות-הערך.

<sup>41</sup> ראו, למשל, ע"פ גרינפלד, לעיל ה"ש 7, פס' 36 לאישום השני; ע"פ אופמת, לעיל ה"ש 7, פס' 24 לפסק-הדין; ת"פ אופמת, לעיל ה"ש 7; ת"פ (שלום ת"א) 5410/00 מדינת ישראל נ' אגוד ניהול קרנות נאמנות (א.ק.ן) בע"מ, תק-של 2005 (4) 2597, 2599; ת"פ (שלום ת"א) 8241/01 מדינת ישראל נ' קיי, תק-של 2004 (4) 3440, 3448; ת"פ (שלום ת"א) 10532/01 מדינת ישראל נ' נאור, תק-של 2004 (3) 6518, 6520; ת"פ (שלום ת"א) 8806/00 מדינת ישראל נ' וקסלר, תק-של 2004 (1) 12410, 12392.

<sup>42</sup> ראו את העמדה שהביעה השופטת ברכה אופיר-תום, אגב אורחא, בת"פ (מחוזי ת"א) 92/97 מדינת ישראל נ' חברת י.מ. עיני תעשיות מתכת (1993) בע"מ, תק-מח 2002 (4) 360, פס' 110 לפסק-הדין.

<sup>43</sup> כך, למשל, פסק השופט א' גולדברג בפרשת מרקדו, לעיל ה"ש 39, בעמ' 520, כי משמעותה של ההשפעה הפסולה על תנודות השער של נייר-הערך היא ששערו של נייר-הערך "התנהג" אחרת מן האופן שבו היה "מתנהג" אילו לא נעשתה הפעולה הפסולה. אין הכרח שההשפעה תהיה דווקא על השער שנקבע בסוף יום המסחר; גם השפעה על התנהגותו של השער במהלך יום המסחר תיחשב השפעה לצורך העניין. בע"פ 1027/94 זילברמן נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(4) 502 (1999), פס' 35 לפסק-הדין, נפסק כי ההשפעה על השער אינה חייבת להיות חריגה, וכי "די בקיומה של השפעה, גם אם אינה חריגה ובלבד שאינה בבחינת זוטי דברים".

<sup>44</sup> עודד מודריק "הרצת ניירות ערך כעבירה – האזכה... ובכיס אבני מרמה" מגמות בפלילים 509, 538 (2001).

<sup>45</sup> ידלין, לעיל ה"ש 3, בעמ' 270. ידלין, להבדיל ממודריק, מציין זאת אגב אורחא.

<sup>45</sup> גושן, לעיל ה"ש 5, בעמ' 628.

מכוון להגן על מנגנון התמחור, ולא על מחיר השוק, ומכאן שראוי לראות את העברה כהתנהגותית, ולא כתוצאתית.

באותה דעה (שלפיה עברת ההרצה הינה עברת התנהגות) אחזו גם הוועדות השונות שהוקמו על-ידי המדינה לבחינת סוגיות שונות הקשורות לשוק ההון הישראלי בכלל ולמסחר בניירות-ערך בפרט. הראשונה הייתה ועדת ידן, שהמליצה כי "אין נפקא מינה אם המעשה גרם נזק אם לאו".<sup>46</sup> בהמשך הייתה זו ועדת גבאי שהמליצה כי "אין נפקא מינה אם הושגה התוצאה שמבצע העסקה התכוון להשיגה, או לא הושגה".<sup>47</sup> הדברים ברורים, ונראה כי המלצתן של הוועדות השונות הייתה לאפיין את עברת ה"הרצה" כעברה התנהגותית.

לסיכום, נראה כי לפחות לעת הזו עברת ה"הרצה" מסווגת כעברה תוצאתית (הלכת מרקדו), אולם סיווג זה נסמך על היצמדות ללשון החוק, ולא על שיקולי מדיניות. ספק בעיניי אם הלכת מרקדו תמשיך לעמוד בעינה; קיים יסוד סביר להניח כי בפעם הבאה שבה ידון בית-המשפט העליון בסוגיה זו הוא יקבע כי עברת ההרצה הינה עברה התנהגותית, בעיקר לנוכח קביעתו כי עברת ה"הנעה" (החלופה הראשונה של עברת התרמית בניירות-ערך, המעוגנת בסעיף 54(א)) הינה עברה התנהגותית, וזאת חרף קושי לשוני משמעותי שעליו התגבר בית-המשפט העליון בדרך לקביעה זו, למען הגשמת התכלית החקיקתית של חוק ניירות-ערך והסעיף התרמיתי בתוכו.<sup>48</sup>

### 3. מהו היסוד הנפשי הדרוש לעברת המניפולציה?

#### (א) הדין הישראלי

היצמדות דווקנית ללשון הסעיף החולש על עברת המניפולציה ("השפיע בדרכי תרמית") תגלה כי היסוד הנפשי הדרוש לה הוא מסוג מודעות להתנהגות ולנסיונותיה ופזיזות ביחס לתוצאותיה. חרף הדברים הברורים על פניהם, נראה כי הדעות בספרות האקדמית חלוקות בהקשר זה.

מחד גיסא, יש המסכימים עם ניתוח זה. כך, למשל, לפי אחד הטיעונים המעניינים שהעלה מודריק<sup>49</sup> כדי לבסס את עמדתו בדבר הדרשה לפזיזות, ולא לכוונה, עברת ההנעה (החלופה הראשונה בסעיף 54 לחוק) עשויה להתגבש מתוך יסוד נפשי של רשלנות (מודריק סומך את דעתו על לשון סעיף 54(א)1) – "ידע או היה עליו לדעת".

46 הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם **דין וחשבון** פס' 208 (1963) (להלן: **דוח ועדת ידן**). הוועדה מונתה על-ידי שר האוצר ב-14 במרס 1962 על-מנת לייעץ ולהציע הצעות בנוגע להסדר תחיקתי ומנהלי של הנפקת מניות וניירות-ערך אחרים, דרכי הפצתם והמסחר בהם בבורסה ומחוץ לה, ובראשה עמד אורי ידן ז"ל.

47 הוועדה להצעת הסדרים תחיקתיים בתחום שוק ההון **דין וחשבון** 52 (1985) (להלן: **דוח ועדת גבאי**). הוועדה מונתה בשנת 1983, לאחר המפולת בבורסה, כדי להציע הסדרים תחיקתיים בתחום שוק ההון, ובראשה עמד מי שכהן אז כמנכ"ל משרד המשפטים, מאיר גבאי ז"ל.

48 ראו ע"פ 2103/07 **הורוביץ נ' מדינת ישראל** (פורסם בנבו, 31.12.2008).

49 מודריק, לעיל ה"ש 43, בעמ' 545.



מכאן שלא ייתכן שעברת ההרצה, המהווה חלופה שנייה לאותו סעיף המחיל אותו עונש על שתי החלופות, כוללת סוג מחמיר של יסוד נפשי מסוג כוונה. "קפיצת המדרגה הכפולה" (מרשלנות לכוונה) נראית בעיני מודריק בלתי-סבירה. מייד בהמשך הוא מעלה טיעון-נגד אפשרי שלפיו נוסח החלופה הדנה בהנעה ("ידע או היה עליו לדעת") מכוון ל"עצימת עיניים" (השקולה למודעות), ומציע להפריכו.<sup>50</sup>

מאידך גיסא, יש המציעים כי על-פי עברת ההרצה, הנוקטת לשון "תרמית", על התביעה להוכיח כי לנאשם הייתה כוונה להשפיע על השער. בדעה זו מחזיקים, למשל, גושן<sup>51</sup> וידלין.<sup>52</sup> לביסוס עמדתו מפנה ידלין לפסיקה הישראלית.<sup>53</sup> עיון מעמיק בפסיקה הישראלית יגלה כי זו אכן אימצה את דרישת הכוונה,<sup>54</sup> אך מבלי לספק הנמקה מהותית לדרישה זו.

מאמץ נוסף ללמוד על היסוד הנפשי הדרוש לעברת המניפולציה ייעשה תוך הפניה להמלצותיהן של ועדות הבדיקה שהוקמו לאחר המפולת בכורסה הישראלית בראשית שנות השמונים. הראשונה, ועדת גבאי, המליצה כי "לא יבצע אדם, במישרין או בעקיפין, עסקה בנייר ערך, שתכליתה אחד מאלה... [להעלות או להוריד את השער או להשפיע על היקף המסחר בנייר-ערך – א' א"]".<sup>55</sup> בדברי ההסבר להצעתה זו ציינה הוועדה כי "מוצע לאסור השפעה פסולה על המסחר בשוק ניירות ערך באמצעות ביצוע עסקאות במטרה להשפיע... עיקרו של האיסור בקיום הכוונה להשפיע על המסחר, ואין נפקא מינה אם הושגה התוצאה שהנאשם ביקש להשיגה, אם לאו. פעולה הנעשית בתום לב להשגת מטרה אחרת אינה נכנסת למסגרת האיסור גם אם הביאה בפועל לתוצאה של שינוי שער או השפעה על היקף המסחר בנייר הערך".<sup>56</sup> כן הסבירה הוועדה כי "מאחר

50 באפשרות זו תומך, למשל, ידלין, לעיל ה"ש 3, בעמ' 254. באופן דומה, גרוס ומימון-שעשוע כותבים במאמרם, לעיל ה"ש 2, בעמ' 235, כי הפסוקית "היה עליו לדעת" עניינה בחובה לדעת, ולא ביכולת לדעת. לדידם, רק השנייה חוסה בצילה של הדרישה לרשלנות. שם, בעמ' 237 ואילך, הם מציעים כי עברת ההנעה דורשת יסוד נפשי מסוג פזיזות. אוראז אין כלל פער בין היסודות הנפשיים של עברות ההרצה וההנעה, או למצער – אין מדובר בפער כפול.

51 גושן, לעיל ה"ש 5, בעמ' 602. אזכיר כי גושן גורס שעברת ה"הרצה" הינה עברה התנהגותית. אשר על-כן, משהוא מצדד בדרישה ליסוד נפשי מסוג "כוונה", נראה שהוא מכון בכך ליסוד נפשי מסוג מטרה. להרחבה ראו ס' 90 לחוק העונשין, התשל"ז-1977, ס"ח 864.

ידלין, לעיל ה"ש 5, בעמ' 466–467.

52 פרשת ואקנין, לעיל ה"ש 32, בעמ' 657; ע"פ (שלום ת"א) 352/79 מדינת ישראל נ' לוינקופ, פ"מ תשמ"מ(2) 221, 247 (1980); ת"פ 5470/92 מדינת ישראל נ' לוינהר, דינים שלום 1996(1) 598, פס' יד.

53 נוסף על הפסיקה הנזכרת לעיל בה"ש 53, ראו פרשת מרקדו, לעיל ה"ש 39; רע"פ 2184/96 חרובי נ' מדינת ישראל, פ"ד נב(2) 114 (1998); ת"פ אופמת, לעיל ה"ש 7; ע"פ אופמת, לעיל ה"ש 7; ע"פ גרינפלד, לעיל ה"ש 7. באופן דומה נהגו בתי-המשפט ברוב-רובן של הפרשות האחרות שעסקו בעברת המניפולציה. אזכיר כי אם נקבל את הטענה שעברת המניפולציה הינה עברה התנהגותית, אזי נבין את המונח "כוונה" כמטרה או כמניע. ראו ס' 90 לחוק העונשין.

54 דוח ועדת גבאי, לעיל ה"ש 47, בעמ' 52 (ההדגשה הוספה).

שם, בעמ' 58 (ההדגשות הוספו).

שהאיסורים המפורטים בסעיף 52 בנייים על יסוד הכוונה להשפיע על השער או על היקף המסחר וכוונה זו קשה להוכחה... ראוי להעזר במספר חזקות".<sup>57</sup> הוועדה השנייה, ועדת בייסקי, המליצה כי "ייקבע איסור על השפעה מכוונת על מחיר ניירות ערך באמצעות קנייתם או מכירתם... הגדרת עבירה זו מעוררת קושי בהבחנה שבין קנייה ומכירה בתום לב של נייר ערך לצורכי מסחר... לבין קנייה ומכירה שמטרתן היא השפעה על המחיר".<sup>58</sup>

לכאורה אימצו הוועדות דרישה ליסוד נפשי מסוג כוונה או לחלופין מסוג מטרה. עם זאת, למיטב הבנתי, אין להסיק בהכרח שוועדות גבאי ובייסקי המליצו על יסוד נפשי מסוג כוונה ספציפית. הסתייגותי זו נובעת מכך שהחלופה האחרת שהעמידו הוועדות, "באותה נשימה", היא אפשרות למסחר שנעשה בתום-לב. הרושם המתקבל מן המעבר החד מיסוד נפשי מסוג כוונה ליסוד נפשי מסוג תום-לב הוא שהוועדות התיימרו פחות לקבוע מהו היסוד הנפשי הדרוש, וקבעו בעיקר מהו היסוד הנפשי שעליו לא ראוי להחיל את האיסור הפלילי.

לבסוף, בחינה מעמיקה ראוי לה שתתחקה אחר שורש חקיקתן של ההוראות הפליליות שבסעיף נוגד התרמית שבחוק ניירות-ערך הישראלי, הלא הוא סעיף 54 לחוק. נוסחן של ההוראות הפליליות שבסעיף 54 הינו נוסח ארכאי, אשר לא עבר שינוי מהותי מאז נחקק.<sup>59</sup> לידתו של הסעיף החלה ב-14 במרס 1962, עם מינויה של ועדת ידין, אשר פרסמה דין-וחשבון בחודש יוני 1963.<sup>60</sup> בין שלל המלצות במגוון של נושאים הקשורים לניירות-ערך, התייחס הדוח ליסוד הנפשי הדרוש לעברת התרמית בניירות-ערך, וקבע כי "...האחריות הפלילית צריכה לנבוע מעצם המעשה הפסול כשהוא מבוצע בכוונת תרמית";<sup>61</sup> "הוראות פליליות אלה, מן הרצוי שיכסו גם מחדלים הבאים בכוונת תרמית כגון העדר הודעה על שינויים מהותיים שחלו אחרי פרסומו של פרוספקט ולפני תום תקופת החתימה; או אי-קיום של חובת הדיווח השוטף אם יש בו העלמת עובדות מהותיות בכוונת תרמית".<sup>62</sup>

על בסיס ממצאיה של ועדת ידין, התפרסמה ברשומות הצעת חוק ניירות ערך, התשכ"ה-1964, שאושרה בקריאה הראשונה, אולם בהצעה זו לא הייתה כל התייחסות לעברת התרמית בניירות-ערך, בין בהנעה ובין בהרצה, והיא התמקדה, רובה ככולה, בנושא התשקיפים שחברות ציבוריות מחויבות בהם. הצעת החוק הועברה לוועדת הכספים, ובשל מורכבות החוק והיקפו הרחב, מונתה תחתיה ועדת-משנה לחוק ניירות-ערך. רק בשלבים הסופיים הוסיפה ועדת-המשנה התייחסות לעברת התרמית, במסגרת

57 שם, בעמ' 59 (ההדגשות הוספו).

58 ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים דין וחשבון 369 (1986) (ההדגשות הוספו). בראש הוועדה עמד משה בייסקי ז"ל, אשר כיהן אז כשופט בית-המשפט העליון (להלן: ועדת בייסקי).

59 ההוראות הפליליות שבס' 54 עברו שינויים סמנטיים מזעריים הנוגעים בלשון החוק, אשר ספק אם יושם לב אליהם בקריאה ראשונה של שני נוסחי הסעיף (זה שאושר בשנת 1968 וזה המופיע כיום).

60 דוח ועדת ידין, לעיל ה"ש 46.

61 שם, פס' 208 (ההדגשה הוספה).

62 שם, פס' 209 (ההדגשה הוספה).

סעיף שיוחד לכך – סעיף 54, שנוסחו אז היה זהה כמעט לחלוטין לנוסחו כיום. לשונו של סעיף-משנה (6) הייתה: "השפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך". ב-24 ביוני 1968 התכנסה ועדת-המשנה להצבעה על ההצעה. ביחס לסעיף-המשנה (5) ר- (6) התנהל שיח אשר אביאו להלן ככתבו, כפי שהופיע בפרוטוקול הישיבה:

"א. ידין: 63... פה מספיק להוכיח שהוא עשה זאת, בלי להוכיח שהוא עשה זאת כדי להפיק תועלת. עבירות בחוק הפלילי תלויות בזה שעברין עשה אותן כדי להפיק מהן תועלת.  
י. בדר: 64 לפסקה (6) – בחוק-לארץ סעיף כזה תמיד קשור בכוונה של בצע. לפסקה (6) כפי שהיא כתובה אין ערך. אמנם אפשר להוכיח לפעמים שאדם סיפר שקרים, אבל, להוכיח שיש קשר בין התנודות בבורסה לבין השקרים – אי-אפשר להוכיח. לפסקה זו, כפי שהיא כתובה, אין ערך.  
במקום פסקה (6) אני מציע לכתוב: 'ניסה בדרכי תרמית ובכוונה להשיג בצע לגרום לתנודות השער של ניירות ערך בבורסה'.  
לפסקה (5) אני מתנגד." 65

נראה שבזאת תם דיונה של ועדת-המשנה בסעיף 54. הצעת החוק הועברה לוועדה-האם, היא ועדת הכספים, ובמסגרת הדיון בסעיף 54 התנהל השיח הבא:

"מ. ביבי: 66 האם אין צורך להשאיר סעיף שיאמר שאם יש עבירה נוספת שאינה מצויינת בסעיפים האלה, היא בכל זאת עבירה? אי-אפשר לחזות מראש את כל העבירות האפשריות.  
ד"ר א. ידין: סעיף 54 הוא סעיף כללי לגמרי. הושמט ממנו סעיף (ב), שצריך להיות כמו סעיף 52, הוא צריך לומר שההוראה הכללית הזאת מכוונת נגד תרמית בכלל.  
החלט [כך במקור – א' א'] : לאשר סעיף 54. 67

מן הדברים האמורים ניתן להיווכח כי לשונו המעורפלת של סעיף 54 עוצבה כך בכוונה תחילה, וכי אין מדובר בדבר חקיקה שנעשה בהיסח-הדעת. הלשון הכללית

63 אורי ידין, שעמד בראש הוועדה המקצועית המייעצת, היא ועדת ידין.

64 חבר-הכנסת יוחנן בדר, חבר ועדת הכספים.

65 פרוטוקול ישיבה מס' 39 של ועדת המשנה לחוק ניירות ערך, הכנסת ה-6 (24.6.1968) (ההדגשה הוספה).

66 חבר-הכנסת מרדכי ביבי, חבר ועדת הכספים.

67 פרוטוקול ישיבה מס' 348 של ועדת הכספים, הכנסת ה-6 (6.8.1968) (ההדגשה הוספה). לשם השלמת התמונה, ב-14 באוגוסט 1968 – היום האחרון של מושב הכנסת בקיץ תשכ"ח – אושרה לשון החוק בקריאות השנייה והשלישית, מבלי שהתקיים דיון כלשהו ומבלי שמי מחברי-הכנסת התייחס באופן כלשהו לסעיף זה או אחר של החוק.

נועדה לאפשר מרחב פעולה ביחס לרמאים פוטנציאליים על שיטותיהם השונות, אשר בעת החקיקה לא היו ידועות כולן למחוקק.<sup>68</sup> נוסף על כך, ניתן להבחין על-נקלה בסתירה (לפחות לכאורה) בין הדרישה ליסוד נפשי מסוג כוונה במסגרת דוח ועדת ידן לבין הוויתור על דרישת הכוונה במסגרת הדיונים בהצעת החוק שנוסחה על בסיס אותו דוח ("בלי להוכיח שהוא עשה זאת כדי להפיק תועלת"). ניתן אולי ליישב אותה סתירה-לכאורה באמצעות ההסבר הבא: בעוד דוח ועדת ידן מתייחס לכוונת תרמית, הדיונים בהצעת החוק מתייחסים לכוונה להפיק תועלת (כוונת בצע). אולם סבורני כי הסבר אפשרי זה אינו בעל משקל גבוה, משום שהרצון להפיק תועלת מהווה רכיב הכרחי בהוכחת עבירת התרמית.<sup>69</sup>

### (ב) השוואה ליסוד הנפשי הדרוש לעבירת המרמה בחוק העונשין הישראלי

כבואנו לנתח את היסוד הנפשי הדרוש לעבירת המניפולציה בחוק ניירות-ערך, אשר חוסה תחת כנפיה של עבירת התרמית באותו חוק, לא נוכל להימנע מלפזול לעבר הגדרתה של עבירת התרמית – או בשמה הפורמלי "קבלת דבר במרמה" – בחוק הפלילי העיקרי, הוא חוק העונשין. עבירה זו מעוגנת בסעיף 415 לחוק העונשין, וזו לשונה: "המקבל דבר במרמה, דינו – מאסר שלוש שנים, ואם נעברה העבירה בנסיבות מחמירות, דינו – מאסר חמש שנים." הן הפסיקה והן הספרות האקדמית עמדו על היסוד הנפשי הדרוש לעבירת המרמה, וקבעו כי הוא כולל רכיב של פזיזות ביחס לתוצאה, ואינו דורש יסוד נפשי מסוג כוונה.<sup>70</sup>

68 הדברים מזכירים במידה רבה את ס' 10(b) האמריקאי, שעליו אעמוד בהמשך.

69 חזיון לכך ניתן למצוא בדיון בעבירת התרמית בחוק העונשין, שבמסגרתו נקבע כי התועלת הינה רכיב הכרחי בהוכחת התרמית על צורותיה השונות. ראו גבריאל הלוי **תורת דיני העונשין** כרך ד 766–777 (2010). בהקשר זה השאלה המתבקשת היא מהי אותה תועלת שנדרשת. האם, לדוגמה, רצון של מאן דהוא להתנקם בחברה מסוימת באמצעות הורדת שערי מניותיה ממלא אחר דרישת התועלת? הפסיקה היטיבה לעמוד על אותה "תועלת" – או לחלופין אותה "הנאה" – אשר מקבל הדבר במרמה זוכה בה. כך, למשל, בע"פ 817/76 **דינו נ' מדינת ישראל**, פ"ד לא(3) 645, 648 (1977), הוצע לראות אדם כמי שקיבל דבר במרמה אם אותו "דבר" הקנה לו הישג או יתרון בעוד שלמרומה הוא גרם נזק או הפסד; בע"פ 310/85 **זוסיה נ' מדינת ישראל**, פ"ד לט(3) 673, 682–683 (1985), קבע בית-המשפט העליון כי "טובת הנאה איננה חייבת להתבטא בצורה חמרית דווקא"; בע"פ 5403/05 **מדינת ישראל נ' אבישר**, תק-על(3) 2005, 2809, 2811, נקבע כי "הגדרתו של 'דבר' בחוק הגדרה רחבה היא, באשר היא אינה מצטמצמת לנכסים בעין, אלא כוללת גם 'זכות' ו'טובת הנאה'". הדרא קושיא לדוכתה – מה ביחס למצבים שבהם אדם חפץ להשיג הנאה סתם? אין חולק כי מצבים מעין אלה הם היפותטיים במידה רבה, ועל-כן לא אתעכב עליהם בחיבור זה.

70 ע"פ 5734/91 **מדינת ישראל נ' לאומי ושות' בנק להשקעות בע"מ**, פ"ד מט(2) 4, 21–22 (1995); יעקב קדמי **על הדין בפלילים: חוק העונשין חלק שני** 865 (2005); הלוי, לעיל ה"ש 69, בעמ' 768.

**(ג) הדין האמריקאי**

הדין הישראלי החל בתחום ניירות-הערך אימץ את עקרונותיו מהמשפט האנגלו-אמריקאי,<sup>71</sup> ומכאן החשיבות שבבחינת עקרונות אלה. כדי לא לחרוג ממסגרת המאמר, אתמקד בדין האמריקאי.

ביחס למסחר תרמיתי בניירות-ערך קיימים בדין האמריקאי כמה איסורים ספציפיים, ובראשם סעיף 9(a)(2) לחוק ניירות-ערך (Securities Exchange Act) של 1934,<sup>72</sup> סעיף

71 על כך ניתן ללמוד מפסקי-הדין הישראליים, אשר רובם ככולם מפנים לחקיקה, לפסיקה או לספרות האנגלו-אמריקאיות. השפעה זו על הדין הישראלי בלטה כבר בהליך בריאתו של חוק ניירות-ערך הישראלי. על כך ניתן ללמוד מהתנהלותה של ועדת ידן. הוועדה נשענה במידה רבה על עדותם של Manuel Cohen, חבר רשות ניירות-ערך האמריקאית, ושל פרופ' Louis Loss מבית-הספר למשפטים של הרווארד. כמו-כן, בחלקים נרחבים של עבודתה נעזרה הוועדה בממצאיה של ועדת Jenkins, שחקרה בראשית שנות השישים שאלות הנוגעות בחוק החברות ובשוק ההון האנגלי, והסתייעה רבות בחוק ניירות-ערך האנגלי ובחוק ניירות-ערך האמריקאי. ראו לעניין זה **דוח ועדת ידן**, לעיל ה"ש 46, פס' 208, הדנה בתרמית בניירות-ערך. זאת ועוד, כשישה חודשים לאחר שהעבירה ועדת ידן את המלצותיה נערך יום-עיון שבמסגרתו הוערו הערות ביחס לעבודתה של הוועדה ולהמלצותיה. ראו המרכז הישראלי לניהול דו"ח ועדת ידן על שוק ניירות הערך בישראל: **קובץ הרצאות** פרק 14 (1964) (להלן: **קובץ ההערות**). במסגרת בירור ציבורי זה נמתחה ביקורת על ההשפעה המופרזת של הדין ההשוואתי על תוצרי הוועדה. ראו, למשל, בעמ' 15 **לקובץ ההערות**: "הרושם הראשון בקריאת הדו"ח – דבר שאף איננו מוטרד – הוא ההשפעה של הספשל סטאדי (special study) של ה'אס.אי.סי' וכן הגישה של ה'אס.אי.סי' (S.E.C.) לבעיות הפיקוח... אבל, בכל זאת, נדמה לי שאסור לנו להעתיק את הדברים..." (דבריו של ש"פ דורון מטעם חברת הכשרת הישוב בישראל). ראו באופן דומה את דבריו של ד"ר אוגוסטו לוי, נשיא התאחדות בעלי התעשייה, בעמ' 22 **לקובץ ההערות**: "לדעתי הלכנו יותר מדי אחרי ארה"ב". בהמשך, בעמ' 35 **לקובץ ההערות**, התייחס לנושא אף ד"ר א' פושטר, משנה למנכ"ל בנק לאומי לישראל ששימש חבר בוועדה, בציינו כי "יש לומר שהייתה השפעה לא מעטה לשיטה של ארה"ב, וזאת מהטעם הפשוט, שבארץ זו, התחיקה בנושא דגן היא מקיפה ומפורטת ביותר".

72 15 U.S.C.A. § 78i (1934). להלן לשון הסעיף (ההדגשה הוספה):

Sec. 9. (a) "It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, or of any facility of any national securities exchange, or for any member of a national securities exchange –

(1) ...

(2) To effect, alone or with one or more other persons, a series of transactions in any security not so registered, or in connection with any security-based swap or security-based swap agreement with respect to such security creating actual or apparent active trading in such security, or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others."

10(b) לחוק ניירות-ערך של 1934<sup>73</sup> וכן כלל 10b-5<sup>74</sup> שאותו הנפיקה רשות ניירות-ערך האמריקאית מכוח הסמכות שהוענקה לה בסעיף 10(b). איסורים אחרים מעוגנים בסעיפים 15(C)(1)–(2) לחוק ניירות-ערך של 1934, שמתמקדים בתרמית על-ידי ברוקרים-דילרים ב"שווקים שמעבר לדלפק" (over-the-counter) – הכוונה למסחר ישיר בין צדדים מחוץ לבורסה);<sup>75</sup> בסעיף 14(e) לחוק ניירות-ערך של 1934, שאוסר תרמית בקשר להצעות רכש;<sup>76</sup> ובסעיף 17(a) לחוק ניירות-ערך של 1933, שמכוון לתרמית בניירות-ערך הנסחרים בבורסות הלאומיות ובניירות-ערך הנסחרים ב"שווקים שמעבר לדלפק".<sup>77</sup> להלן אנתח את ההוראות המרכזיות – סעיף 9(a)(2), סעיף 10(b) וכלל 10b-5. **סעיף 9(a)(2)** – סעיף 9 כולל סדרה של איסורים ספציפיים של פרקטיקות מניפולטיביות בקשר למסחר בניירות-ערך אשר רשומים בבורסות הלאומיות (national exchanges) בארצות-הברית וכפופים לדרישות הרישום והדיווח של חוקי ניירות-הערך האמריקאיים.<sup>78</sup> הסעיף אינו חל על פעילות מניפולטיבית בקשר לניירות-ערך הנסחרים

73 15 U.S.C.A. § 78j(b) (1934). להלן לשון הסעיף:

Sec. 10. "It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange –

(a) ...

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement, any manipulative or deceptive device based swap agreement, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors."

74 17 C.F.R. § 240.10b-5 (1934). להלן לשון הכלל:

"It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security."

75 15 U.S.C. § 78o(c)(1)–(2)(1989).

76 15 U.S.C. § 78n(e) (1988).

77 15 U.S.C. § 77q(a)(1988). סעיף זה מקביל לסי' 10(b) לחוק ניירות-ערך של 1934.

78 אבהיר כי הדרישה היא שניירות-הערך המושפע כתוצאה מהמניפולציה יהא רשום בבורסה לאומית. עם זאת, אין חובה שהפעולה המניפולטיבית "תשוגר" מתוך הבורסה הלאומית, וניתן לשגרה אף מתוך

משפט ועסקים טז, תשע"ד עירוב מטרות בעברת המניפולציה בניירות-ערך

"מעבר לדלפק" (כך, למשל, עד לשנת 2006 לא הוחל סעיף 9 על פעילות מניפולטיבית בקשר לניירות-ערך שנסחרו ב-NASDAQ, משום שרק בשנה זו היא נרשמה כבורסה לאומית).<sup>79</sup>

ההוראה המרכזית במסגרת סעיף 9 מעוגנת בתת-סעיף 9(a)(2)<sup>80</sup>. תת-סעיף זה מחייב הוכחת שלושה רכיבים:<sup>81</sup>

1. אדם שמוציא לפועל (אף אם הוא פועל כנציג של אדם אחר) סדרה (שתיים לכל-הפחות) של עסקות (על-פי פרשנותה של רשות ניירות-ערך האמריקאית, משמעותה של התיבה "עסקות" רחבה ממשמעויותיהן של התיבות "רכישות" או "מכירות", וכוללת – במסחר בשיטה של מכרז, למשל – גם הוראות רכישה (בטרם הבשילו לכלל רכישה), משום שאלה, אף אם לא נפגשו עם הוראת מכירה, צפויות להניע אחרים להעלות את המחיר המוצע בהוראות הרכישה שלהם);
2. יצירת מסחר פעיל – אמיתי או מדומה – בנייר-ערך, או העלאה או דיכוי של שערו של נייר-הערך (די בשינוי קל בשער);
3. במטרה להניע אחרים לרכוש או למכור את נייר-הערך.

הדיון שקיימה הוועדה של הסנט האמריקאי לבנקאות ומטבע בעניין סעיף 9(a)(2) מלמדנו כי הדרישה ליסוד נפשי מסוג מטרע נועדה לשם נקיטת משנה זהירות, בהתחשב בקו הדק המפריד בין פעילות מסחר מניפולטיבית לבין פעילות מסחר לגיטימית.<sup>82</sup> למען

---

"שווקים שמעבר לדלפק". ראו: Lewis D. Lowenfels, *Sections 9(a)(1) and 9(a)(2) of the Securities Exchange Act of 1934: An Analysis of Two Important Anti-Manipulative Provisions Under the Federal Securities Laws*, 85 NW. U. L. REV. 698, 706-707 (1990-1991).

79 3 THOMAS LEE HAZEN, TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION 472-473 (6th ed. 2009).

80 תת-סעיף זה הוגדר על-ידי רשות ניירות-ערך האמריקאית כ-"the very heart of the act". ראו LOSS & SELIGMAN, לעיל ה"ש 14, בעמ' 1129, אשר מ'פנים (בדומה לרבים אחרים) ל- SEC, Report on "Proposals for Amendments to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934, House Comm. on Interstate & Foreign Commerce, 77th Cong., 1st Sess. 50 (Comm. Print 1941).

81 LOSS & SELIGMAN, לעיל ה"ש 14, בעמ' 1129-1131.

82 Stock Exchange Practices: Hearings Before the Committee on Banking and Currency, Unites States Senate, 73d. Cong., 2d. Sess., part 15 (1934). את הפרוטוקול המלא ניתן למצוא בכתובת [www.archive.org/stream/stockexchangepra1533unit/page/6509/mode/1up](http://www.archive.org/stream/stockexchangepra1533unit/page/6509/mode/1up). אותה ועדה מונתה לחקור את הסיבות למפולת בול-סטריט בשנת 1929, וסיימה את עבודתה עם חיקוק ה- Securities Exchange Act of 1933 וה- Securities Exchange Act of 1934. בראש הוועדה עמד הסנטור Duncan U. Fletcher (המכונה The Chairman בפרוטוקול שלעיל); כיועץ הראשי הרביעי והאחרון לוועדה שימש Ferdinand Pecora (שעל-שמו נקראה הוועדה בשמה השני – Pecora Commission); וכנציג הבורסה בניו-יורק שימש Redmond. לדברים נוספים בעניין זה ראו: Norman Poser, *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions*, 40 U.

הסדר הטוב אציין כי הוועדה התייחסה למונחים "מטרה" ו"כוונה" כאל מונחים נרדפים, ולא ערכה הבחנה מושגית ביניהם.<sup>83</sup>

**סעיף 10(b) וכלל 10b-5 – סעיף 10(b)** אינו אופרטיבי באופן עצמאי, וכדי ליישמו, רשות ניירות-ערך האמריקאית נדרשת להנפיק תחתיו כללים מתאימים.<sup>84</sup> הכלל המרכזי הוא כלל 10b-5, הכולל חמישה רכיבים שיש להוכיח: תרמית או הונאה; הנעשות על-ידי אדם כלשהו; בקשר ל-; רכישה או מכירה; של נייר-ערך כלשהו.<sup>85</sup> כלל 10b-5 (בדומה לסעיף-האב שלו – סעיף 10(b)) דורש הוכחת רכיב של הונאה או מרמה. רכיבי ההונאה/המרמה במשפט המקובל דורשים הוכחה של שלושה רכיבים:<sup>86</sup> מהותיות (materiality), הסתמכות (reliance) וסיבתיות (causation).

זאת ועוד, כלל 10b-5 מתאר את סוג ההתנהגות האסורה, אך לא את סטנדרט האשם. סטנדרט האשם נקבע רק בשנת 1976 במסגרת פסק-הדין בעניין *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, שבו קבע בית-המשפט העליון של ארצות-הברית את הדרישה ליסוד נפשי מסוג scienter.<sup>87</sup> גבולותיו של יסוד נפשי זה אינם ברורים, ולעת הזו רוב בתי-המשפט האמריקאיים בערכאות הנמוכות פוסקים כי לצורך הוכחת היסוד הנפשי תחת כלל 10b-5 די בהוכחת רכיב של פזיזות (recklessness) או פזיזות קיצונית (extreme recklessness).<sup>88</sup>

MIAMI L. REV. 671, 703 (1986): "The legislative history of the specific-purpose requirement of section 9(a)(2) provides a useful insight into the framers' understanding of the term 'manipulation'. Because section 9(a)(2) created a new offence unknown to the American common law, and because *the line between* legitimate and manipulative trading was a *thin one*, Congress was concerned that the statute clearly *define* requisite *intent*" (ההדגשות הוספו). נוסף על כך ראו BOMBERG & LOWENFELS, לעיל ה"ש 14, כרך 3, בעמ' 204.42: "The purpose requirements seem to perform at least two functions. The first, applicable to sec 9(a)(2)–(5) is to help identify the harm to the public, i.e. when investors are lured into economic transactions. The second, and more important for our analysis, is to try to *distinguish* guilty and innocent impacts on the market" (ההדגשה הוספה).

83 ראו BOMBERG & LOWENFELS, לעיל ה"ש 14, כרך 3, בעמ' 204.60: "Congress used 'intent' in LOSS & SELIGMAN, לעיל ה"ש 14, בעמ' 1131–1132 והטקסט שליד ה"ש 27 שם. אזכיר כי בדין הישראלי הרכיב החפצי מסוג "כוונה" נדרש לעיתים בעברות תוצאתיות ביחס לתוצאה. לעומת זאת, בעברות התנהגותיות, מקום שהסעיף דורש כוונה, יתפרש המונח "כוונה" כמניע שמתוכו נעשה המעשה או כמטרה להשיג יעד כפי שנקבע בעברה, כמצוות ס' 90א(2) לחוק העונשין. עברות התנהגות כאלה מכונות גם עברות של "כוונה מיוחדת".

84 LOSS & SELIGMAN, לעיל ה"ש 14, בעמ' 904. ראו גם Poser, לעיל ה"ש 82, בעמ' 706.

85 HAZEN, לעיל ה"ש 79, בעמ' 201: "(1) fraud or deceit (2) by any person (3) in connection with (4) the purchase or sale (5) of any security"

86 שם, בעמ' 532.

87 *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185 (1976). נראה כי הדרישה ליסוד נפשי מסוג scienter מקורה בהגדרות של מרמה (fraud, deceit) במשפט המקובל. ראו LOSS & SELIGMAN, לעיל ה"ש 14, בעמ' 910–911.

88 HAZEN, לעיל ה"ש 79, כרך 3, בעמ' 535–536; LOSS & SELIGMAN, לעיל ה"ש 14, בעמ' 1135.



בפסק-הדין בעניין *Aaron v. SEC*<sup>89</sup> קבע בית-המשפט העליון של ארצות-הברית כי הדרישה ליסוד נפשי מסוג scienter מחייבת בכל מקרה תחת כלל 10b-5, ללא תלות בזווית העותר (קרי, בין שמדובר בקבוצה פרטית המבקשת פיצויים בגין נזקים שנגרמו לה<sup>90</sup> ובין שמדובר ברשות ניירות-ערך האמריקאית) או בסעד המבוקש.<sup>91</sup> לבסוף, בהליכים פליליים, נוסף על הוכחת יסוד נפשי מסוג scienter, התביעה מחויבת להוכיח שהנאשם פעל מתוך יסוד נפשי מסוג willfully, שאותו פירשה הפסיקה האמריקאית כהתנהגות מתוך מודעות (realization) לכך שההתנהגות אסורה.<sup>92</sup>

בנקודה זו אעיר לסיכום שתי הערות חשובות שילוו את המשך המאמר. ההערה הראשונה מכוונת לכך שסעיף 9(a)(2) – על-פי לשונו, אופיו וההיסטוריה החקיקתית שלו – הוא שמתמקד במניפולציה במסחר באמצעות עסקות אמיתיות. עם זאת, מעניין שרוב ההליכים הפליליים סובבים דווקא סביב ההוראות של סעיף 10(b) וכלל 10b-5. ההסבר לכך עשוי להיות נעוץ בשתי סיבות מרכזיות: בעוד סעיף 9(a)(2) פונה למניפולציות בקשר לניירות-ערך הנסחרים בבורסות לאומיות בלבד, סעיף 10(b) וכלל 10b-5 אינם כבולים למגבלה כזו. נוסף על כך, בעוד סעיף 9(a)(2) דורש כוונה ספציפית, כלל 10b-5 מסתפק בפזיזות או לכל-היותר בפזיזות קיצונית.<sup>93</sup> ההערה השנייה, אשר חשובה מאוד לענייננו, מתייחסת לעובדה שלאיסור הפלילי החוסה תחת סעיף 9(a)(2) ולאיסור החוסה תחת סעיף 10(b) וכלל 10b-5 מתלווים מנגנונים שמצמצמים את החשש מפני לכידת-יתר והפללת-שווא של סוחרים תמימים: לסעיף 9(a)(2) מתלווה הדרישה

כך ראו: LOUIS LOSS, JOEL SELIGMAN & TROY PAREDES, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 365 (2009 supplement): "Where Section 9(a)(1) requires a showing of specific intent, Rule 10b-5 generally requires only 'extreme recklessness'... In other words, extreme recklessness requires a stronger showing than simple recklessness but does not rise to the level of specific intent. The difference between the standards could potentially have significant effects on the interplay between Section 10(b) and Section 9(a)(1) and SEC action under each provision" (ההדגשה הוספה). יושם אל לב כי הציטוט שלעיל עניינו בתת-סעיף 9(a)(1), בעוד הדיון שקיימתי עד כה עניינו בתת-סעיף 9(a)(2). עם זאת, ס"ק (2) כולל דרישה זהה לכוונה ספציפית, בדיוק כמו ס"ק (1).

<sup>89</sup> Aaron v. SEC, 446 U.S. 680 (1980).

<sup>90</sup> כלל 10b-5 מעניק זכות תביעה פרטית למוכר או לקונה של ניירות-ערך שנפגע כתוצאה מאותה מכירה או קנייה בשל התנהגות תרמית של הנתבע שבבסיסה היה יסוד נפשי מסוג scienter. ראו HAZEN, לעיל ה"ש 4, כך 3, בעמ' 167.

<sup>91</sup> למן פסיקה זו של בית-המשפט העליון הקפידו בתי-המשפט בהליכים השונים לחייב את רשות ניירות-ערך האמריקאית בהוכחת יסוד נפשי מסוג scienter. לסקירה ראו HAZEN, לעיל ה"ש 79, כך 4, בעמ' 7 וה"ש 4. הדרישה להוכחת scienter בהליכים אזרחיים מכבידה פחות ואינה דורשת אותה דרגה של יסוד נפשי. ראו שם, בעמ' 8.

<sup>92</sup> שם, בעמ' 8 וה"ש 4.

<sup>93</sup> ראו לעיל ה"ש 88. זאת ועוד, הדרישה ליסוד נפשי מסוג כוונה מבדילה את ס' 9(a)(2) לא רק מס' 10(b), אלא אף מס' 14(e), 15(c)(1)–(2) ו-17(a). ראו Lowenfels, לעיל ה"ש 78, בעמ' 706–707, 711.

לכוונה ספציפית, ואילו לסעיף 10(b) ולכלל 10b-5 מתלווה דרישה להוכחת רכיב של מרמה ו/או הונאה.<sup>94</sup>

#### 4. ספק בדבר נחיצותו של איסור המניפולציה בניירות-ערך

נוסף על הדיון בהיקפה של עברת המניפולציה, העמידה הספרות האקדמית לבחינה אף את השאלה הבסיסית ביותר, היא השאלה בדבר נחיצותו של איסור פלילי בגינה. אין חולק כי קיום ממצא בדבר אי-נחיצותו של איסור פלילי ביחס למניפולציה, או למצער קיום ספק בנחיצותו של איסור כזה, עשויים לצמצם באופן ניכר את הפרשנות שתינקט ביחס לעברת המניפולציה ואת יישומה במשפט הפלילי. כפועל יוצא מכך, וביחס הפוך, בכוחו של ממצא מעין זה להביא לידי הכרה רחבה בעירוב מטרות כרכיב בעל מטען מזכה.

בחלק זה של המאמר אעמוד על השיקולים שבבסיס שאלת נחיצותו של איסור התרמית בניירות-ערך. למען הנוחות, השיקולים שהנחו את פישל ורוס, במאמרם המפורסם ששלל את הצורך באיסור,<sup>95</sup> יהוו שלד לדיון המוצע. ביחס לכל אחד מן השיקולים אפנה לגישות שונות הקיימות בספרות.

##### (א) ההסתברות להצלחתה של המניפולציה

פישל ורוס גורסים במאמרם כי ההסתברות להצלחתה של המניפולציה נמוכה באופן קיצוני,<sup>96</sup> וזאת משני טעמים מרכזיים: הראשון, על-פי הנחת התחלופה המושלמת (The Substitution Hypothesis), הקשר בין המסחר במניה לבין השינוי בשערה מורכב הרבה יותר משנדמה – כאשר שוק ההון בכללותו מציע תחליפים מושלמים למניה מסוימת, הן הביקוש למניה והן ההיצע שלה יהיו גמישים, ומשכך מחירה של המניה אינו פונקציה של הביקוש או של ההיצע, וביצוע רכישה או מכירה בהיקף גדול לא ישנה את מחיר המניה;<sup>97</sup> השני נעוץ ב"אפקט הברז-זמניות (הסימולטניות)" – גם אם יצליח המניפולטור

94 לשם הוכחת ס' 9(a)(2) אין צורך בהוכחת רכיב של מרמה, משום שרכיב זה אינהרנטי להוכחת הכוונה המניפולטיבית. ראו LOSS & SELIGMAN, לעיל ה"ש 14, בעמ' 1131; HAZEN, לעיל ה"ש 79, כרך 3, בעמ' 475.

95 Fischel & Ross, לעיל ה"ש 15.

96 שם, בעמ' 512.

97 הדברים ביחס לתחלופה המושלמת אינם טריוויאליים, ועל-כן אמחישם בדוגמה הבאה: נניח, למשל, כי מניה שנסחרת במחיר של 10 ש"ח נחשפת ללחצי ביקוש פתאומיים. לחצי ביקוש אלה כשלעצמם, כאשר הם אינם מבטאים מידע חדש בנוגע לחברה, לא יגרמו לעליית מחירים כאשר למניה יש תחליף מושלם אחר בשוק ההון. כך, למשל, אם מחיר המניה יעלה ל-10.5 ש"ח כתוצאה מלחצי הביקוש, מייד יעדיפו בעלי המניות המחזיקים במניה למכור אותה ב-10.5 ש"ח ולקנות תחליף מושלם ב-10 ש"ח – פעולה שתקנה להם רווח מידי של חצי ש"ח למניה. המשמעות היא שכל לחץ של ביקוש נענה באופן מיידי בהיצע, ולהפך. לבסוף, כדאי לציין כי אם קיימים תחליפים מושלמים, גם עסקות פיקטיביות אינן צפויות לשנות את השער.

להעלות את מחיר המניה בפעולת המסחר שלו, הוא לא יוכל לעמוד בתנאי השני הנדרש להצלחת המניפולציה, קרי, מכירה במחיר גבוה ממחיר הרכישה בצירוף עלויות העסקה. כדי שמחיר המניה יעלה, המניפולטור צריך לשכנע את השוק כי יש בידיו מידע עדיף. מכיוון שהמסחר במניה הינו אנונימי, הוא יוכל לעשות כן רק באמצעות רכישה של המניה בהיקף גדול. אולם לקשר שבין המסחר במניה לבין שעה יש גם השפעה בכיוון ההפוך – לאחר שהמניפולטור יפסיק את רכישת המניה או יתחיל למוכרה, סביר ששערה של המניה ירד. פישל ורוס מסיקים כי קשה באופן קיצוני לעמוד בזמנית בשני התנאים הללו, ולכן אי-אפשר להרוויח ממניפולציה תוך-שוקית. הם מוסיפים כי היות שקיימת סבירות נמוכה מאוד לפעילות מניפולטיבית גם בהעדרו של איסור פלילי בגינה, הטלת האיסור לא תניב שיפור משמעותי בתועלת החברתית.

יש החולקים על טיעונם של פישל ורוס, על שני חלקיו – הנחת התחלופה המושלמת ואפקט הבורזמניות:

**הנחת התחלופה המושלמת** – סטיב תל גורס כי אף אם לרוב ניירות-הערך יש תחלופה הקרובה למושלמת, לעיתים אין תחליף הולם לנייר-ערך מסוים. לדידו, ההיצע של כל נייר-ערך הוא מוגבל, מה שמאלץ קונים במצבים מסוימים לשלם פרמיה בעבור הרכישה. היצע עשוי להיות מוגבל משום שבהנפקה הונפקו ניירות-ערך מעטים או משום שמספר ניכר של ניירות-ערך מוחזקים על-ידי אנשים שאינם מעוניינים למוכרם. העדר אלסטיות מאפיין מניות דלות-סחירות, ומשכך יהיו אלה מושא למזימות מניפולטיביות.<sup>98</sup> זוהר גושן מתייחס אף הוא להנחת התחלופה המושלמת, וקובע כי "בשוק הון לא יעיל, הנחת התחלופה המושלמת אינה מתקיימת, ומניפולציה היא אפשרית". כמו-כן, מכיוון ש"מחירי ניירות הערך מושפעים לאו דווקא מגורמים רציונליים... המשקיעים יבקשו לרכוש מניה מסוימת דווקא ומניות אחרות לא תהוונה תחליף עבורם. בתנאים אלה, השוק מוגבל למניה מסוימת".<sup>99</sup> גושן מוסיף כי "אפשר שיתקיים שוק הון יעיל, שבו אין זהות בהערכות המשקיעים ביחס לתזרימי המזומנים הצפויים ממניה מסוימת... נכונות של משקיעים לשלם מחיר שונה עבור אותה מניה מתבטאת בעקומת ביקוש יורדת משמאל לימין. משמעות הדבר: אין תחלופה מושלמת בין המניות השונות".<sup>100</sup>

עינינו הרואות כי הדיון בהנחת התחלופה המושלמת וביכולתו של המסחר לבדו להשפיע על שער המניה פותח פתח (וקשור בטבורו) לדיון ביעילות השוק בכלל ובהיפותזת השוק היעיל (Efficient Capital Market Hypothesis – ECMH) בפרט. דיון בשני הנושאים הללו היה מאלצני לחרוג באופן ניכר ממסגרת המאמר, אולם פטור בלא כלום אי-אפשר. על-כן אציע שתי הערות חשובות: ראשית, לגבי תחולתה של היפותזת השוק היעיל אין תמימות-דעים, והכותבים הבולטים ביותר בתחום ערערו על הנחות-

98 Theil, לעיל ה"ש 17, בעמ' 228–231.

99 גושן, לעיל ה"ש 5, בעמ' 617.

100 שם, בעמ' 620.

היסוד שלה; <sup>101</sup> שנית, שוק ההון הישראלי ממילא לא ניחן ביעילות בגרסה החזקה, אלא ביעילות בגרסה החלשה או לכל-היותר בגרסה החצי-חזקה. <sup>102</sup> בהערות הנזכרות יש כדי לערער את טיעונם של פישל ורוס, ולחזק את הסברה כי בכוחו של המסחר לבדו להשפיע על שערן של מניות.

**אפקט הבורזמניות** – תל מבקש לערער גם על הקביעה כי אפקט הבורזמניות צפוי להכשיל את המניפולציה. לדידו, הערך האינפורמטיבי המגולם ברכישה של מניות גדול מהערך האינפורמטיבי המגולם במכירתן (אסימטרייה אינפורמטיבית), שכן מכירה של מניות יכולה להיות מונעת גם מטעמים שאינם קשורים להערכתו של המשקיע ביחס לערך שבו המניה נסחרת. כך, למשל, הצורך להתנזל או לגוון החזקות עשוי לאפיין את מוכר המניה, אך רק לעיתים רחוקות הוא יאפיין את פעילותו של רוכש המניה. <sup>103</sup> על כך

101 ראו בעיקר: RICHARD A. POSNER, ECONOMIC ANALYSIS OF LAW 474 (7th ed. 2007); ANDREI SHLEIFER, INEFFICIENT MARKETS: AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE (2000). במסגרת הדיון בתיאוריית השוק היעיל מעניין לעמוד על ה-*Random Walk Hypothesis*. על-פי היפותזה זו, שערי המניות אקראיים ולכן בלתי-ניתנים לחיזוי. היפותזה השוק היעיל מתימרת להסביר את היפותזה ה-*Random Walk* באמצעות ההנחה שרק מידע חדש עשוי להשפיע באופן משמעותי על שעריהם של ניירות-ערך, ומכיוון שמידע חדש מתקבל באופן אקראי, גם שעריהם של ניירות-הערך מושפעים באופן אקראי. לעיון מעמיק בנושאים אלה ראו: BURTON G. MALKIEL, A RANDOM WALK DOWN WALL STREET (2007).

102 על-פי הגרסה החזקה, מחירי המניות משקפים באופן מלא את כל המידע הפרטי והציבורי הרלוונטי לגביהן בכל רגע נתון; על-פי הגרסה החצי-חזקה, מחירי המניות משקפים באופן מלא את כל המידע הציבורי הרלוונטי לגביהן בכל רגע נתון; ועל-פי הגרסה החלשה, מחירי המניות משקפים באופן מלא את כל המידע **משוק ההון** הרלוונטי לגביהן בכל רגע נתון. לעמדתו של זוהר גושן, שלפיה דיני ניירות-ערך שואפים להגשים את הגרסה החצי-חזקה, ראו גושן, לעיל ה"ש 5, בעמ' 598. משה בן-חורין גורס כי שוק ההון הישראלי מתאפיין בסחירות נמוכה, שמגדילה את הפער בין שווי ניירות-הערך לבין מחירו בכל רגע נתון. בן-חורין מפנה לכמה מחקרי יעילות אמפיריים המצביעים על כך שהשוק הישראלי מתאפיין ביעילות בגרסה החלשה או בגרסה החצי-חזקה. ראו משה בן-חורין **שוק ההון וניירות הערך** 279, 285, 301 (הוצאת צ'ריקובר, 1996).

חשוב לציין כי אין מדד יחיד שעל-פיו ניתן לקבוע אם השוק יעיל או אינו יעיל. קיימים מחקרים שונים, אשר יחדיו נותנים תשובה, שעשויה להתעדכן מזמן לזמן ולהשתנות ממנה אחת לאחרת. "קביעה גורפת ביחס למידת יעילותו של שוק ההון הישראלי בכללותו דומה לשאלת מידת הצדק במשפט הישראלי." את המטפורה הזו העניק לי אבי וואהל, מומחה למימון מאוניברסיטת תל-אביב, במהלך ריאיון שקיימתי עימו. וואהל הוסיף כי היעילות צפויה להשתנות מנייר-ערך אחד לאחר, ולהוציא את ניירות-הערך הנוילים ביותר, ייתכן שהשוק בכללותו אינו יעיל אף בגרסה החלשה. עוד על היעילות כפונקציה של הנזילות ראו זוהר גושן וגדעון פרחמובסקי "תפקידם המרכזי של דיני ניירות ערך" **קרית המשפט** 1, 3, 12 (2006). גושן ופרחמובסקי מוסיפים (שם, בעמ' 21) כי יעילות השוק משתנה ביחס לסוגים שונים של חברות בהתאם לכיסוי האנליסטי שהחברות זוכות בו.

103 אציין כי אני נוטה להסכים עם אמירתו של תל. עם זאת, ולמען הסר ספק, יש מצבים שבהם גם רכישת מניה תבצע מטעמי נזילות – "עורך נזילות".

ניתן להוסיף את העובדה שהגבלות החלות על מכירות בחסר<sup>104</sup> יקשו על המוכר להיפטר ממניותיו אף בעיתות של מידע שלילי ביחס למניה. לבסוף, מוכרים עשויים להיות חסרי סבלנות ביחס למימוש רווחיהם מהמניה ולמהר (יחסית) למכור אותה. כך, בעוד רכישת מניה תשקף לרוב מידע חיובי ביחס אליה, מכירתה לא תשקף בהכרח מידע שלילי ביחס אליה.<sup>105</sup>

במסגרת המצומצמת של המאמר אין באפשרותי למצות את הדיון בכוחו של מסחר מניפולטיבי לבדו להשפיע על שעריהם של ניירות-הערך.<sup>106</sup> אולם יהיו הדעות אשר

104 מכירה בחסר (short sale) היא מצב שבו הסוחר מקבל בהשאלה נייר-ערך מבעליו ומוכר אותו בשוק. לאחר זמן מסוים עליו לרכוש אותו מחדש על-מנת להחזירו לבעליו. אם בינתיים חלה ירידה בשערו של נייר-הערך, מחיר המכירה גבוה ממחיר הקנייה, והעסקה הייתה רווחית.

105 Theil, לעיל ה"ש 17, בעמ' 242–243. דעה דומה, שלפיה מטען המידע הגלום ברכישת מניות גדול יותר ממטען המידע הגלום במכירתן, ניתן למצוא במאמרו של גושן, לעיל ה"ש 5, בעמ' 622. על רעיון האסימטרייה האינפורמטיבית ניתן להרחיב ולקרוא גם בספרות המימונית. ראו, למשל: Gideon Saar, *Price Impact Asymmetry of Block Trades: An Institutional Trading Explanation*, 14 REV. FINANC. STUD. 1153 (2001). על-אודות האסימטרייה האינפורמטיבית ביחס למסחר בבורסה בתל-אביב ראו: Avner Kalay, Orly Sade & Avi Wohl, *Measuring Stock Illiquidity: An Investigation of the Demand and Supply Schedules at the TASE*, 74 J. FINANC. ECON. 461, 479–482 (2004). יש הטוענים כי האסימטרייה הנזכרת אינה מובנת מאליה, אלא תלויה בגורמים רבים. ראו: Chiraphol N. Chiyachantana, Pankaj K. Jain, Christine Jiang & Robert A. Wood, *International Evidence on Institutional Trading Behavior and Price Impact*, 59 J. FIN. 869 (2004).

106 לקריאה נוספת על **איי-צליחותה** של המניפולציה ראו: Guolin Jiang, Paul G. Mahoney & Jianping Mei, *Market Manipulation: A Comprehensive Study of Stock Pools*, 77 J. FINANC. ECON. 147 (2005). מאמר זה אינו שולל את צליחותה של המניפולציה, אולם גורס כי אין ראיות שלפיהן ניתן לייחס את ה-"stock pools" (אותה פעילות שנטען כי הובילה לקריסת הוול-סטרט בשנת 1929, שלאחריה נחקק חוק ניירות-ערך האמריקאי) למסחר מניפולטיבי בניירות-ערך (ראו שם, בעמ' 151, 166), וכי ביחס ל-"stock pools" אי-אפשר להבחין בין מסחר לגיטימי המבוסס על מידע לבין מסחר מניפולטיבי (ראו שם, בעמ' 160, 161, 167) – כל אלה בניגוד לדעה הרווחת שלפיה פעילות מניפולטיבית היא שהובילה לקריסת הבורסה בארצות-הברית בשנת 1929. ראו גם: William J. Carney, *Signalling and Causation in Insider Trading*, 36 CATH. U. L. REV. 863, 877 (1987). מאמר זה מציין כי בהתחשב בהנחת התחלופה המושלמת, ובהתחשב באלסטיות הגבוהה ביותר המאפיינת את הביקוש וההיצע למניה, בדרך-כלל לא יושפעו המשקיעים מעוצמת המסחר (שעשויה להיות נשלטת על-ידי מניפולטורים). לקריאה נוספת בדבר **צליחותה** של המניפולציה ראו: Rajesh K. Aggarwal & Guojun Wu, *Stock Market Manipulation*, 79 J. BUS. 1915 (2006). המאמר מוכיח את צליחותה של המניפולציה בהתבסס על נתונים אמפיריים. עם זאת, מעניין שעל-פי המאמר (שם, בעמ' 1917, ה"ש 6, בעמ' 1921 ובעמ' 1947–1948), ברשות רוב המניפולטורים היה מצוי מידע עדיף מתוקף היותם אנשי פנים, ברוקרים, מחזיקי מניות גדולים ועושי שוק. מכאן שייתכן שמדויק יותר לראות בפעילותם "מניפולציה חיובית" (אפרט על כך בהמשך המאמר בה"ש 114–116), משום שככלל, מניפולציה תיחשב שלילית כל אימת שאין בבסיסה שיקולים כלכליים או מידע עדיף. כן ראו: Franklin Allen & Douglas Gale, *Stock Price Manipulation*, 5 REV. FINANC. STUD. 503 (1992) (המציעים כי המניפולציה צליחה ורווחית

יהיו, לא נוכל להתעלם מהפרשות השונות שהעסיקו את הפסיקה הישראלית בעשורים האחרונים (ואשר על חלקן אעמוד בהמשך המאמר). נראה כי במסגרת חלק ניכר מפרשות אלה הוכחה השפעתו של המסחר לבדו על שערי ניירות-הערך, וכי די בעובדה זו להוביל לקביעה ברורה כי מסחר מניפולטיבי עשוי להצליח להשפיע לבדו על שערי ניירות-ערך בשוק ההון הישראלי.<sup>107</sup>

לסיום הדיון בסוגיה זו אבקש לציין כי עד כה הובאו המחלוקות ביחס למניפולציה מבלי לקיים הבחנה בין סוגיה השונים. יודגש כי ביחס לאחת מגרסותיה של המניפולציה – המניפולציה החוץ-שוקית החוזית<sup>108</sup> – קיימת הסכמה רחבה בדבר הסיכויים הגבוהים להצלחתה.<sup>109</sup>

משום שחלק מן המשקיעים בשוק ההון אינם יודעים להבחין בין מסחר לגיטימי לבין מסחר מניפולטיבי, ועשויים לסבור כי האחרון מבוסס על מידע עדיף, ומשכך – לבחור לסחור בכיוון זה); Jianping Mei, Guojun Wu & Chunsheng Zhou, *Behavior Based Manipulation*, NYU Working paper (2004) (הגורסים כי מניפולטורים בעלי כיס עמוק מעלים את שערי המניות באמצעות רכישות גדולות של אותן מניות). ראו גם: Robert A. Jarrow, *Market Manipulation*, *Bubbles, Corners and Short Squeezes*, 27 J. FINANC. & QUANT. ANAL. 311 (1992); David F. Babbel, Craig B. Merrill, Mark F. Meyer & Meiring de Villiers, *The Effect of Transaction Size on Off-the-Run Treasury Prices* (Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 01-03, 2001), available at [ssrn.com/abstract=259285](http://ssrn.com/abstract=259285) or doi:10.2139/ssrn.259285.

107 חיזוק לקביעה הנוכחית, תוך הדגשת השפעתו האפשרית של המסחר בעיקר על מניות דלות-סחירות הנסחרות בשוק ההון הישראלי, ראו **בדוח הוועדה לבחינת האפשרויות למועור תרמיות בשוק ההון** (2005) 62–45, 22, 8. [www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_50.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_50.pdf)

108 קיימים שני סוגים עיקריים של מניפולציה. הראשון הוא "מניפולציה תוך-שוקית", שפירושה "השפעה על שער המניה באמצעות פעולת מסחר לכשעצמה, במטרה להפיק רווח ממסחר בכיוון הפוך באותן מניות" (גושן, לעיל ה"ש 5, בעמ' 608). השני הוא "מניפולציה חוץ-שוקית", שפירושה "השפעה על שער המניות באמצעות פעולת מסחר כשלעצמה, במטרה להפיק רווח בעסקה אחרת כתוצאה מכך" (שם, בעמ' 609). המניפולציה החוץ-שוקית ניתנת לחלוקה נוספת למניפולציה חוזית (המכונה בספרות "Contract-Based Manipulation") ולמניפולציה שאינה חוזית. במניפולציה חוזית יכולתו של המניפולטור להפיק רווח מן התגודה בשער המניה נובעת ממערכת יחסים חוזית או טרום-חוזית בינו לבין צד אחר כלשהו, אשר מתחשבת במחיר המניה לצרכים שונים. במניפולציה החוזית קיים מנגנון חוזי מסוים אשר שער המניה מהווה מעין הדק המפעיל אותו. בתת-סוג השני של מניפולציה חוץ-שוקית, מניפולציה שאינה חוזית, שינוי שער המניה יועיל למניפולטור, אך לא במסגרת מערכת יחסים חוזית, אלא בנסיבות אחרות – למשל, על-פי דיני המס. לפירוט ולדוגמות ראו שם, בעמ' 609–611.

109 אף פישל ורוס אינם חולקים על כך. ראו Fischel & Ross, לעיל ה"ש 15, בעמ' 523–525. הסיבה המרכזית לסיכויי הצלחה הגבוהים יחסית של המניפולציה החוזית נעוצה בחשיפה הנמוכה של המניפולטור הפוטנציאלי לסיכון. ראו Thel, לעיל ה"ש 17, בעמ' 256. תל מדגים זאת, בין היתר, באמצעות פסק-הדין בעניין *United States v. Mulheren*, 938 F.2d 364, 369 (1991). מפאת חשיבותו של המקרה והיותו "פופולרי" במיוחד בקרב הספרות האקדמית ופסקי-הדין בארץ ובעולם, אביא את פרטיו בקצרה (המלל הושאל במלואו ממאמרו של ידלין, לעיל ה"ש 5, בעמ' 484): במקרה

**(ב) עלויותיה של הטלת איסור על מניפולציה**

פישל ורוס אינם מסתפקים בטענה כי סיכויי ההצלחה של מניפולציה נמוכים במיוחד, אלא פוסעים פסע נוסף וטוענים כי כללים האוסרים מניפולציה כרוכים בעלויות גבוהות ועל-כן אינם ראויים. ראשית, ההבחנה בין פעולת מסחר מניפולטיבית לבין פעולת מסחר לגיטימית מחייבת היזקקות ליסוד הנפשי הסובייקטיבי של הסוחר – כוונה להפיק רווחים כתוצאה מהיכולת להשפיע על שער המניה. איסור המבוסס על יסודות סובייקטיביים כרוך בקשיי איתור ואכיפה. שנית, הקושי לאבחן מסחר מניפולטיבי ולהבדילו ממסחר שאינו מניפולטיבי טומן בחובו סיכון לטעות. סיכויי טעות באכיפה פוגעים במסחר הלגיטימי, יוצרים הרתעת-יתר, וכפועל יוצא מכך גורמים לנשיאה של הציבור בעלויות הכרוכות בויתור על פעילויות המשכללות את השוק. מאידך גיסא, כלל אכיפה צר, המעוצב במטרה למנוע הרתעת-יתר, יוביל להעדר הרתעה. לבסוף, פעילות שעשויה להיאסר על-ידי כלל צר אינה ראויה להסדרה משום שגלומה בה הרתעה עצמית.<sup>110</sup>

**(ג) האם ראוי לאסור מניפולציה בדין הפלילי?**

פישל ורוס גורסים במאמרם כי מכיוון שהטלת האיסור על מניפולציה כרוכה בעלויות אכיפה גבוהות, מחד גיסא, ומכיוון שההסתברות להתרחשותה של מניפולציה ממילא נמוכה, מאידך גיסא, אין לקבוע איסור בגינה. לטענתם, העלויות הנלוות לאיסור מסוג זה עולות על התועלת החברתית שתצמח ממנו. פישל ורוס מוסיפים כי במניפולציה גלומה הרתעה עצמית, משום שהמניפולטור משקיע את כספו במסחר בעסקות אמיתיות במטרה לשכנע את המשקיעים שבבסיס פעולותיו קיים מידע עדיף, ואם פעולתו אינה מבוססת על מידע אמין, קיים סיכון רב שהוא יפסיד את כספו (יפה לכך האמרה המפורסמת – "Put Your Money Where Your Mouth Is").

הַל, לעומתם, מפנה למקרים שבהם אומנם נחלו המניפולטורים הפסדים בגין השקעתם, אך הרווחים שהפיקו מן הפעילויות המניפולטיביות שביצעו היו עצומים ביחס להפסדים שנגרמו להם.<sup>111</sup>

זה דובר בחוזה בין איוון בוסקי וקרל אייקן לבין חברת G & W (להלן: החברה) שלפיו תקנה החברה מן השניים את מניותיהם בחברה. מחיר העסקה שעליו הוסכם היה המחיר שבו ייסגר המסחר במניות החברה ביום המחרת. עם החתימה על החוזה יצר בוסקי קשר עם מולהרן ורמז לו על העניין שיש לו בעליית שערן של מניות החברה. מולהרן הבין את הרמז ופעל בהתאם: לקראת סוף יום המסחר הוא הזרים ביקושים משמעותיים למניות החברה, ושער עלה בהתאם. גם ידלין (שם, בעמ' 474, ה"ש 24) מפנה לפסק-הדין בעניין *Mulheren* כדוגמה לאפשרות להפיק רווח נאה למניפולטור באמצעות עסקה מחוץ לבורסה, אף באמצעות עלייה רגעית בשער המניה.

110 Fischel & Ross, לעיל ה"ש 15, בעמ' 523.

111 The, לעיל ה"ש 17. על מצבים שבהם הרווחים הפוטנציאליים ממניפולציה גדולים מההפסדים הפוטנציאליים ממנה ראו, למשל, מנחם ברנר "הליכה על חבל דק" גלובס 9.8.2001 [www.globes.co.il/news/article.aspx?did=512761](http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=512761), אשר מתייחס למניפולציה במעורף וטוען כי הסחירות בשוק האופציות גדולה יחסית לסחירות בנכס-הבסיס, ועל-כן פוטנציאל הפגיעה בשוק גדל. יש מי שעלול

בכתיבה הישראלית בולטות בסוגיה זו גישותיהם המנוגדות של זוהר גושן ושל עמרי ידלין. גושן גורס כי הטלת איסור על מניפולציה תניב לשוק ההון תועלות גדולות יותר מאשר התרתה. לדידו, המניפולציה צליחה, ואין לסמוך על הקשיים הכרוכים בביצועה כגורם מרתיע, ומשום כך יש להטיל איסור פלילי כנגדה.<sup>112</sup> ידלין גורס כי מניפולציות אינן מסיטות בהכרח את השוק משיווי-משקל יעיל.<sup>113</sup> לטענתו, אין בהכרח סתירה בין העובדה שהסוחר רכש מניות במטרה להשפיע על השער (ולא על-מנת להשקיע במניה) לבין האפשרות (הסבירה לדעתו) שהסוחר האמין כי שער המניה ערב המסחר היה נמוך מן השער הראוי לה. במקרים שבהם המניפולטור פועל על-סמך הערכה כנה כזו, מדובר ב"מניפולציה חיובית", שעשויה למלא דווקא תפקיד חשוב בשכלול השוק. מכאן שאין היא חותרת תחת תכליתו של סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות-ערך, ולכן אין לאוסרה.<sup>114</sup>

לנצל מצב זה ולנסות להשפיע על מחירו של נכס-הבסיס, בידיעה כי ההפסד הכרוך בפעולות בנכס-הבסיס קטן יחסית לרווח שניתן להפיק מהשפעתן של פעולות אלה על שוק האופציות (בגלל המנוף הגלום באופציות), במיוחד כאשר הסחירות בשוק האופציות גדולה עד כדי כך שניתן לבנות פוזיציות גדולות מאוד. זאת ועוד, המעבר למסחר האלקטרוני הגביר מגמה זו, כאשר הסחירות בנכס-הבסיס לא גדלה בהרבה, אך הסחירות באופציות גדלה פי כמה מונים.

112 גושן, לעיל ה"ש 5.

113 ידלין, לעיל ה"ש 5, בעמ' 469.

114 ידלין מחזק את עמדתו באמצעות מחקר אמפירי התומך בטענה שלפיה "ככל שרמת הסחירות של המניות גבוהה יותר, כך קטנה יותר ההשפעה הפסולה של מניפולציות". עיון מעמיק בממצאי המחקר שערך ידלין מעלה שאלות מהותיות וצורך להעיר כמה הערות. ראשית, בסיס המידע שהמחקר מתבסס עליו הוא ביצועיהן של ארבעים וחמש מניות אשר בגין "הרצתן" (לכאורה) הוגשו כתבי אישום בעשור האחרון. אותם חשדות לא עברו את "כור ההיתוך" של ההליך הפלילי, ומכאן שאין ודאות כי אכן מדובר בפעילות אסורה במניות. שנית, הגרף במחקר אכן מראה כי ככל שסחירותן של המניות גבוהה יותר, השפעתה של המניפולציה על השער משמעותית פחות, אולם בכך אין רבותא. שלישית, הממצא העיקרי והמעניין ביותר שעלה מהמחקר שערך ידלין נוגע בביצועי המניות לאחר תקופת המניפולציה. עיון בביצועיהן של המניות הלא-סחירות מגלה שזמן-מה לאחר תחילת המניפולציה הן נסחרות בשער נמוך מהשער שבו החלה המניפולציה. לעומת זאת, עיון בביצועיהן של המניות הסחירות מגלה כי תשואתן חיובית לאורך כל התקופה הרלוונטית לאחר המניפולציה. אולם לעניות דעתי, עיון בגרף עשוי לגלות כי ביחס לממצא זה יש לנקוט משנה זהירות. בעוד ביחס למניות הפחות-סחירות הגרף מראה עלייה תלולה ביותר בתקופת המניפולציה (או סמוך לאחריה) ומייד לאחר-מכן "צלילה" תלולה של הגרף, ביחס למניות הסחירות נראה כי למניפולציה לא הייתה כמעט כל השפעה בשום שלב – לא בתקופת המניפולציה, לא סמוך לאחריה ולא בחודשים שלאחר-מכן. לשיטתי, מכאן ועד לקביעה כי המניפולציה שכללה את השוק – קרי, שהמניפולציה "חיובית" – הדרך עוד רחוקה. ניתן אולי להסיק כי כאשר מדובר במניות סחירות, יתקשה המניפולטור לממש את מזימתו (ובכך מחקרו של ידלין אכן תורם תרומה אמפירית חשובה), אולם כפי שגושן מציין במאמרו, "...הנזק' טמון בעצם ההתערבות ולא בהשפעה על תנודות נייר הערך... הצורך של המשקיעים להיות ערניים ולהשקיע משאבים כדי לאתר פקודות מסחר מניפולטיביות ולהתגונן מפניהן מטיל עליהם עלות המייקרת את פעולת גילום המידע במחיר נייר הערך. עלות זו פוגמת בתהליך ההתייעלות של השוק... ככל שהעלויות הכרוכות בגילום המידע במחיר תפחתנה, כך ילך וישתכלל מנגנון התמחור" (גושן, לעיל ה"ש 5, בעמ' 634). מכאן שעיקר



ידלין מוסיף כי "המניפולציה משמשת בידי המניפולטור כאמצעי קומוניקציה"<sup>115</sup> – העובדה שפלוני מסתכן ברכישת מספר ניכר של מניות בחברה מסוימת מעוררת משקיעים בשוק לעדכן את הערכתם לגבי שוויים של ניירות-הערך שהנפיקה חברה זו, או בלשון אחר: המניפולציה מאפשרת לשוק להוסיף דעה זו לסכימה הכללית שהשוק עורך. הסיכון שהמניפולטור נוטל על עצמו הוא שהשוק לא ישתכנע, ובמקרה כזה יצא שכרו בהפסדו.<sup>116</sup>

הנזק הגלום במניפולציה אינו טמון בהשפעה על שער של נייר-הערך, ולכן ממצאי המחקר האמפירי שערך ידלין אינם מביאים אותנו לכלל מסקנה כי המניפולציה עשויה להיות חיובית, אלא אך שתנאי בסיסי לסיכויי הצלחתה הוא סחירות נמוכה של נייר-הערך.

115 ידלין, לעיל ה"ש 5, בעמ' 473. נראה שידלין מסתכל על הרווח שיצמח לשוק כמכלול אל מול ההפסד שייגרם לו. לטעמי, הוא אינו מביא בחשבון את פערי הכוחות והיכולות בין המשקיעים השונים בשוק ההון – בין אנליסטים מקצועיים, שידעו לתרגם אותם "סיגנלים" ולסנן מהם את המידע שעשוי לקדם את השקעתם, לבין סוחרים "טיפשים", אשר לא ידעו לעשות כן. בהקשר דומה מעניינת דעתו של ידלין בנוגע לתרמית אינפורמטיבית, שעליה חל ס' 54(א)(1) לחוק (ידלין, לעיל ה"ש 3, בעמ' 271): "הנזק למשקיעים אינו חד-משמעי גם במקרים שבהם הפרסום המטעה השפיע על שער ניירות-הערך בשוק. נכון שמי שרכש נייר ערך – בעקבות פרסום מידע חיובי אך מטעה על חברה – יצא נפסד. אבל כנגדו הרוויח מי שמכר את המניות באותו מחיר גבוה... כנגד כל מי שהפסיד... עלידי פרסום מטעה שלילי, עומד משקיע אחר אשר הרוויח... אם מסתכלים על המשקיעים כקבוצה, ובהנחה שיוצר המצג אינו נוטל חלק במסחר או מפיק רווח בדרך אחרת מהשוני בשער, הרי שמצג מטעה אינו גורם להם כל הפסד." כאמור, גם כאן ידלין תופס את מושגי תוחלת הרווח תוך שהוא מסתכל על השוק בכללותו. לטעמי, אומנם מול כל מפסיד ניצב מרוויח, אולם ברוב המכריע של המקרים, כאמור, בצד של המרוויחים יהיו הסוחרים המקצועיים ביותר, ומכל מקום, אין במשוואה זו כדי לנחם את המפסידים. לביקורת נוספת על עמדה זו ראו גרוס ושעשוע, לעיל ה"ש 2, בעמ' 186: "טענה זו מתעלמת מכך שציבור המשקיעים אינו פועל כקבוצה אלא כיחידים, ואותם 50% שהפסידו ימצאו נחמה מעטה מאד בכך שאחרים, בני מזל הרוויחו על חשבונם". כן ראו שם, ה"ש 19: "מה עוד שברוב המכריע של המקרים, החלוקה בין מפסידים ומרוויחים אינה סימטרית ואקראית כלל ועיקר: בצד המרוויח ימצאו לרוב בעלי השליטה ואנשי הפנים, ואילו בצד המפסיד ימצא הציבור הרחב שאין לו גישה עצמאית למקורות המידע הרלוונטיים."

116 דעה זו של ידלין, הדומה לדעתם של פישל ורוס בדבר ההרתעה העצמית הגלומה במניפולציה, אומצה בת"פ כבידי, לעיל ה"ש 7. אציין כי אני שותף כלל לדעה זו. בכוחו של המניפולטור לתכנן את מהלכיו באופן מושכל כך שהסיכון להפסד כספי יהיה קטן בהרבה מן הסיכוי לרווח כספי, ונוסף על כך, הרווח הכספי שעשוי להתקבל מהמהלך המניפולטיבי בסופו של יום גדול לאין שיעור מן ההפסד שעלול להיגרם ממנה. דוגמה לדברים האמורים ניתן למצוא במאמרו של Thel, לעיל ה"ש 17, שם הוא מציג את פרשת Mulheren המפורסמת, שבמסגרתה קשרו מניפולטורים אחדים קשר לבצע מניפולציה שגרמה אומנם להפסד כספי של 64,406 דולר, אולם גרפה לכיסם רווח כולל של 1,678,925 דולר! דברים דומים ניתן למצוא בפסק-הדין הבולט: Markowski v. SEC, 274 F.3d 525, 529 (D.C. Cir. 2001): "Just because a manipulator loses money doesn't mean he wasn't trying".

**5. סיכום ביניים**

הניתוח שנערך בפרק זה מלמד על הקשחת התנאים להוכחת עברת המניפולציה ועל הצרת התפרשותה של העברה באמצעות סיווגה כעברה תוצאתית, באמצעות דרישה ליסוד נפשי מחמיר מסוג כוונה ולנוכח קיומו של ספק גדול בנחיצותה. ממצאים אלה באים על רקע החשש מהפללת פעולות מסחר לגיטימיות, בהתחשב בכך שהעברה כולה נשענת אך ורק על היסוד הנפשי של העושה.

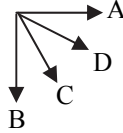
הדברים האמורים מחזקים ומצדיקים במידה רבה את האפשרות לקלוט את עקרון עירוב המטרות אל חיקה של עברת המניפולציה.

### **פרק ג: עירוב מטרות בעברת התרמית בניירות-ערך בפסיקה הישראלית – הדין הנוהג**

**1. מבוא**

בפרק זה אפרט את הדרכים שבהן יושם עקרון עירוב המטרות בפסיקה הישראלית.<sup>117</sup> תחילה אפנה לפסיקות של בית-המשפט העליון שאליהן הפנו בתי-המשפט בערכאות הנמוכות. אראה כי בית-המשפט העליון נמנע מלהתמודד עם סוגיית עירוב המטרות באופן ישיר ומפורש. בהמשך אפנה לנתח את הפסיקות שניתנו בערכאות הנמוכות, ואשבצן לאחד מארבעה מצבים: מצב ראשון (מצב A) מייצג סיטואציות שבהן לא הכירה הפסיקה בעקרון עירוב המטרות כעיקרון מזכה, ולכן זהו המצב הקל ביותר בעבור התביעה; מצב שני (מצב B) מייצג סיטואציות שבהן נדרשה התביעה להוכיח כי המטרה האסורה הינה המטרה הבלעדית, כלומר, היה די במטרה לגיטימית במשקל כלשהו להכשיר את ההתנהגות כולה, ולכן זהו המצב הקשה ביותר בעבור התביעה; מצב שלישי (מצב C) מייצג סיטואציות שבהן נדרשה התביעה להוכיח כי המטרה האסורה הייתה העיקרית/המרכזית (הדומיננטית) – מצב אשר קשה יותר בעבור התביעה ממצב A אך קל ממצב B; ומצב רביעי (מצב D) מייצג סיטואציות שבהן נדרשה התביעה להוכיח כי המטרה התרמית הייתה ממשית – מצב אשר קשה יותר בעבור התביעה ממצב A אך קל ממצבים B ו-C. כדי להמחיש את הדברים, אשבץ את ארבעת המצבים על-גבי גרף: ככל שהווקטור אופקי יותר (נוטה אל עבר ציר ה-"0"), מדובר במצב המייצג נטל קל יותר בעבור התביעה.

117 פרק זה אינו מייחד את הדיון לפסקי-הדין שניתנו ביחס לעברת המניפולציה, אלא משלב לעיתים גם פסקי-דין שהתייחסו לעברת ההרצה באמצעות ביצוען של עסקות פיקטיביות.



בדיקה בדיעבד של מועדי מתן הכרעות-הדין תגלה כי החלוקה לקבוצות נעשתה באופן כרונולוגי מדויק כמעט: החל במצב A וכלה במצב D. כאמור, אפתח בבחינת פסקי-הדין שניתנו בבית-המשפט העליון, ואעבור לבחינת פסקי-הדין שניתנו בערכאות הנמוכות.

## 2. פסקי-הדין ה"מנחים" שניתנו בבית-המשפט העליון

המשותף לפסקי-הדין המזכים והמרשיעים שניתנו בערכאות הנמוכות הוא שרובם ככולם מפנים לשלושה פסקי-דין מרכזיים שנידונו בבית-המשפט העליון – פסקי-הדין בעניין **חרובי**, בעניין **ואקנין** ובעניין **טמפו**.<sup>118</sup> בניגוד לרושם המתקבל מההפניות שנעשו אליהם, פסקי-הדין הנזכרים לא התמודדו עם סוגיית עירוב המטרות באופן חזיתי, ברור ומפורש.

כך, למשל, ציין פסקי-הדין בעניין **חרובי** כי "מטרתו של סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך להביא לידי כך כי תנודות בשער ישקפו ביקוש והיצע הנגזר מערכו הכלכלי של נייר הערך ותוחלת הרווח הצפוי מן ההשקעה בו, ולא ביקוש והיצע מלאכותיים, המשקפים נסיון להשיג רווח מהיר שאין לו אחיזה בנתונים כלכליים. אמת, השקעה רגילה גוררת עמה לעתים קרובות תנודות בשער. אך תנודות אלה הינן תוצאת לוואי טבעית של ההשקעה ולא מטרתה העיקרית".<sup>119</sup> בזהירות הראויה אציין כי הציטוט שהובא אינו מקדם את מושא חקירתנו, שהרי תוצאת-לוואי אינה בגדר מטרה משנית. לעולם תהא למסחר במניה תוצאת-לוואי, וככזו היא אינה מושא האיסור האנטי-מניפולטיבי. עניין לנו במטרות ובמניעים, שהינם מהלכים מנובאים ומושכלים, ולא בתוצאות-לוואי בלתי-נשלטות. זאת ועוד, לטעמי, אין ללמוד מן הציטוט שהובא כי קיימת דרישה להוכחת מטרה עיקרית. יש לקרוא את המשפט כמקשה אחת, ולא להתייחס לכל תיבה בנפרד. אוראז נראה כי הופעת התיבה "עיקרית" סמוך לאחר הצירוף "תוצאת לוואי טבעית" עשויה (ואולי אף אמורה) לרמז כי בית-המשפט התכוון לאסור מטרה תרמית "אמיתית" או "ממשית", להבדיל ממטרת-לוואי.

שני פסקי-הדין הבאים שיידונו יובאו להלן בצמידות בשל הדמיון ביניהם, שכן שניהם עניינם בפעולות שכל תכליתן להשפיע על שערו של נייר-הערך.

118 למען הדיוק נעשית הפניה לארבעה פסקי-דין – **חרובי**, **ואקנין**, **טמפו** ו**מרקדו** – אולם היות שהאחרון מפנה בעצמו לפרשת **ואקנין**, הדיון בעניינו מתייתר.

119 רע"פ **חרובי**, לעיל ה"ש 54, פס' 11 לפסק-דינו של הנשיא ברק, אשר התקבל פה אחד (הכרעות-הדין ניתנה ביום 23.3.1998; ההדגשה הוספה).

בפסק-הדין בעניין **ואקנין** קבע בית-המשפט כי "מתן הוראת קנייה או מכירה **בלא רצון** לקנות או למכור, ואך מתוך רצון לגרום על-ידי כך לשינוי במחיר המניה, הוא פעולה אסורה על-פי סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך... השפעה זו הינה 'בדרכי תרמית', שכן ההיצע או הביקוש אינם משקפים תחזית כלכלית (נכונה או שגויה) באשר לערך המניה, אלא פעולה מלאכותית שמטרתה הינה **אך** התנודה בשערו של נייר הערך... אין להסיק מדברינו אלה כי רק פעילות מלאכותית שכזו נופלת לגדריו של האיסור הקבוע בסעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך. כל שמבקשים אנו לקבוע... כי המקרה שלפנינו נופל בוודאי ללב לבו של האיסור הפלילי הקבוע בסעיף 54(א)(2) לחוק ניירות הערך, שכן שינוי השער אינו תוצאת הפעילות בשוק אלא **מטרתה היחידה**".<sup>120</sup>

בפסק-הדין בעניין **טמפו** קבע בית-המשפט כי "ההתערבות היוזמה במסחר במניה, שכל תכליתה היא **אך** ההשפעה על השער... היא מניפולציה".<sup>121</sup>

ברי כי בסיטואציות מעין אלה, שבהן התכלית בשלמותה הינה תכלית אסורה ("אך מתוך רצון לגרום", "אך התנודה בשערו של נייר הערך", "אך ההשפעה על השער") ולהתנהגות אין כל הסבר כלכלי או הסבר לגיטימי אחר, תהא ההתנהגות בכללותה אסורה. בכך אין רבותא. חרף זאת אדגיש כי אל לנו להסיק מכלל ההן את הלאו, כלומר, אין להסיק דרישה להוכחת תכלית בלעדית להשפיע על השער.

### 3. אי-הכרה בעירוב מטרות

אחד מפסקי-הדין הראשונים שניתנו בישראל ביחס לעברת התרמית בניירות-ערך, ואשר למיטב ידיעתי היה גם פסק-הדין הראשון שהרשיע נאשם בעבירה זו, ניתן בפרשת **רוזנבוך**.<sup>122</sup> רוזנבוך הואשם ש"ניפח" את היקפי המסחר במניית "מיפ גליקו" באמצעות עסקות מתואמות (להבדיל מעסקות אמיתיות). הסיבה לפעילות זו הייתה רצונו של רוזנבוך להגדיל את החזקותיו בחברת "מיפ גליקו" באמצעות רכישת מניות מקרב הציבור. רוזנבוך טען להגנתו כי רצונו היה "להעיר" את המסחר במניה, שאם לא כן לא היה עניין לבעלי מניות מן הציבור למכור את מניותיהם בבורסה. הערכאה הראשונה דחתה את טענת המדינה (שלפיה "אין חשיבות לעובדה שהמטרה הסופית של הנאשם הינה לגיטימית כשלעצמה"), וקבעה כי "הנאשם לא עבר את העבירה המיוחסת לו בכתב האישום, הוא פעל מתוך מניע ומטרה לגיטימיים. מטרתו לא היתה **העלאת שער גרידא** אלא רכישת ניירות ערך". בית-המשפט המחוזי שאליו הוגש הערעור הפך את ההחלטה, וקבע כי "לא מדובר, איפוא, בעליה מלאכותית של שערים שהיא **תוצר לוואי מקרי** מפעילותו של המשיב; מדובר במטרה מכוונת להעלאת שערי המניות בדרך של עיסקות

120 ע"פ **ואקנין**, לעיל ה"ש 32, פס' 30 לפסק-דינו של הנשיא ברק, אשר התקבל פה אחד (הכרעת-הדין ניתנה ביום 13.6.1996; ההדרגשות הוספו).

121 ע"פ 5383/97 **טמפו נ' מדינת ישראל**, פ"ד נד(1) 557 (2000), פס' 21 לפסק-דינו של הנשיא ברק, אשר התקבל פה אחד (הכרעת-הדין ניתנה ביום 6.3.2000; ההדרגשה הוספה).

122 ע"פ 1327/86 **מדינת ישראל נ' רוזנבוך**, פ"מ"מ תשמ"ט(2) 309 (1989) (הכרעת-הדין ניתנה ביום 12.1.1989).

מתואמות... כי בלעדי ההעלאה הזאת לא היתה המטרה הסופית מושגת"<sup>123</sup>; ובהמשך – "שיקוליו הכלכליים המתוחכמים של המשיב כללו אמנם מניע-כשר, אולם **עצם המניע הכשר אין בו כדי ליתן היתר למשיב לבצע מצג שווא אשר כל מטרתו לא היתה אלא להשפיע על תנודות-השער של המניה**. המדובר אמנם ב'תרגיל בשלבים' אשר מטרתו הסופית אמנם כשרה, בעוד שהאמצעים היו פסולים... הא בהא תליא... **אין המטרה החוקית כשלעצמה נותנת היתר למשיב להפר את החוק**".<sup>124</sup> מן הדברים הברורים עולה כי בית-המשפט המחוזי לא הכיר בעירוב מטרות כרכיב בעל מטען מזכה.<sup>125</sup>

באופן דומה, בת"פ אורן<sup>126</sup> הרשיע בית-המשפט את הנאשם בעברה של השפעה בדרכי תרמית על שערו של נייר-ערך באמצעות הזרמת ביקושים חריגים לנייר-הערך. בית-המשפט קבע כי "המניע האישי או הכלכלי שעמד מאחורי מעשיו של הנאשם, ואשר בעטיו נקט דרכי תרמית לצורך השפעה על שער נייר הערך, איננו מעלה ואיננו מוריד לעניין אחריותו הפלילית... **אין חשיבות, לצורך הכרעת הדין, לשאלה איזה יעד חתר הנאשם להשיג בסופו של דבר**, ואשר בגינו נקט דרכי תרמית כדי להעלות את השער ביום המסחר הנדון".<sup>127</sup> קביעה זוהי סיפק בית-המשפט בת"פ שפיר.<sup>128</sup> עוד הוסיף בית-המשפט בעניין שפיר כי "אין די בכך שמשקיע הפועל במסחר מודע לכך שפעולתו תשפיע, קרוב לוודאי, על השער, כל עוד מטרתו האמיתית היא לרכוש או למכור את המניה".<sup>129</sup> אתיחס לאמירה האחרונה: במבט ראשון נראה כי בית-המשפט מכון למבחן של מטרה אמיתית, שלפיו בכוחה של מטרה לגיטימית אמיתית לחלץ את הנאשם; אולם להבנתי, באמירה אחרונה זו אין בית-המשפט מכון לסיטואציה של עירוב מטרות, ואמירתו נועדה להבחין בין מצב לגיטימי לבין מצב שאינו לגיטימי, ולא לעמוד על מצב של לגיטימיות מעורבת. הבנה זו מבוססת בעיקר על העובדה שמרכז-הכובד מצוי בחלק הראשון של פסק-הדין (ציטוט זהה לזה של ת"פ אורן), ולא באחרון.

123 שם, פס' 3 לפסק-דינה של השופטת בן-עתו (ההדגשה הוספה).

124 שם, פס' 7 לפסק-דינו של השופט אבן-ארי (ההדגשות הוספו). נראה כי תחילה ערך בית-המשפט הבחנה בין ה"מטרה" לבין ה"מניע" (לטעמי, מבלי משים), אולם בהמשך הוא התייחס אליהם כאל מושגים זהים.

125 העובדה שמדובר בעסקות פיקטיביות, ולא בעסקות אמיתיות, אינה משנה לענייננו.

126 ת"פ (שלום ת"א) 4268/97 **מדינת ישראל נ' אורן**, דינים שלום 2001(23) 349 (הכרעת-הדין ניתנה ביום 30.10.2001). בית-המשפט המחוזי, בע"פ (מחוזי ת"א) 70094/02 **אורן נ' מדינת ישראל**, תק-מח 2003(3) 4086, אישר את ההרשעה ואימץ את ההנמקות של בית-המשפט השלום (הכרעת-הדין במחוזי ניתנה ביום 14.9.2003). לנוכח זאת לא מצאתי טעם להתעכב על פסק-הדין שניתן בבית-המשפט המחוזי.

127 ת"פ אורן, שם, פס' 94 לפסק-הדין (ההדגשה הוספה).

128 ת"פ (שלום ת"א) 1283/98 **מדינת ישראל נ' שפיר**, תק-של 2002(4) 12002 (הכרעת-הדין ניתנה ביום 14.11.2002). בית-המשפט המחוזי, בע"פ (מחוזי ת"א) 71263/03 **שפיר נ' מדינת ישראל**, תק-מח 2005(1) 10145, אישר את ההרשעה ואימץ את ההנמקות של בית-המשפט השלום (הכרעת-הדין במחוזי ניתנה ביום 3.2.2005). לנוכח זאת לא מצאתי טעם להתעכב על פסק-הדין שניתן בבית-המשפט המחוזי.

129 שם, פס' 120 לפסק-הדין (ההדגשות הוספו).

מכאן שאין בקביעה האחרונה כדי לערער על כך שגם בעניין שפיר בית-המשפט אינו מכיר באפשרות של עירוב מטרות.

#### 4. מבחן המטרה הבלעדית

בת"פ כבירי<sup>130</sup> הואשם כבירי בכך שפעל להעלאת שער המניה בדרכי תרמית, במטרה לזכות בהטבת מס (דוגמה קלסית למניפולציה חוץ-שוקית). בית-המשפט קבע בפסק-דינו כי "כשכית משפט [בית-המשפט העליון – א' א'] דובר בזיהוי המניפולציה האסורה בזיהוי כוונה פסולה, אין בכך כדי להתעלם מהיסוד העובדתי של התרמית, כאילו עניינו בעבירת כוונה בלבד. יש לבחון אם ההשתתפות במסחר, כאמור שם – הינה אך פעולה מלאכותית, ולא כל תחזית כלכלית אמיתית, שמטרתה האחת והיחידה הינה השפעה על השער, באמצעות מצגי שווא"<sup>131</sup>.

אמירה דומה, אם כי נחרצת פחות, ניתן למצוא בפסק-דינה של השופטת ברלינר בע"פ דיסקונט: "קביעה זו [של בית-המשפט קמא, שעל פסקתו ערערו לבית-המשפט המחוזי – א' א'] יש בה משום החזקת החבל משני קצותיו. אם הרצון הוא לפעול משיקולים כלכליים, ולו גם כדי לנצל את באומל, לא ניתן לקבוע באותו הכל-פה כי מדובר בפעילות שכוונתה להשפיע על השער."<sup>132</sup>

הקביעות שלעיל מחזירות אותנו לדיון שהובא בשלב מוקדם יותר של המאמר שבמרכזו השאלה אם בכוחם של שיקולים כלכליים להוציא את ההתנהגות הנחשדת מגדרה של עברת המניפולציה.<sup>133</sup>

#### 5. מבחן המטרה העיקרית/המרכזית (הדומיננטית)

בת"פ אורסיס, בתום עיון בפסקי-הדין שניתנו על-ידי בית-המשפט העליון (ואשר נידונו לעיל בתת-פרק ג2), קבע בית-המשפט כי "אין להסיק מציטוטי הפסיקה דלעיל, כי לא ניתן להרשיע בעבירה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק נאשם אשר מטרתו העיקרית היא השפעה על השער, רק משום שלכוונה זו נלווה רצון אמיתי לרכוש או למכור את המניה"<sup>134</sup>.

130 ת"פ כבירי, לעיל ה"ש 7 (הכרעת-הדין ניתנה ביום 13.3.2008 מפי השופט דן מור).

131 שם, בעמ' 23328, פס' 26 (ההדגשות הוספו). בע"פ כבירי (שהכרעת-הדין בו ניתנה ביום 20.5.2009), לעיל ה"ש 7, פס' 33, הותיר הרכב השופטים, בראשות הנשיאה ברלינר, את האפשרות של "עירוב מטרות" בצריך עיון.

132 ע"פ דיסקונט, לעיל ה"ש 7, בעמ' 13012 (ההדגשות הוספו). מעניין שקביעה זו ניתנה על-ידי ברלינר ביום 24.6.2009, בעוד קביעה מרוככת יותר, המוכנה לזפות מקום שהוכחה מטרה (כלכלית) ממשית (ולא כל מטרה כלכלית), ניתנה על-ידיה בע"פ אופמת ביום 23.11.2009. אזכיר כי בע"פ כבירי, לעיל ה"ש 7, הותירה ברלינר סוגיה זו בצריך עיון.

133 ראו לעיל בתת-פרק א3 למאמר.

134 ת"פ (שלום ת"א) 1349/98 מדינת ישראל נ' אורסיס, תק-של 2004(4) 3804, פס' 343 לפסק-הדין

בת"פ צפרייר קבע בית-המשפט קביעה זהה בדיוק לזו שנקבעה בת"פ אורסיס, תוך שהוא מוסיף כי "על מנת להרשיע נאשם בעבירה של השפעה בתרמית על שער ניירות ערך, אין התביעה חייבת להוכיח כי זו היתה תכליתו היחידה של הנאשם, שכן לא-פעם פועל הנאשם מתוך עירוב מטרות. לעיתים הוא מעוניין לבצע עסקה אמיתית בבורסה, אך יחד עם זאת שואף להשפעה על השער, ומבצע את העסקה בדרך שתשיג מטרה זך".<sup>135</sup>

בת"פ גרינפלד הואשמו הנאשמים בתרמית בניירות-ערך באמצעות הזרמת ביקושים רבים לנייר-הערך בלימיטים (הגבלות שער) גבוהים, במטרה לזכות בהטבת מס מחוץ לשוק ההון (דוגמה נוספת למקרה של מניפולציה חוץ-שוקית). בית-המשפט אימץ את מבחן הכוונה העיקרית, וציין כי "על מנת להרשיע בעבירה יש להוכיח כי הכוונה העיקרית, הדומיננטית היתה כוונה פסולה".<sup>136</sup>

בע"פ גרינפלד<sup>137</sup> נקטה ערכאת הערעור גישה דומה, וקבעה כי "מי שפועל במסחר בדרכים מניפולטיביות שנועדו להשפיע על שער המניה כתכלית עיקרית... עובר את העבירה על פי סעיף זה, גם אם התלוותה לפעילותו מטרה משנית של קנייה או רכישה במסחר, וגם אם באופן עקרוני הוא סבר שכדאי לרכוש או למכור את המניה".<sup>138</sup>

## 6. מבחן המטרה הממשית

בע"פ אופמת<sup>139</sup> קבעה השופטת ברלינר, בהערת-אגב, כי "לטובת התביעה ומבלי

(הכרעת-הדין ניתנה ביום 31.10.2004; ההדגשות הוספו). בית-המשפט המחוזי, בע"פ (מחוזי ת"א) 70822/05 אורסיס נ' מדינת ישראל, תק-מח 2008(4) 5252, זיכה את אורסיס ואת יתר הנאשמים מעברת ההשפעה בדרכי תרמית על ניירות-ערך, בנימוק שאישום זה נשען על אישום אחר שהופרך (הכרעת-הדין במחוזי ניתנה ביום 19.11.2008 על-ידי הרכב בראשות השופטת ברלינר). הדברים אינם מקדמים את מושא חקירתנו ועל-כן לא אעמוד עליהם.

135 ת"פ (שלום ת"א) 8044/99 מדינת ישראל נ' חברת צפרייר מהנדסים בע"מ, תק-של 2005(1) 5717, פס' 159 לפסק-הדין (הכרעת-הדין ניתנה ביום 3.1.2005; ההדגשה במקור). התיבה "תכלית" שהוזכרה בציטוט שקולה לתיבה "מטרה".

136 ת"פ גרינפלד, לעיל ה"ש 7, פס' 9 לפסק-הדין (הכרעת-הדין ניתנה ביום 25.2.2008; ההדגשה הוספה). בית-המשפט בת"פ גרינפלד בחר במבחן המטרה המרכזית במודע. על כך ניתן ללמוד מהעובדה שהוא הפנה לפסק-הדין בעניין ואקנין, לעיל ה"ש 32, תוך שהוא מצייין כי שם אומץ מבחן המטרה הבלעדית (בהמשך אראה כי פסק-הדין בעניין ואקנין לא קבע, להבנתו, מבחן של מטרה בלעדית) אולם הוא בוחר לבכר את מבחן המטרה המרכזית.

137 ע"פ גרינפלד, לעיל ה"ש 7 (הכרעת-הדין ניתנה ביום 21.12.2008).

138 שם, פס' 48 (ההדגשות הוספו). בית-המשפט הפנה לע"פ 71/83 שרון נ' מדינת ישראל, פ"ד לח(2) 757, 781 (1984), וכן לשתי פסיקות של בית-המשפט הפדרלי בארצות-הברית: פסק-הדין בעניין *Mulheren*, לעיל ה"ש 109; 480 F.2d 341, *Chris Craft Industries Inc. v. Piper Aircraft Corp.*, 109 (1973) 382. את פסק-הדין בעניין שרון אזכיר גם בהמשך (ראו להלן בה"ש 190), ועל פסק-הדין בעניין *Mulheren* אעמוד בהמשך בהרחבה (ראו להלן בחלק ד(א)).

139 ע"פ אופמת, לעיל ה"ש 7 (הכרעת-הדין ניתנה ביום 23.11.2009).

להכריע בכך, אנו מוכנים להניח כי במקרים של מטרה מעורבת, כאשר המטרה להשפיע על השער הינה מטרה ממשית של צד לעסקה, אף אם אינה מוגדרת בהכרח כיתכלית עיקרית, עובר אותו צד את העבירה לפי סעיף זה<sup>140</sup>; ובהמשך – "אנו מוכנים לצאת מנקודת הנחה כי מטרה מעורבת, הכוללת רכיב של רצון ממשי של צד לעסקה להשפיע על השער, תביא להרשעה"<sup>141</sup>.

## 7. סיכום ביניים

פסקי-הדין שניתנו ביחס לעברת התרמית בניירות-ערך מתאפיינים בחוסר עקביות ביחסם לעקרון עירוב המטרות – הליכים שונים אימצו מבחנים שונים ביחס לעיקרון זה. זאת ועוד, בהפנותם למבחנים השונים, לא העמידו בתי-המשפט הדרכה בקשר ליישומם של המבחנים<sup>142</sup>. קשיים אלה טרם באו על פתרונם, שכן בית-המשפט העליון לא התמודד עדיין עם סוגיית עירוב המטרות באופן ישיר ומפורש. המשך המאמר ירכז מאמץ בניסיון ללמוד על האופן שבו ראוי לעצב את עקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה.

## פרק ד: המשפט ההשוואתי – עקרון עירוב המטרות במסגרת עברת התרמית בניירות-ערך

### 1. מבוא

במשפט הישראלי הוכר כוחו של המשפט ההשוואתי לסייע במציאת פתרונות משפטיים ראויים. עניין זה מקבל משנה תוקף לנוכח העובדה שדיני ניירות-הערך הישראליים אימצו עקרונות רבים מהמשפט האנגלו-אמריקאי<sup>143</sup>. עם זאת, הפנייה למשפט ההשוואתי צריך שתיעשה באופן מוקפד וזהיר, בעיקר לנוכח ההבדלים המשמעותיים בין שוק ניירות-הערך הישראלי לבין מקבילו האמריקאי. בפרק זה אפנה לפסיקה

140 שם, פס' 25 (ההדגשות הוספו).

141 שם, פס' 44 (ההדגשה הוספה). ראו את הערתי בה"ש 132 לעיל שלפיה חמישה חודשים לפני מתן פסק-הדין בע"פ אופמת קבעה ברלינר בהליך אחר (ע"פ דיסקונט) כי מטרה כלכלית (כפי הנראה, מטרה כלכלית כלשהי) צפויה לזפות את הנאשם.

142 כך, למשל, בנוגע למבחן המטרה המרכזית לא ברור לגמרי איזו מרפזיות נדרשת – מרפזיות מוחלטת (השוואת ל-100%) או כזו שיש להוכיח במאזן הסתברויות (יותר מ-50%). באופן דומה, בנוגע למבחן המטרה הממשית לא ניתנה הנחיה כיצד לזהות אותה ממשות.

143 ראו לעיל ה"ש 71.



האמריקאית ולספרות האקדמית האמריקאית שבהן נידונה האפשרות לעירוב מטרות בהקשר של עברת התרמית בניירות-ערך, ואלמד על יחסן לעיקרון זה.<sup>144</sup>

## 2. הפסיקה האמריקאית

עקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה לא נבחן בהרחבה על-ידי בתי-המשפט הפדרליים בארצות-הברית, ולא זכה אלא בהתייחסות מצומצמת בלבד. אולם נראה כי אותם בתי-משפט שדנו בעיקרון זה (במישרין) הקפידו לשמור על חזית אחידה, בתומכם במבחן המטרה הבלעדית, שלפיו על-מנת שתתגבש העברה, על התביעה להוכיח שכל מטרתו של העושה הייתה להשפיע על שערו של נייר-הערך. בחלק זה של המאמר אדגים זאת באמצעות הצגת שלושה מקרים בולטים שנידונו בפסיקה האמריקאית.

### (א) פסק-הדין בעניין U.S. v. Mulheren

במהלך שנת 1991 ניתן בבית-המשפט לערעורים של המחוז השני פסק-הדין בעניין *Mulheren*.<sup>145</sup> במסגרת פרשה זו הציע בית-המשפט כי לצורך הרשעה המדינה נדרשת להוכיח כי המטרה התרמית הייתה המטרה האחת והיחידה (אם כי בית-המשפט סייג הצעה זו וסיווג אותה כהערת-אגב).<sup>146</sup>

### (ב) פסק-הדין בעניין Markowski v. SEC

במהלך שנת 2001 ניתן בבית-המשפט לערעורים של המחוז השנים-עשר פסק-הדין בעניין *Markowski*. במקרה זה הכריע בית-המשפט על-סמך מבחן המטרה הבלעדית,<sup>147</sup> וביסס את הכרעתו, בין היתר, על פסק-הדין בעניין *Mulheren*.

144 לעיתים אתיחס מפורשות לעברת המניפולציה ולעיתים לעברת התרמית בניירות-ערך, אולם גם החלופה האחרונה יכולה ללמדנו על-אודות היחס אל עקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה.

145 פרשת *Mulheren*, לעיל ה"ש 109.

146 שם, בעמ' 368: "We will assume, without deciding on this appeal, that an investor may lawfully be convicted under Rule 10b-5 where the purpose of his transaction is solely to affect the price of a security" (ההדגשות הוספו). ראו גם שם, בעמ' 368-369: "The government was obligated to prove beyond a reasonable doubt that when Mulheren purchased 75,000 shares of G & W common stock on October 17, 1985, he did it with the intent to raise its price, rather than with the intent to invest." (ההדגשה הוספה). יצוין כי הפרשנות המקובלת לתיבות "rather than" המופיעות במשפט השני לעיל היא "ולא" (להבדיל מ"יותר מאשר").

147 פרשת *Markowski*, לעיל ה"ש 116, בעמ' 528: "Legality would thus [in case of real transactions – A.E.] depend entirely on whether the investor's intent was 'an investment purpose' or solely to affect the price of [the] security". (ההדגשה הוספה).

**(ג) פסק-הדין בעניין SEC v. Masri**

בשלהי שנת 2007 ניתן בבית-המשפט במחוז הדרומי של ניו-יורק פסק-הדין בעניין *Masri*<sup>148</sup>. במקרה זה הכריע בית-המשפט על-סמך מבחן המטרה הבלעדית, וביסס את הכרעתו, בין היתר, על פסק-הדין בעניין *Mulheren*. כמו-כן, בהתחשב בפוטנציאל לשגות ולייצר הרתעת-יתר מקום שההרשעה נשענת אך על היסוד הנפשי של העושה, בית-המשפט מציע לנקוט מידה גבוהה של זהירות, וכמוצא אחרון "לשגות" לטובת הנאשם.<sup>149</sup>

### 3. ההתייחסות לעירוב המטרות בעברת המניפולציה במסגרת הספרות האקדמית

**(א) ספרות שמשמעת ממנה התנגדות לכוחו של עקרון עירוב המטרות לזפות**  
 במהלך שנות השמונים יצא פוסר (Poser) במאמר רחב-היקף שבו עמד על תחולתן והיקפן של עברת התרמית בניירות-ערך בכלל ושל עברת המניפולציה בפרט. במאמרו קבע פוסר כי התנהגות עשויה להיחשב מניפולטיבית אם היא כוללת רכיב אינטגרלי של מרמה, ובתנאי שאחת מהמטרות העיקריות שבבסיס ההתנהגות היא להשפיע על השער. פוסר מוסיף כי העובדה שהמטרה הסופית של הנאשם הינה מטרה לגיטימית אינה מונעת את סיווגה של ההתנהגות כמניפולציה אסורה.<sup>150</sup>

SEC v. Masri, 523 F. Supp. 2d 361 (2007) 148

149 שם, בעמ' 372–373: "The Court holds that in order to impose liability for an open market transaction, the SEC must prove that but for the manipulative intent, the defendant would not have conducted the transaction. The Court reaches this conclusion based on three considerations. First, in *Mulheren*, the Second Circuit accepted, with 'misgivings', the government's theory that an open-market transaction could violate Section 10(b) where it was done with the 'sole intent' to affect the price of securities, and not for any 'investment purpose'... Second, if a transaction would have been conducted for investment purposes or other economic reasons, and regardless of the manipulative purpose, then it can no longer be said that it is 'artificially' affecting the price of the security or injecting inaccurate information into the market, which is the principal concern about manipulative conduct... Finally, given the inherent ambiguity in determining intent, the concerns about imposing liability for otherwise legal activity based solely on intent, and the potential for chilling such legal activity, the Court finds it wise to err on the side of caution" (ההדגשות הוספו).

150 ראו Poser, לעיל ה"ש 82, בעמ' 735: "...Nevertheless, the fact that the ultimate purpose of the actions may be something else, such as to gain or maintain corporate control, does not prevent them from being manipulative" (ההדגשות הוספו); שם, בעמ' 675: "If the elements of deception and manipulative intent are present, the fact that the ultimate goal of the scheme is to achieve or maintain corporate control does not prevent the transaction from being manipulative" (ההדגשות הוספו); שם, בעמ' 731: "The fact that neither side is

קוקס, הילמן ולנגוורט (Cox, Hillman & Langevoort) התייחסו גם הם לעקרון עירוב המטרות בקשר לכלל 10b-5, וקבעו, בדומה לפוסר, כי קיומה של מטרה חיובית אינו רלוונטי לקביעת האחריות הפלילית אם ההתנהגות האסורה הוכחה.<sup>151</sup> לחיזוק טענתם הפנו המלומדים לפסק-הדין בעניין *Basic v. Levinson*, שלפיו התפקיד של יצירת הגנות הנשענות על המטרה החיובית של העושה מסור לבית-המחוקקים, ולא לבית-המשפט.<sup>152</sup> כמו-כן הפנו המחברים לפסק-הדין בעניין *Heit v. Weitzen*, שבו נקבע כי המניע אינו רלוונטי לקביעת האחריות הפלילית.<sup>153</sup> לבסוף, לוס וזליגמן חיוו את דעתם כי בתום-ליבו של נאשם ובאמונתו שהמניה אינה נסחרת בערכה הריאלי אין כדי להכשיר את הפעילות המניפולטיבית.<sup>154</sup>

**(ב) ספרות שמשמעת ממנה הכרה בכוחו של עקרון עירוב המטרות לזכות בניגוד לדעות שהובאו עד כה, ניתן למצוא בספרות גם דעות התומכות באפשרות להתייחס לעירוב מטרות כאל רכיב בעל מטען מזכה. אפשרות זו הוכרה כבר מקדמת דנא בדמותו של מבחן המטרה העיקרית<sup>155</sup> או מבחן המטרה**

---

interested in affecting stock prices as an end in itself does not prevent any of their trading activities that are designed to achieve these *ultimate* goals from being manipulative"

(ההדגשה הוספה).

JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, SECURITIES 151  
REGULATION: CASES AND MATERIALS 672 (6th ed. 2009): "...the lie that is *motivated by a good-faith* desire to protect the interests of the company or its shareholders is *nonetheless actionable* (ההדגשות הוספו).

*Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 239 (1988): "...creating an exception to a regulatory 152  
scheme founded on a pro-disclosure legislative philosophy, because complying with the regulation might be 'bad for business,' is a role for Congress, not this court"  
הדין בעניין *Basic* דן בהטעיה של משקיעים, ולא בעברה של מניפולציה.

*Heit v. Weitzen*, 402 F.2d 909, 913 (1968): "*The 'ulterior motive'* present in the instant case 153  
– the concealment of the fraud from the government – *is irrelevant*, since the false information was circulated to a large segment of the investing public" (ההדגשות הוספו).

עיקרון זה שאומץ בפסק-הדין בעניין *Heit* נקבע למעשה כבר בפסק-דין קודם – *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 862 (1968): "Rule 10b-5 is violated whenever assertions are made... in a manner reasonably calculated to influence the investing public, e. g., by means of the financial media... if such assertions are false or misleading or are so incomplete as to mislead *irrespective* of whether the issuance of the release was *motivated* by corporate officials *for ulterior purposes*" (ההדגשות הוספו).

"Consistently with the open market concept, :1131 בעמ' 14, לעיל ה"ש 14, LOSS & SELIGMAN 154  
it is *irrelevant* that a manipulative program is undertaken 'in a *bona fide belief* that the security ought for some reason to be selling at the higher level'" (ההדגשות הוספו).

*Market Manipulation and the Securities Exchange Act*, 46 YALE L.J. 624, 624 (1937): 155  
"Manipulation is the generic term used to identify the employment of such stimuli for the

המיידית.<sup>156</sup> בשנים שלאחר-מכן הייתה זו פרדו שקבעה כי מקום שקיימת מטרה מעורבת יש להתיר ככלל את הפעילות מבחינה חוקית, וליתן לכוחות השוק לעשות את שלהם.<sup>157</sup> עם זאת, מעיון מדוקדק בדבריה של פרדו ניתן להיווכח כי אמירה זו מהווה אך עיקרון כללי (generally), וייתכנו מצבים שבהם ראוי לנהוג אחרת. האם מדובר בלְקוּנָה או בהסדר שלילי? איני מתיימר להכריע בעניין זה.

לבסוף, בומברג ולוֹנְפֶלְס (Bomberg & Lowenfels) גרסו כי גם בהתקיים מטרה הולמת, אין היא מכשירה בהכרח את המטרה המניפולטיבית.<sup>158</sup> להבנתי, מן הלאו ניתן ללמוד על ההן, כלומר, על-פי בומברג ולוֹנְפֶלְס ייתכנו מצבים שבהם המטרה הלגיטימית תחליף את המניפולטור משיניו של הדין הפלילי. בכך יש משום ביטוי להכרח בעקרון עירוב המטרות.

## פרק ה': עירוב מטרות בדין הפלילי הכללי ובהקשר של עבירות ספציפיות אחרות

### 1. עירוב מטרות בדין הפלילי הכללי

(א) גישה השוללת התייחסות לעירוב מטרות כאל רכיב מזכה כבר בשלהי המאה התשע-עשרה נידונה האפשרות להתייחס לעירוב מטרות כאל רכיב מזכה. אותה תקופה התאפיינה בגישה קלסית של היצמדות דווקנית לרכיבי האיסור הפלילי, כלומר, מרגע שהללו הוכחו, אין עוד מקום לדבר על מטרה חיובית שיש בה כדי לְפְתוֹת. תחילה היו אלה דבריו של ג'ואל פרנטיס בישופ (Joel Prentiss Bishop), שאליהם הפנו מלומדים רבים בשנים שלאחר-מכן, ולפיהם לשם הרשעה בפלילים די בהתגבשותם של יסודות העבירה, וקיומן של מטרות נוספות אין בו כדי לסכל את הוכחת

*primary purpose* of controlling the prices or the volume of transactions of securities traded on the exchanges" (ההדגשה הוספה).

156 שם, בעמ' 634: "In the instance of manipulation, the *principal* object, the *immediate* end to which the activity is directed is inducing others to trade" (ההדגשות הוספו). ראו גם דיון מפורש באפשרות קיומה של שניות במטרותיו של העושה – שם, בעמ' 636.

157 Perdue, לעיל ה"ש 14, בעמ' 401. פרדו מאמצת את הגישה שהציע תומס רוסו (Russo) שלפיה: "[D]oubts concerning the legitimacy of the conduct should *generally* be resolved in favor of permitting the behavior. Where conduct is in furtherance of a legitimate business purpose... the best course is to let the market be the final arbiter" (ההדגשה הוספה).

158 ראו BOMBERG & LOWENFELS, לעיל ה"ש 14, כרך 3, בעמ' 204.59–204.60: "Even if a proper purpose is demonstrated, it does *not necessarily* preclude the existence of a manipulative purpose" (ההדגשה הוספה).

העברה.<sup>159</sup> שנים ספורות לאחר-מכן כתב פרופ' פרנסיס וורטון (Francis Wharton) דברים ברוח דומה, ואף בלשון נחרצת הרבה יותר.<sup>160</sup> כעבור יותר ממחצית המאה קבעו לה-פב וסקוט (LaFave & Scott) כי אין מקום לדבר על עירוב כוונות (לה-פב וסקוט משתמשים בתיבה "כוונה", אך סביר להניח שכוונתם היא למטרה/מניע), וכי גם במקרה שבו התקיימו שתי כוונות באופן בר-זמני, אף אם כוונות "מיידיות" שקשה להבחין ביניהן, ניתן להרשיע אדם כל עוד הייתה לו הכוונה הדרושה להוכחת העברה, ואין זה משנה שהייתה לו גם כוונה אחרת.<sup>161</sup>

### (ב) גישה מרוככת אשר שוללת ככלל התייחסות לעירוב מטרות כאל רכיב מזכה אך מוכנה להכיר בחריגים

מגמה מרוככת מזו שתוארה לעיל קובעת כי אומנם הכלל הוא שבהתקיים היסוד הנפשי הדרוש לעברה, יחד עם הרכיבים האחרים הדרושים לה, תתגבש העברה, אולם ייתכנו חריגים לכלל זה. כך, למשל, מוריס (Morris) קובע כי אם קיימות כוונה לגיטימית וכוונה אסורה גם-יחד (מוריס מתכוון כנראה למטרה/מניע, ולא לכוונה), אזי העיקרון הכללי המנחה הוא שאותו אדם "עלול" להימצא חייב בדין בשל הכוונה האסורה שבבסיס התנהגותו, אולם לא כך בתיקי קונספירציה, שבהם נהיה חייבים לתור אחר הכוונה המרכזית, ולפיה לקבוע את אופייה של ההתנהגות.<sup>162</sup> עמדה זו מבטא היצ'לר (Hitchler), אף אם בלשון שונה, בציינו כי ייתכנו מצבים שבהם תיתכן הכרעה על-סמך גישות שונות ביחס למטרה הדרושה להרשעה. חרף זאת, מדגיש היצ'לר, הכלל הוא שניתן להרשיע נאשם כל עוד הייתה לו הכוונה הדרושה בעברה.<sup>163</sup> בהמשך דבריו מתייחס היצ'לר לקשיים המעשיים העלולים להתעורר תחת גישה אחרת הקוראת לבחון את היחס בין המטרות/מניעים.<sup>164</sup> עמדה זו מביע ויליאמס (Williams),<sup>165</sup> אשר

JOEL PRENTISS BISHOP, NEW COMMENTARIES ON CRIMINAL LAW 201 (8th ed. 1892), 159  
 available at [www.archive.org/stream/cu31924020147447#page/n236/mode/1up](http://www.archive.org/stream/cu31924020147447#page/n236/mode/1up). עם זאת, אי-אפשר להתעלם מהתיבות שעימן פותח בישופ את הפסקה השנייה (§ 338) בדיונו שם – "As a general truth". מכאן אנו עשויים ללמוד כי בישופ דיבר על אמת כללית, ועל-כן ייתכנו חריגים – כך להבנתו.

FRANCIS WHARTON, A TREATISE ON CRIMINAL LAW 606–614 (10th ed. 1896), available  
 at [www.lareau-law.ca/Motive.html](http://www.lareau-law.ca/Motive.html)

WAYNE R. LAFAVE & AUSTIN W. SCOTT, HANDBOOK ON CRIMINAL LAW 200 (St. Paul 161  
 1972). גישה זו שבה ונשנית גם במהדורה החדשה שיצאה מתחת ידיו של לה-פב – LAFAVE, לעיל  
 ה"ש 10, בעמ' 257.

HERBERT MORRIS, FREEDOM AND RESPONSIBILITY: READING IN PHILOSOPHY AND LAW 162  
 224. ראוי לנקוט מידת זהירות ולציין כי מוריס מכיר באפשרות זו בהקשר של עברות קונספירציה, אולם לא ברור אם היא קיימת לידו גם בהקשר של עברות אחרות.  
 Walter H. Hitchler, *Motive as an Essential Element of Crime*, 35 DICK. L. REV. 105, 115–  
 116 (1931).

164 שם, בעמ' 116.

GLANVILLE WILLIAMS, CRIMINAL LAW: THE GENERAL PART 50 (2nd ed. 1961) 165

מחריג במפורש את השימוש בעקרון עירוב המטרות, וקובע כי להוציא מקרים מיוחדים, הדוקטרינה של הכוונה המרכזית אינה בעלת תוקף כללי במשפט.<sup>166</sup> ויליאמס אינו מרחיב ביחס לאותם מקרים מיוחדים.

#### (ג) גישה הקוראת לבחון כל מקרה לגופו

גישה גמישה עוד יותר נוקט סלמונד (Salmond), אשר מכיר בארבע פרשנויות אפשריות שונות ל"כוונה", משזו נדרשת על-פי יסודות העברה: כוונה יחידה או בלעדית; אחת מהכוונות (כוונה כלשהי); כוונה מרכזית או עיקרית, בשעה שכל השאר משניות; כוונה מכרעת, שבהעדרה לא הייתה הפעולה נעשית, בעוד הכוונות האחרות אינן מספיקות כשלעצמן להוציא את הפעולה אל הפועל. לשיטתו של סלמונד, הקביעה איזו מבין האפשרויות הללו היא הנכונה בנסיבות קונקרטיות נשענת על פרשנות.<sup>167</sup> עם זאת, בדומה לאחרים, גם סלמונד אינו נותן בידינו כלים מנחים ברצותנו לגשת למלאכת הפרשנות.

#### (ד) מודלים מורכבים

בחלק זה של המאמר ברצוני לעמוד על שני מודלים – אנליטיים פחות ומורכבים יותר – שהציעה הספרות האקדמית הישראלית.

המודל האחד מוצע על-ידי ד"ר יצחק קוגלר, אשר התייחס לאפשרות שאדם פועל מתוך שתי כוונות המנוגדות זו לזו – אחת "טובה" והאחרת "רעה". לשם פשטות הדיון קוגלר מניח ששני הרצונות פועלים על אותו אדם באופן שווה. לשיטתו, דינו של מצב כזה תלוי בהסבר שננקוט – אם נבחר בהסבר המתמקד בפגיעה ב"ערך המוגן המופשט" או בהסבר המתמקד במתן הזכות. להלן אפרט.

קוגלר מפתח דיון בשאלה מדוע ביחס לעברות מסוימות בחר המחוקק לאסור התנהגויות שבבסיסן יסוד נפשי חפצי מסוג כוונה אך לפטור התנהגויות שבבסיסן יסוד נפשי חפצי מסוג פזיזות.<sup>168</sup> תשובה אחת שקוגלר מציע מבוססת על כך שקיים הבדל

166 שם, בעמ' 50–51, ה"ש 9.

JOHN W. SALMOND, JURISPRUDENCE 373 (12th ed. 1966): "The phrase 'with intent to', or 167 its equivalents, may mean any one of at least four different things: (1) That the intent referred to must be the sole or exclusive intent; (2) that it is sufficient if it is one of several concurrent intents; (3) that it must be the chief or dominant intent, any others being subordinate or incidental; (4) that it must be a determining intent, that is to say, an intent in the absence of which the act would not have been done, the remaining purposes being insufficient motives by themselves. It is a question of construction which of those meaning is the true one in particular case"

168 קוגלר, לעיל ה"ש 9, בעמ' 291–303. קוגלר דן אומנם בדרישה לכוונה מצד המחוקק, אולם לטעמי, לשאלה אם היה זה המחוקק שדרש יסוד נפשי של כוונה או שמא הייתה זו הפסיקה שדרשה זאת אין נפקות תיאורטית או מעשית בהקשר של הדברים הנידונים כאן. זאת ועוד, קוגלר משתמש במונח "כוונה", אך אֶלמד מדבריו אנלוגיה ל"מטרה" ול"מניע" שבענייננו.

מבחינת הפגיעה בערך המוגן המופשט בין מצב שבו יש כוונה (רצון) לפגוע לבין מצב שבו אין כוונה (רצון) לפגוע אלא רק צפייה של אפשרות הפגיעה. אף שהתכלית הסופית בשני המקרים זהה, ואף ששקלול הנזקים ה"מוחשיים" מוביל לתוצאות זהות, הנזק ל"ערך המופשט" במקרי ה"כוונה" מיתוסף לשקלול הסופי.<sup>169</sup> במקרי ה"פזיזות", לעומת זאת, בהעדר קונפליקט ישיר עם הערך המוגן, לא נוצר הנזק המיוחד ל"ערך המוגן המופשט" (מעבר לנזק ה"מוחשי"), או שנגרם רק נזק קטן מאוד, ולכן הוא אינו משנה את השקלול. **תשובה שנייה** כותרתה: **כאשר יש כוונה – הרצינוול למתן היתר נופל**. תשובה זו נסמכת על שיקול של קיום זכות או קיום היתר. קוגלר נותן כדוגמה פרסום דבר שעלול לפגוע ברגשותיהם של מאמינים דתיים – ייתכן שהמחוקק ירצה להתיר את פרסום הדבר מתוך פזיזות, וזאת לא על בסיס שיקולי תועלת ספציפיים, אלא על בסיס רצון המחוקק לכבד את זכות האזרח לחופש הביטוי ואת זכותו להביע את עמדתו בנושאים אידיאולוגיים. על־כן יאות המחוקק ליתן היתר לפרסום הדבר למען הזכויות הנזכרות, אף במחיר הפגיעה ברגשות הדתיים, ומשכך הוא יעדיף התרה כוללת של מקרי הפזיזות. אולם כאשר אדם מפרסם דברים במטרה לפגוע ברגשות הדתיים, ולא במטרה להביע את עמדתו האידיאולוגית בנושא מסוים – יפול טעמו של ההיתר.<sup>170</sup> נחזור כעת אל סוגיית עירוב המטרות. לשיטתו של קוגלר, אם נבחר בתשובה המתמקדת בפגיעה ב"ערך המוגן המופשט", נמצא כי גם כאשר קיימים שני רצונות מקבילים, מתקיימת עדיין אותה פגיעה בערך המוגן המופשט שמקורה ברצון לפגוע, והעובדה שלצידו קיים רצון נוסף אינה מאיינת את הפגיעה. לפיכך יש לאסור מצב כזה. לעומת זאת, אם נבחר בתשובה הנסמכת על מתן הזכות, הדבר שגורם למעבר מהמצב המותר למצב האסור הוא העדרה של הכוונה ה"טובה". כלומר, במקרה שבו קיימות במקביל שתי כוונות, ואחת מהן "טובה", הטעם לאיסור נופל. העובדה שלצד הכוונה הטובה קיימת גם כוונה לפגוע אינה צריכה לשנות.<sup>171</sup> לבסוף, קוגלר אינו מבכר אחת מבין שתי התשובות, ומסתפק באמירה שמתפרש ממנה כי מקום שעסקינן במקרים המערבים דיון בזכויות, תינתן עדיפות לתשובה הנסמכת על מתן הזכות.<sup>172</sup>

169 שם, בעמ' 299. כדי להבין את משמעות הפגיעה בערך המוגן המופשט, ראו קוגלר, בעמ' 293: "כאשר האדם מפרסם לשון הרע בכוונה לגרום פגיעה בשמו הטוב של אדם אחר, כתכלית לעצמה, הוא פוגע לא רק בשמו הטוב של האדם הספציפי במקרה הנדון, אלא גם בערך המוגן המופשט של השם הטוב."

170 שם, בעמ' 301–302.

171 קוגלר מסייג ומציין כי ייתכן שיש מקום להפלייל את העושה כאשר ה"כוונה לפגוע" היא הכוונה המרכזית. יתר על כן, קוגלר מתייחס לקשיים המעשיים שצפויים להתעורר בניסיון כזה להתחקות אחר הכוונה המרכזית, ומציין כי "ניתן לומר ששיקולים פרקטיים של קשיי הוכחה בנוגע לזיהוי הכוונה הדומיננטית, מבין כמה כוונות, עלולים להוביל לרצון להפלייל בכל מקרה שקיימת 'כוונה לפגוע', אפילו אם מבחינה עיונית היה מקום להתיר מקרה כזה". שם, בעמ' 306–307.

172 שם, בעמ' 303: "בניגוד להסבר הקודם, שהפליג למחוזות טרנסצנדנטליים של 'האידיאה המופשטת' או לספקולציות בקשר לשחיקת כבוד לערכים והשפעתה של שחיקה זו בעתיד, נראה ההסבר הנוכחי

המודל האחר מוצע על-ידי פרופ' אלון הראל, הטוען כי ראוי להתיר מקרים שבהם מתקיים קשר סיבתי בין המניע הכשר לבין המניע הפסול (הראל משתמש במונח "מניע" ועל-כן אשתמש בלשונו), כלומר, בנסיבות שבהן המניע הכשר גרר בעקבותיו באופן סיבתי את המניע הפסול. לעומת זאת, אין זה ראוי להתיר מקרים שבהם קשר סיבתי כזה אינו מתקיים. הראל גורס כי במקרים שבהם הטעם הכשר הוליד (או העצים) באופן סיבתי את הטעם הפסול, לפחות מקצת מן הצידוקים לענישה הפלילית – ובראשם האיום על הסדר החברתי – אינם מתקיימים, וענישתו של העושה אינה משרתת את מטרות ההרתעה הפלילית.<sup>173</sup> לשם המחשה אביא את הדוגמה שהציג הראל במאמרו: חיים רוצח את משה בנסיבות של הגנה עצמית. חיים מודע לנסיבות אלה היטב. הוא הבחין כי משה שולף אקדח ומכוון אותו לראשו. עם זאת, חיים יורה במשה לא רק בשל האיום המידי על חייו, אלא גם בשל טינתו כלפי משה, שאותה כבש זמן רב. בנסיבות אלה המניע הפסול לביצוע הרצח (דהיינו, השנאה של חיים כלפי משה) לא היה מתקיים בהעדרה של ההגנה העצמית. אומנם, נכון שהתנהגותו של חיים מעידה כי בנסיבות מסוימות עלולה להתעורר בו שנאה עזה, אשר עלולה אף להניעו לרצוח. עם זאת, חיים לא הראה בהתנהגותו כי שנאה זו הייתה יכולה להתעורר גם בנסיבות שבהן לא הייתה מתקיימת ההגנה.<sup>174</sup> לשיטתו של הראל, המניע של חיים להגן על עצמו הינו מניע מחולל המעצים את מניע השנאה שלו כלפי משה, ומשום היות המניע המחולל מניע כשר, תוכשר ההתנהגות בכללותה.<sup>175</sup>

## 2. עירוב מטרות בהקשר של עברות/הוראות חוק ספציפיות אחרות

בחלק זה של המאמר אתיחס לאופן שבו עירוב המטרות בא לידי ביטוי בהקשר של עברות או הוראות חוק אחרות (נוסף על עברת המניפולציה). אפתח בהתייחסות נרחבת יותר לעירוב מטרות בהקשר של עברת השימוש במידע פנים ובהקשר של עסקה מלאכותית בדיני המס, ואמשיך בהתייחסות נרחבת פחות לעירוב מטרות בהקשר של עברת השוחד, בהקשר של סרבנות לשירות צבאי ובהקשר של דיני ההגבלים העסקיים.

### (א) עברת השימוש במידע פנים

עברה זו דרה בחוק ניירות-ערך הישראלי בכפיפה אחת עם עברת התרמית. שתיהן יונקות

כפשוט יותר ו'ארצי' יותר. אך יש לזכור שהוא מתאים בעיקר למקרים של זכויות... כאשר מדובר ברצון להתיר מגוון מקרים עקב תועלת חברתית שצומחת מהם, הסבר זה לא יתאים בדרך-כלל...".

173 אלון הראל "בעיית המניע הכפול" מגמות בפלילים: לאחר עשור לתיקון 39 לחוק העונשין 227 (2010).

174 שם, בעמ' 238–239.

175 למען שלמות התמונה אציין כי הראל מודע לקשיים הראייתיים שנקשו מאוד את יישומה בפועל של ההבחנה שהוא מציג, ומסכם כי ייתכן שקשיים ראייתיים אלה מצדיקים טיפול מקל באדם הפועל מתוך מניע כפול. שם, בעמ' 239–240.



את חיותן מאותה תכלית חקיקתית ומאותם עקרונות מנחים, ומכאן סביר שהנטייה תהא לפרשן ברוח דומה.

סעיף 252 לחוק ניירות-ערך כולל את ההגנות המתלוות לעברה של שימוש במידע פנים. ההגנה המעוגנת בס' 252(4) לחוק פוטרת אדם מאחריות פלילית בגין קשר לשימוש במידע פנים אם הוכיח כי "מטרת השימוש במידע פנים לא היתה, או בעיקרה לא היתה, עשיית רווח או מניעת הפסד לעצמו או לאחר". בלא צל של ספק, ההגנה שבסעיף 252(4) מאפשרת התחשבות במטרות מעורבות, וקובעת רף של מטרה עיקרית או מרכזית. אולם עיון בדבריו של השופט חשין בפרשת רוזוב עשוי ללמדנו כי יש ליישם את ההגנה בצמצום ובמקרים חריגים בלבד.<sup>176</sup> להבנתו, דבריו של חשין מלמדים כי אין מדובר במרפזיות הנדרשת במאזן הסתברויות, אלא במרפזיות מוחלטת כמעט.

חרף הדמיון בין שתי העברות – עברת המניפולציה בניירות-ערך ועברת השימוש במידע פנים – סבורני כי אם נרצה ללמוד אנלוגיה, יש לעשות כן במידה מוקפדת של זהירות. ראשית, ההגנה הצמודה לעברת השימוש במידע פנים מוענקת רק למי שלא התכוון להרוויח או למנוע הפסד. לעומת זאת, במסגרת עקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה, אין איסור לגבי עשיית רווח או מניעת הפסד. שנית, השימוש במידע פנים אסור כשלעצמו, דהיינו, במישור העובדתי. לעומתו, בעסקות האמיתיות כשלעצמן לא דבק רכב פלילי, ואולי אף לא רכב מוסרי, מבלי שהתלווה אליהן יסוד נפשי אסור.

#### (ב) עסקה מלאכותית בדיני המס

מופע נוסף של עקרון עירוב המטרות ניתן למצוא גם בדיני המס, במסגרת ההבחנה הנעשית בסעיף 86(א) לפקודת מס הכנסה בין עסקה מלאכותית לבין תכנון מס לגיטימי. הסעיף קובע כי "היה פקיד השומה סבור, כי עסקה פלונית המפחיתה, או העלולה להפחית, את סכום המס המשתלם על ידי אדם פלוני היא מלאכותית או בדויה, או שהסבה פלונית אינה מופעלת למעשה, או כי אחת ממטרותיה העיקריות של עסקה פלונית היא הימנעות ממס או הפחתת מס בלתי נאותות, רשאי הוא להתעלם מן העסקה או מן ההסבה, והאדם הנוגע בדבר יהא נישום לפי זה. הימנעות ממס או הפחתת מס ניתן

176 "יש לפרש את ההגנה בצמצום. אם אחרת נעשה, נחוש שמא נרוקן מתוכן את העבירה של שימוש במידע-פנים... ההגנה, אליבא דידך, נועדה לאירועים חריגים... לא יהא די לו לנאשם אם יוכיח קיומה של מטרה אחרת בעשיית העסקה – מטרה שאינה עשיית רווח או מניעת הפסד – אלא אם יוסיף ויוכיח כי לא קיננה בלבו מחשבה על עשיית רווח או מניעת הפסד, או, שמחשבה זו – אם קיננה בליבו – לא הייתה אלא מחשבה זניחה. לשון אחר: על הנאשם מוטל הנטל להוכיח כי לא קיננה בליבו כל מטרה של עשיית רווח או מניעת הפסד, או שמטרת העסקה הייתה – בעיקרה – מטרה אחרת. בעירוב מטרות – מטרה לגיטימית אחרת במטרה לעשיית רווח או למניעת הפסד – לא יהא די; המטרה האחרת חייבת שתהא המטרה היחידה, או, למצער, המטרה הדומיננטית. אל יהא הדבר קל בעינינו, שכן הנטל המוטל על הנאשם אינו נטל קל." ע"פ רוזוב, לעיל ה"ש 36, בעמ' 390–391 (ההדגשות הוספו).

לראותן כבלתי נאותות אפילו אינן נוגדות את החוק".<sup>177</sup> עסקה מלאכותית היא (לרוב) עסקה חוקית על פניה, אשר בתחום הפיסקלי המחוקק רואה בה מטעמיו עסקה לא-לגיטימית, שמטרתה הפחתת מס או הימנעות ממס. הואיל ומדובר בעסקה חוקית על-פי הדין הכללי, קיים קושי להבחין בין תכנון מס לגיטימי לבין כזה שאינו לגיטימי.<sup>178</sup> מכאן הדמיון הרב בין הדין בעסקה המלאכותית לבין הדין בעברת המניפולציה. הפסיקה פיתחה מבחנים שונים לקביעת מלאכותיותה של עסקה: תחילה, מבחן הדפוסים המקובלים;<sup>179</sup> בהמשך, מבחן מטרת העסקה;<sup>180</sup> ולבסוף, מבחן המטרה המסחרית, שעליו אבקש להתעכב. מבחן זה אומץ באופן רשמי בפרשת **תעש מור**.<sup>181</sup> באותה פרשה עשה השופט שמגר שימוש במונחים "טעם אמין" ו"טעם סביר",<sup>182</sup> והשופטת בן-פורת הוסיפה הערה משמעותית, שלפיה "קיומה של מטרה כלכלית או מסחרית אינו הופך תמיד ובהכרח כל עסקה לבלתי מלאכותית. אין זה מבחן יחיד, שעל פיו נופלת תמיד ההכרעה... קורה... שמותר למנהל, מכוח סעיף 86 לחוק, להמשיך לראות עסקה כמלאכותית חרף קיומה של מטרה כלכלית".<sup>183</sup> מאוחר יותר הוסיף השופט בך דרישה מחמירה נוספת שלפיה "הטעם המסחרי חייב להיות טעם ממשי ולא

177 סעיף זה מקנה סמכות אזרחית בלבד לפקיד השומה להתעלם מסוג מסוים של עסקות, ואין בו מימד סטטוטורי עונשי, להבדיל מסעיפים אחרים בפקודה. לדיון נרחב בהבחנות שבין ההיבט הפלילי לבין ההיבט האזרחי בהקשר של עסקות מלאכותיות, ראו לימור ריזה "פרשת פרומדיקו – עמעם טפח, סבך טפחיים ועקרון החוקיות יטפח את חפותך" יוסף מ' אדרעי **אירועי מס – עלייתם (ואיבונם?) של דיני מסים בישראל** 269, 309–310 (2007). עם זאת, ניתן לגזור מהדין בסוגיית העסקה המלאכותית תובנות רבות.

178 ראו ע"א 4374/05 **ראובני נ' פקיד שומה תל אביב 4** (פורסם בנבו, 19.9.2007). ראו גם ע"א 3415/97 **פקיד שומה למפעלים גדולים נ' רובינשטיין ושות'**, פ"ד נז(5) 915, 924–925 (2003) (להלן: עניין **רובינשטיין ושות'**): "עסקה מלאכותית אין משמעותה עסקה בלתי חוקית. על פי רוב, מדובר בעסקה חוקית, אך מטעמים מסויימים, המחוקק רואה בה עסקה בלתי לגיטימית בהקשר הפיסקאלי. המתח איננו, איפוא, בין חוקי לבלתי חוקי; המתח הוא בין לגיטימי לבלתי לגיטימי מבחינת דיני המס."

179 לפי מבחן הדפוסים המקובלים, עסקה מלאכותית היא עסקה "המנוגדת לדפוסים המקובלים בחיי הכלכלה וסוטה מן הדרכים שבני אדם נוהגים בהם, כדי להשיג תוצאה כלכלית מסויימת...". דבריו של השופט לנדוי בע"א 102/59 **פקיד שומה ירושלים נ' איסמר**, פ"ד יד 2165, 2168 (1960).

180 לפי מבחן מטרת העסקה, "עסקה אשר, כשלעצמה, מחוסרת טעם כלשהו (וזולת הטעם להימנע ממס) רואים אותה כמלאכותית". דבריו של השופט ויתקון בע"א 265/67 **מפי נ' פקיד השומה למפעלים גדולים**, פ"ד כא(2) 593, 603 (1967).

181 הדרישה לטעם מסחרי הובאה על-ידי השופט ויתקון כבר בע"א 11/74 **פקיד השומה למפעלים גדולים נ' אולפני הסרטה בישראל בע"מ**, פ"ד כט(1) 297, 302–303 (1974). הדרישה אומצה באופן רשמי בע"א 390/80 **תעש מור מרכז תעשייתי בע"מ נ' מנהל מס שבח מקרקעין, אזור תל-אביב**, פ"ד לז(1) 449 (1983).

182 שם, בעמ' 453–454.

183 שם, בעמ' 455–456 (ההדגשות הוספו).

רק טעם **שולי ודחוק**, כאשר מטרתו לשמש 'עלה תאנה' למגמה האמיתית של הפחתת המס הבלתי נאותה היא גלויה וכולטת לעין.<sup>184</sup>

בפרשת **רובינשטיין ושות'** אימץ הנשיא ברק את מבחן הטעם המסחרי, והבהיר כי **"מבחן זה יש לבחון באספקלריה רחבה שבוחנת את כלל נסיבות העסקה"**. יש לזכור כי זה מבחן עזר והשאיפה המהותית היא לאזן בין זכות הנישום לתכנן את המס ובין האינטרס הציבורי בגביית מס...<sup>185</sup>

לסיכום, בנקודה זו נראה כי הפסיקה אימצה את מבחן המטרה העסקית, לאמור: מקום שקיימת מטרה עסקית לגיטימית **אמינה, סבירה וממשית**, תוכשר ההתנהגות כולה. בדומה לדיון שקיימתי בקשר למבחנים שהציעה הפסיקה לעברת המניפולציה (אשר בחלקם היא השתמשה במונחים מטרה "ממשית" או מטרה "אמיתית"), גם כאן יש עמימות ואי-ודאות כאשר למידות **האמינות, הסבירות והממשות** העומדות למבחן. אף אמירותיהם המועילות של הנשיא ברק והשופטת בן-פורת אין בהן כדי לבאר לגמרי את הסתום.

יש שמתחו ביקורת על המבחנים שנוכרו לעיל. בולטת במיוחד היא הביקורת שהשמיע דוד גליקסברג.<sup>186</sup> ביקורתו של גליקסברג חורגת ממסגרת מאמר זה, ועל-כן אדלג ישירות למבחן החלופי שהוא מציע ביחס לעסקה המלאכותית, הוא מבחן היסודיות, הבוחן אם הנישום היה עושה את הפעולה שעומדת לבחינה גם ללא המטרה הלגיטימית.<sup>187</sup> גליקסברג מבהיר כי בחינת יסודיותן של המטרות תיעשה באופן **מגזרי**, כמכלול, ומכאן שלא תיבחן יסודיותה של כל מטרה כשלעצמה. באשר לאופן קביעת היסודיות, גליקסברג מציע את **המבחן האובייקטיבי**. הוא מנמק את הצעתו באמצעות שיקולים הנחלקים לשתי קטגוריות: האחת נושאת אופי מהותי, ולפיה אמת-המידה האובייקטיבית, הנושאת אופי נורמטיבי, היא שצריכה לקבוע את גבולות תכנון המס; ואילו האחרת נושאת אופי פרגמטי, ומעדיפה את המבחן האובייקטיבי עקב הקשיים השונים של המבחן הסובייקטיבי בתחום הראייתי. מבין אותם שיקולים שפרש גליקסברג, שניים עשויים להועיל לנו: ראשית, המבחן הסובייקטיבי כרוך בקשיי הוכחה

184 ע"א 83/81 ת.מ.ב. תחזוקת מפעלים בע"מ נ' פקיד השומה חיפה, פ"ד מ(3) 402, 409-410 (1986) (ההדגשות הוספו).

185 עניין **רובינשטיין ושות'**, לעיל ה"ש 178, בעמ' 925 (ההדגשה הוספה).

186 דוד גליקסברג **גבולות תכנון המס** 209-231 (המכון למחקרי חקיקה ולמשפט השוואתי ע"ש הרי סאקר, התש"ן).

187 שם, בעמ' 230-231. אם לדייק, גליקסברג מציע שני מבחני יסודיות: מבחן יסודיותה של המטרה הפיסקלית ומבחן היסודיות הלב-פיסקלית. אולם בשל אילוצים אסתפק בדברים שהבאתי בגוף המאמר. יוסף גרוס מתייחס אף הוא למבחן המטרה היסודית בעסקה, תוך שהוא קובע כי "כאשר מטרת העסקה העיקרית היא חסכון במס – היא פסולה. אם מטרתה היסודית הינה כלכלית – היא תוכשר". ראו יוסף גרוס **דיני המס החדשים** 453 (2003). עינינו הרואות, בדבריו של גרוס יש משום סתירה לכאורה: בעוד הרישא כולל את מבחן המטרה העיקרית, הסיפא כולל את מבחן המטרה היסודית.

רבים יותר מאשר המבחן האובייקטיבי; שנית, לעיתים הנישום אינו מודע להיקף מטרותיו, לעוצמתן ולמידתן.<sup>188</sup>

### (ג) עבֶרת השוחד

במסגרת הדיונים בעבֶרת השוחד נידונה האפשרות של עירוב מטרות, וזכתה ביחס מעורב. מחד גיסא לא הכיר בית-המשפט בעירוב מטרות/מניעים, ומשהוכח מניע לשחד, נאסרה ההתנהגות בכללותה.<sup>189</sup> מאידך גיסא קלט בית-המשפט את מבחן המניע המרכזי, אולם לא העמיד לרשותנו הנחיה כיצד לזהות את המניע המרכזי, והסתפק בהצעה להפעיל את מידת השכל הישר וההיגיון הבריא.<sup>190</sup>

### (ד) סרבנות לשירות צבאי

עבֶרה זו נידונה במשפטי הסרבנים,<sup>191</sup> שהציתו ויכוח אקדמי נוקב בדבר האפשרות לעירוב בין מניעים של סרבנות מצפונית (שהינם מניעים מותרים בתנאים מסוימים) לבין מניעים של מרי אזרחי (שהינם מניעים אסורים). קוטב אחד של הוויכוח מיוצג על-ידי אבי שגיא ורון שפירא, אשר עומדים על כך שקיומו העצמאי של הטעם האסור לפעולה די בו להביא לידי הרשעה.<sup>192</sup> הקוטב המנוגד מיוצג על-ידי דוד אנוך ואלון הראל.<sup>193</sup> בעמדת-ביניים מחזיק חיים גנו. לדידו, ההכרעה ביחס לחוקיות הפעולה המונעת ממניעים מעורבים אמורה להיבחן לגופו של עניין (ולא באופן גורף), על יסוד אותן אמות-מידה שקבעו את היקף הזכות לסירוב. לדידו, הבחינה צריכה להיעשות במקרים קונקרטיים, וכי תוצאותיה תלויות בנסיבות הקונקרטיות.<sup>194</sup>

188 גרוס מתייחס אף הוא לעניין זה, תוך שהוא מציין כי הפסיקה מיישמת מבחן סובייקטיבי, ומסכם (אולי תוך כדי ביקורת מרומזת) כי "בשל הבדיקה הסובייקטיבית, היינו בדיקת מה הייתה מטרת הנישום עצמו, כל נישום שיצליח להביא טעמים עסקיים טובים ייחלץ ממלתעות סעיף 86 לפקודה". גרוס, שם, בעמ' 453.

189 ע"פ מדינת ישראל נ' לטין, פ"ד כד(2) 677 (1970); ע"פ 521/87 מדינת ישראל נ' עינב, פ"ד מה(1) 418, 430-431 (1990); ת"פ (שלום יים) 2834/00 מדינת ישראל נ' חפץ, תק-של 2002(2) 118, 39.

190 ע"פ שרון, לעיל ה"ש 138, בעמ' 780-781.

191 בג"ץ 7622/02 זונשיין נ' הפרקליט הצבאי הראשי, פ"ד נז(1) 726 (2002); מט/151/03 (צבאי מחוזי) התובע הצבאי הראשי נ' מטר, פדאור 2003(13) 191.

192 Avi Sagi & Ron Shapira, *Civil Disobedience and Conscientious Objection*, 36 ISR. L. REV. 181 (2002).

193 Alon Harel, *Unconscionable Objection to Conscientious Objection: Notes on Sagi and Shapira*, 36 ISR. L. REV. 219 (2002); David Enoch, *Some Arguments Against Conscientious Objection and Civil Disobedience Refuted*, 36 ISR. L. REV. 227 (2002).

194 Chaim Gans, *Right and Left: Ideological Disobedience in Israel*, 36 ISR. L. REV. 19 (2002); חיים גנו מריכרד ואגנר ועד זכות השיבה: ניתוח פילוסופי של בעיות ציבור ישראליות (2006); חיים גנו ציות וסירוב: אנרכיזם פילוסופי וסרבנות פוליטית (1996).

**(ה) דיני הגבלים עסקיים**

ביטוי נוסף להכרה בעקרון עירוב המטרות/מניעים ניתן למצוא בתחום ההגבלים העסקיים, בדוקטרינת הנואר-פנינגטון האמריקאית. על-פי דוקטרינה זו – שמקורה בשני פסקי-דין של בית-המשפט העליון בארצות-הברית: בעניין *Noerr* ובעניין *195 Pennington* – לא תוטל אחריות על-פי חוק ההגבלים העסקיים האמריקאי (Sherman Act) על פעילות אנטי-תחרותית (שבבסיסה מניע אסור – פגיעה בתחרות) המשלבת נסיונות להשפיע על חקיקת חוקים או אכיפתם (נסיונות אשר בבסיסם קיים מניע מותר – חופש הביטוי). גבולותיה של הדוקטרינה נותרו מטושטשים, והפסיקה האמריקאית ביחס אליה אינה אחידה.

דוקטרינת הנואר-פנינגטון אינה חלה בישראל. ניסיון לאתר ביטוי לעקרון עירוב המניעים בתחום ההגבלים העסקיים בישראל (אף אם ברמת מובהקות נמוכה מזו של הנואר-פנינגטון) עשוי להובילנו לסעיפים 9 ו-10 לחוק ההגבלים העסקיים, 196 שלפיהם בית-הדין רשאי לאשר הסדר כובל, כולו או חלקו, אם הוא סבור כי הדבר ישרת את טובת הציבור. לשם כך הוא ישקול, בין היתר, "את תרומת ההסדר הכובל לעניינים המפורטים להלן [בהמשך סעיף 10 לחוק – א' א'] ואם התועלת הצפויה לציבור תעלה באופן ממשי על הנזק העלול להיגרם לציבור או לחלק ממנו או למי שאינו צד להסדר".

### **פרק ו: עירוב מטרות (מניעים) בעברת המניפולציה – המודל המוצע**

בחלק זה של המאמר אציע תשובות לשתי שאלות מרכזיות: האם ראוי להכיר בעקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה? וכיצד ראוי לעצבו? אבסס את התשובות לשאלות הנזכרות על הממצאים הרבים שנאספו עד כה ועל עקרונות חדשים שאציג לראשונה במאמר.

#### **1. האם ראוי להכיר בעקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה?**

סבורני כי ניתן להשיב על שאלה זו בחיוב – ראוי להכיר בעקרון עירוב המטרות בהקשר

Eastern Railroad Presidents Conference v. Noerr Motor Freight, Inc., 365 U.S. 127 (1961); 195 United Mine Workers v. Pennington, 381 U.S. 657 (1965). כיום דוקטרינת הנואר-פנינגטון מעוגנת בתיקון הראשון לחוקת ארצות-הברית, ומוכרת במסגרת הזכות לחופש הביטוי (ביחס לנושאים פוליטיים).

196 חוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988, ס"ח 128.

**של עֵבֶרֶת המניפולציה בשל מגוון רחב של טעמים מרכזיים שעליהם עמדתי בהרחבה במסגרת המאמר :**

ראשית, לפחות חלק מההגדרות של עֵבֶרֶת המניפולציה מכירות באופן מפורש או משתמע באפשרות של עירוב מטרות. שנית, יש מגמה ברורה להחיל את האיסור הפלילי על המניפולציה באופן מרוסן ומצמצם. מגמה זו באה לידי ביטוי בנטייה לראות במניפולציה עֵבֶרֶת תוצאתית, ובעיקר בדרישה ליסוד נפשי מחמיר מסוג כוונה, מחשש לאכיפת-יתר (נוסף על הדין הישראלי, הראיתי כי בדין האמריקאי, כאשר לא נדרשת כוונה ספציפית (סעיף 10(b) וכלל 10b-5) יש דרישה להוכחת רכיב הונאה או מרמה). שלישית, אי-אפשר להתעלם מהדיון סביב עצם נחיצותו של האיסור הפלילי בנוגע למניפולציה (סיכוי נמוך להצלחתה, עלויות אכיפה גבוהות ועוד). רביעית, עקרון עירוב המטרות אומץ אל חיקה של עֵבֶרֶת המניפולציה בדין האמריקאי. חמישית, אפשרות של עירוב מטרות הוכרה הן בדין הכללי והן בהקשר של הוראות חוק ספציפיות אחרות – חלקן בעלות מאפיינים דומים לאלה של המניפולציה (אזכיר, לדוגמה, את העסקה המלאכותית בדיני המס, אשר במישור העובדתי, בדומה למניפולציה, היא לגיטימית ומותרת), חלקן משובצות בחוק ניירות-ערך לצד עֵבֶרֶת המניפולציה (אזכיר את העֵבֶרֶת של שימוש במידע פנים).

**על כל אלה ניתן להוסיף חיזוקים מכוח עקרונות משפטיים כלליים :**

ראשית, בהתנגשות בין הערכים שהאיסור האנטי-מניפולטיבי מבקש להגן עליהם (להלן: הערכים המוגנים) לבין הערכים שקיים חשש כי אכיפתו של האיסור תפגע בהם (להלן: הערכים שבסיכון) אין עדיפות ברורה ומכרעת לערכים המוגנים על הערכים שבסיכון.<sup>197</sup> על כך ניתן להוסיף את העובדה שהמשפט הפלילי מכיר בעליונותם של שיקולי האשמה על שיקולי ההרתעה או התועלת.<sup>198</sup>

שנית, עניין לנו בעקרון החוקיות. עֵבֶרֶת המניפולציה מנוסחת באופן מעורפל למדי. עקרון החוקיות, אשר מוצא ביטוי בסעיף 1 לחוק העונשין ונגזר מחוק-יסוד: כבוד האדם וחירותו,<sup>199</sup> קובע כי אין עֵבֶרֶת ואין עונש אלא בחוק או על-פי חוק או מכוח חוק, קרי, אין עונשין אדם אלא אם כן מזהירין אותו. להפרכת עקרון החוקיות יש השלכות מרחיקות-לכת, ביניהן פגיעה ביכולת הפרט להכווין את התנהגותו, וכפועל יוצא מכך פגיעה באמון הציבור במערכת ופגיעה ביכולתה של החברה להכווין את התנהגותם של הפרטים בתוכה. משכך, ככל שהלשון מעורפלת יותר כן ניטה להחיל פרשנות מצמצמת יותר (לטובת הנאשם) על האיסור הפלילי (בענייננו, איסור המניפולציה).

197 הערכים המוגנים העיקריים הם מנגנון התמחור של שוק ההון ואמון הציבור בשוק ההון. לעומת זאת, הערכים שבסיכון הם קיומו של מסחר פעיל וער בשוק ההון, שהרי איסור המניפולציה מקפל בתוכו פוטנציאל גבוה של הפללת-שווא של סוחרים תמימים, שצפויה להוביל להרתעת-יתר, וכפועל יוצא מכך לפגיעה במסחר, בנוילות וביעילות של שוק ההון.

198 ראו, לדוגמה, מרדכי קרמניצר "עקרון האשמה" מחקרי משפט יג 109, 110 (1996): "אין להטיל אחריות פלילית על מי שאינו אשם, גם כאשר יש בכך כדי לקדם מטרות של הרתעה או תועלת...".

199 חוק-יסוד: כבוד האדם וחירותו, ס"ח התשנ"ב 150.

מכלול הדברים האמורים מובילני לכלל מסקנה כי ראוי לאמץ את עקרון עירוב המטרות לגדרה של עברת המניפולציה.

## 2. המבחן המוצע ליישום של עקרון עירוב המטרות

במסגרת המאמר הראיתי כי היחס לעקרון עירוב המטרות לוקה בחוסר עקביות, ובא לידי ביטוי באמצעות מבחנים רבים, שונים ואף סותרים. חוסר העקביות ניכר לא רק בהקשר של עברת המניפולציה, אלא אף בהקשר של הדין הכללי ושל עברות והוראות חוק אחרות.

במסגרת פרק זה אני מתיימר להציע הסדר אחיד לעקרון עירוב המטרות בהקשר של כלל הוראות החוק, משום שלהבנתי אי-אפשר לעשות כן. היחס לעקרון עירוב המטרות נסמך על ניתוח המאפיינים המייחדים את הוראת החוק הקונקרטית – הגדרתה, היקפה, הערכים המתנגשים שבבסיסה, ההיסטוריה החקיקתית וההצדקות החקיקתיות שלה וכולי. ניתוח זה נעשה במסגרת המאמר ביחס לעברת המניפולציה, ועל-כן אתמקד בעקרון עירוב המטרות בהקשר שלה.

מבין מכלול המבחנים שהוצעו בספרות ובפסיקה, הן בהקשר של עברת המניפולציה והן בהקשרים אחרים, אבחר את מבחן המטרה היסודית, שלפיו אם יוכח כי אלמלא המטרה המותרת לא היה אדם פלוני מוציא את תוכניתו אל הפועל, הוא יזוכה. לדידי, בעוד שאר המבחנים מציעים יישום רחב מדי או צר מדי של עקרון עירוב המטרות כעיקרון מזכה, מבחן היסודיות מציע את האיזון העדין הראוי לנוכח אופייה של העברה וההתנהגות החוסה תחתיה. זאת ועוד, בשעה שחלק מהמבחנים כוללים הגדרות שמייצרות קושי לא-מבוטל, בעיקר באשר לזיהוי היסודות המרכיבים אותן (כך, למשל, ביחס למבחן המרפזיות, לא ברור מהי מידת המרפזיות הדרושה וכיצד ניתן לזהותה), מבחן היסודיות כולל הגדרה ברורה וממצה.

המשך פרק זה יתקדם על-פי הסדר הבא: ראשית, אעמוד בקצרה על המבחנים שהוצעו במסגרת המאמר ואבקרם. שנית, אבקר את המבחנים שהציעו יצחק קוגלר ואלון הראל בנפרד, בשל מורכבותם היחסית. שלישית, אבחר במבחן היסודיות (מבחן המטרה היסודית), ואציע הצדקות לבחירה זו. רביעית, אציע הנחיה ליישום מבחן זה במישור המעשי.

### (א) הביקורת על המבחנים שהוצעו

נראה שהמבחן הבולט ביותר שהוצע הוא מבחן המטרה המרכזית (העיקרית). כפי שהערתי בשלבים מוקדמים יותר של המאמר, לא ברור לגמרי מה פשר המרפזיות הנדרשת ומה מידתה. גם אם נניח שהכוונה היא למרפזיות רגילה בעדיפות של מאזן הסתברויות (יותר מ-50%), יש לדרישה זו נקודות חולשה בהקשר של עברת המניפולציה – הן במישור העיוני והן במישור המעשי. במישור העיוני מבחן זה צפוי להרחיב יתר על המידה את האיסור הפלילי ביחס למניפולציה, היות שרק מטרה מותרת מרכזית יהא בה כדי לְזַפּוֹת את ההתנהגות בכללותה. גם במטרה מותרת העולה

בעוצמתה על מטרת-לוואי ואף על מטרה משנית לא יהא כוח מזכה כל עוד היא לא תתעלה לרמה של מטרה מרכזית. עניין זה מעורר קושי לא-מבוטל. במישור המעשי מבחן זה צפוי להתקשות בהתמודדות עם מקרים גבוליים, בעיקר בהתחשב בכך שההכרעה לגביהם נשענת על היסוד הנפשי. לבסוף, מבחן המטרה העיקרית עלול לעורר קשיים בהיבטים הקשורים להכוונה ולתכנון של ההתנהגות, שכן פלוני המבקש לתכנן את התנהגותו צפוי להתקשות באומדן של היקף מטרותיו (אם קיימות כמה מטרות במקביל), מידתן ועוצמתן.<sup>200</sup>

מבחנים בולטים אחרים שהוצעו הם מבחן **המטרה הממשית** ומבחן **המטרה האמיתית**. אני מציין מבחנים אלה בצמידות היות שלמיטב הבנתי מדובר במבחנים זהים. סבורני כי המבחנים הללו מאפשרים מרחב תמרון רחב מדי לנאשמים פוטנציאליים, בוודאי לנוכח התחכום הרב המאפיין אותם. על-נקלה יוכלו אלה לייצר בדיעבד מטרות ממשיות/אמיתיות מומצאות.

מבחן נוסף שהוזכר הוא מבחן **המטרה המיידית**. להבנתי, אין מדובר במבחן שבכוחו לעמוד לבדו באופן עצמאי, אלא אך במצורף למבחן המטרה העיקרית.<sup>201</sup> למעלה מן הצורך אציין כי בחינת רכיב המיידיות ביחס לעושה – או ליתר דיוק ביחס ליסוד הנפשי של העושה – חוטאת למציאות המאפיינת את הפעילות בשוק ההון. שוק ההון מתאפיין במשקיעים אשר נעזרים לרוב באסטרטגיות השקעה מורכבות, ארוכות-טווח, ולעיתים קרובות מרובות שלבים. במסגרת אותן אסטרטגיות משקיעים אלה בוחרים את העיתוי של הוצאת תוכניתם מן הכוח אל הפועל על-סמך שיקול-דעתם המקצועי. ניסיון לפענת, בדיעבד, מה הייתה המטרה המיידית של המשקיע מבוסס על ניתוח עדין מדי, וכרוך במידה רבה של סיכון לשגות. על-כן, ותחת זאת, יהא זה ראוי ונכון לבחון את פעילותו של העושה כמכלול.

לבסוף, ממבחן **המטרה הבלעדית** משתמע כי כל מטרה לגיטימית שהיא תוביל לזיכוי. מבחן זה הופך את איסור המניפולציה לאות מתה כמעט.

### (ב) בחינת המודלים המורכבים

המבחנים שהציע קוגלר – מבחן הפגיעה בערך המופשט (שלפיו במקרה של רצון לפגוע בערך המופשט, העובדה שלצידו קיים רצון נוסף אינה שוללת את הפגיעה ואינה מכשירה את ההתנהגות) ומבחן קיומה של זכות או העדר קיומה של כוונה טובה (שלפיו אם אחת הכוונות הינה כוונה טובה, הטעם לאיסור נופל) – אינם הולמים את עקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה. לשיטתי, שני המבחנים מגדירים קשת רחבה מדי של התנהגויות כאסורות, מחד גיסא, או כמותרות, מאידך גיסא. מחד גיסא, על-פי מבחן הפגיעה בערך המופשט,<sup>202</sup> אנו עלולים להיגרר למצב שבו כל מטרה

200 טיעון זה שאול מהטיעון שהציע גליקסברג כדי להצדיק מבחן אובייקטיבי בהקשר של עסקה מלאכותית במס. ראו לעיל בחלק ה2(ב).

201 גם בציטוט שהבאתי לעיל בה"ש 156 הוזכר מבחן זה בצמידות למבחן המטרה העיקרית.  
202 להבנתי, הערכים המופשטים שהאיסור מבקש להגן עליהם מפני פגיעתו של המניפולטור הם מנגנון



"רעה" תיתפס באיסור, בלא קשר לעוצמתה. מאידך גיסא, על-פי מבחן קיומה של הזכות, כל מטרה "טובה" צפויה לזכות את ההתנהגות. תחת המבחנים שהציע קוגלר, עדיף בעיניי המבחן שהציע הראל בדבר המניע המחולל (שלפיו אם המניע המותר הוא שגורר ומחולל את המניע האסור, ההתנהגות תוכשר).<sup>203</sup> מבחן זה הינו מבחן מרסן המבטא איזון ראוי. אחזור אליו בחלק הבא, כאשר אעמידו להשוואה מול מבחן היסודיות שאותו אציע לאמץ.

### (ג) הבחירה במבחן היסודיות

על-פי מבחן היסודיות (בענייננו – מבחן המטרה היסודית), התנהגות תוכר כלגיטימית מקום שאלמלא המטרה המותרת לא היה העושה מוציא את התנהגותו אל הפועל. מבחן היסודיות – או בכינויו המוכר יותר "מבחן האלמלא" – מוכר בתחום האזרחי (דיני הנזיקין), בתחום הפלילי (דיני העונשין) ואף בתחום הפלילי למחצה (ביחס לעסקה המלאכותית בדיני המס, אשר נידונה לעיל) כמבחן של קשר סיבתי בין שני רכיבים (בין המעשה לבין הנזק, בין ההתנהגות לבין התוצאה, בין מטרה אחת לבין מטרה אחרת וכולי).

המשותף למבחן היסודיות ברוב תחומי המשפט הוא החלתו על המישור העובדתי. אולם בהקשר של עברת המניפולציה יוחל מבחן היסודיות על המישור הנפשי, וזאת באופן הבא: **אם אלמלא המטרה המותרת/הכלכלית/העסקית לא היה פלוני מבצע את פעולת המסחר בנייר-הערך בנסיבות הנידונות, לא תתגבש עברת המניפולציה.**

יטען הטוען כי ייתכנו מצבים שבהם בבסיס המעשה קיימות יותר ממטרה יסודית אחת. ביחס למצבים אפשריים אלה הוצע זה כבר בספרות האקדמית מבחן שלפיו אין די במטרה יסודית שהניעה את פלוני לפעול, אלא יש להוכיח כי כל המטרות האחרות שלצידה לא היו יסודיות.<sup>204</sup> כפי שאסביר מייד, מבחן זה אינו ראוי בעיניי בהקשר של עברת המניפולציה.

על פניו המבחן דורש את התקיימותם של שני תנאים במצטבר: על-פי האחד, לצד המטרה היסודית לא יהיו עוד מטרות יסודיות אסורות; ועל-פי האחר, לצד המטרה היסודית לא יהיו מטרות יסודיות מותרות. לשיטתי, התנאי הראשון צפוי לצמצם במידה רבה את האפשרות לזיכוי, ואינו הולם בהקשר של עברת המניפולציה, בעיקר לנוכח האיזון האופקי כמעט במסגרתה בין הערכים המוגנים לבין הערכים שבסיכון.<sup>205</sup> התנאי השני מיותר למדי, שהרי מקום שדי בקיומה של מטרה לגיטימית יסודית אחת, קיומן של

התמחור של שוק ההון ואמונו של ציבור המשקיעים בשוק ההון, וזאת מעבר להפסד המוחשי (הלא-מופשט) שעלול להיגרם למשקיעים בשוק ההון באותו טווח זמנים שבו הוציא המניפולטור את מזימתו אל הפועל.

203 אדגיש כי בחירה זו נעשית על רקע הדיון בעברת המניפולציה, וייתכן שבהקשר אחר הייתה הבחירה משתנה.

204 באופן דומה ואולי אף זהה למבחן הרביעי שעליו עמד SALMOND, לעיל ה"ש 167, בעמ' 373.

205 ראו לעיל ה"ש 197 והטקסט שלידה.

מטרות לגיטימיות יסודיות אחרות צפוי אך להוסיף לכוח המותר המצטבר, ומשכך ברור שאין בכך כדי לגרוע ממצבו של הנאשם, אלא להפך.

בנקודה זו אציין כי מבחן היסודיות פועל אך בכיוון אחד, לאמור: מקום שההגנה תוכיח כי אלמלא המטרה המותרת לא היה הנאשם פועל, הוא יזוכה; לעומת זאת, מקום שהתביעה תוכיח כי אלמלא המטרה התרמיתית לא היה הנאשם פועל, אין הכרח שהנאשם יורשע בדין, הואיל וייתכן שיעמדו לזכותו הגנות או סייגים אחרים.

בחירתי במבחן היסודיות נסמכת על כמה שיקולים בולטים. ראשית, המבחנים האחרים שהוצעו אינם מתאימים, כפי שהראיתי. שנית, מבחן היסודיות מייצר איזון עדין בהקשר של עברת המניפולציה: הוא חוסך מאיתנו את הקושי של בחינת עיקריותה של מטרה, ובתוך כך ממזער את הסיכון לטעות; ועם זאת הוא אינו מאפשר "חיים קלים" לנאשמים פוטנציאליים ואינו מסתפק בקיומן של מטרות זניחות ולא-משמעותיות, אלא דורש הוכחת מטרות שבראו את המעשה והביאוהו לעולם – מטרות אשר קשה למדי להמציא בדיעבד. שלישית, מבחן היסודיות מקפל בתוכו מבחנים אחרים שנבחנו על-ידי ומציע גרסה משופרת שלהם. כך, הוא כולל מטרה ממשית/אמיתית, אך מתקדם צעד נוסף בדורשו להבטיח שאלמלא מטרה זו לא הייתה ההתנהגות יוצאת אל הפועל.

לנוכח הדברים המפורטים ישאל השואל במה מבחן היסודיות שונה ממבחן המניע המחולל שהוצע על-ידי אלון הראל. אודה, הגבול בין שני המבחנים דק מן הדק.<sup>206</sup> אף-על-פי-כן, בחינה מאומצת תובילנו למסקנה כי מבחן היסודיות עדיף על מבחן המניע המחולל הן במישור העיוני והן במישור המעשי. אפתח במישור העיוני. ראשית, מבחן היסודיות רחב ממבחן המניע המחולל, והוא צפוי להתיר מגוון רחב יותר של התנהגויות שבבסיסן מניעים שאינם מגיעים לדרגת מניעים מחוללים. הסיבה לכך נעוצה בקשר הסיבתי שחובה להוכיחו במסגרת מבחן המניע המחולל. בעוד מבחן המניע המחולל דורש שהמניע המותר יישא על גבו את המניע האסור (באופן אינטואיטיבי תלות זו מזכירה "עונש קולקטיבי"), מבחן היסודיות בוחן אם קיים מניע יסודי במנותק מהמניע האסור, ואינו נדרש לבחון מהן השלכותיו והשפעותיו של אותו מניע, ואם הוא חולל את המניע האסור. שנית, בהקשר של עברת המניפולציה, איני מוצא טעם של ממש באיתורו ובזיהויו של אותו קשר סיבתי בין המניע המחולל לבין המניע שאותו הוא חולל.

במישור המעשי, מבחן היסודיות קל יותר ונוח יותר ליישום מאשר מבחן המניע המחולל, שצפוי לייצר קשיי אכיפה משמעותיים. בהקשר של עברת המניפולציה קשה לחשוב על מצבים שבהם מניע מותר חולל מניע אסור "רדום".

**(ד) אופן ההוכחה של המבחן המוצע – המישור הראייתי**

על-אף השאיפה להקל את מלאכת האכיפה, גם מבחן היסודיות כרוך בקשיי יישום, בעיקר משום החלתו על היסוד הנפשי של העושה.

כדי לנסות לרכך קשיים אלה, אציע להשקיף על מבחן היסודיות באספקלריה אובייקטיבית. איני מתיימר לקבוע רשימה סגורה של מבחנים אובייקטיביים, ובמסגרת

206 ניזכר בדוגמה שסיפק הראל לעיל בחלק ה1(ד).

מצומצמת זו של המאמר אסתפק בהצעה לבחון את חריגותיה של ההתנהגות הנחשדת. במסגרת בחינת החריגות, תיבחן סטייתו של הנאשם (או החשוד) מדפוס הפעולה הרגיל שלו עצמו ומדפוס הפעולה הנהוג על-ידי אחרים בנסיבות דומות (עד כמה שיש כאלה). בחינה זו הוכרה בפסיקה בהקשרים שונים,<sup>207</sup> אם כי באותם הקשרים היא הובאה כמבחן עצמאי שבכוחו להוביל לכרו להרשעה או לחיוב; בהתאם להצעת, בחינת החריגות תהווה אך פריט אחד בתוך רשימה של מבחנים אובייקטיביים אפשריים, ותהא בחינה מנחה, ולא מחייבת (כלומר, הוכחתה לא תחייב הרשעה).

ברוח הדברים האחרונים, ברצוני לצרף אזהרה חדה וברורה שלא כל פעילות הסוטה מהנוהג, קרי מן הצפוי והמקובל, תיחשב בלתי-חוקית. הדברים נכונים שבעתים כאשר מדובר בסוחרים בשוק ההון, אשר חפצים – ואולי אף נדרשים לעיתים – לנסות אסטרטגיות מסחר חדשניות, נועזות ובלתי-צפויות, במטרה להשיא את רווחיהם. בכך אין כל פסול; להפך, זוהי נשמת-אפו של המסחר בשוק ההון. יש ליתן לאותו סוחר הזדמנות נאותה, כנה ואמיתית להסביר את פשר סטייתו האמורה.

כמוצא אחרון, וכמצוות הדין הפלילי, מקום שקיים ספק ביחס למטרה היסודית, יש לאפשר לנאשם ליהנות מן הספק ולְיַפּוֹתוּ בדין.

אודה כי במסגרת המבחן המוצע התלבטתי אם לכלול רכיב של העברת נטל השכנוע אל כתפי הנאשם בשעה שהתביעה הוכיחה ראשית ראייה ביחס להעדר יסודיות של המטרה המותרת. רעיון זה אינו חדשני, והוא הוצע, בהקשר אחר, על-ידי לוס וזליגמן.<sup>208</sup> לאחר חשיבה מעמיקה סבורני כי ניתן לאמץ הצעה כזו, בעיקר לנוכח העובדה שעיקר המידע ביחס למטרות ולמניעים שהניעו את הנאשם לפעול כפי שפעל מצוי בהחזקתו הבלעדית של האחרון.<sup>209</sup> עם זאת, על רעיון זה ראוי לקיים דיון מעמיק החורג ממסגרת המאמר, ומשכך אעדיף להותירו בצריך עיון.

## סוף-דבר

מאמר זה העמיד לבחינה רחבה ומעמיקה את עקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת

207 ראו, למשל, את מבחן הדפוסים המקובלים בקשר לעסקה מלאכותית בדיני המס, לעיל ה"ש 179.

208 ראו Loss & Seligman, לעיל ה"ש 14, בעמ' 1132, שם הציעו המחברים כי קיומו של מניע לעשות מניפולציה, המצטרף לסדרה של עסקות בניירות-ערך, מקים על פניו מטרה מניפולטיבית ומעביר את הנטל אל שכמו של הנאשם להוכיח כי מדובר בפעילות תמימה.

209 הדברים מתיישבים עם דבריו של השופט חשין בפרשת רוזוב, לעיל ה"ש 36, פס' 53 לפסק-דינו של חשין: "חלק מן ה'הגנות' הפזורות בדין עניינן במידע המצוי בידעתו הבלעדית של הנאשם, ובמקרים אלה לא זו בלבד שאין הצדק להקל עימו, אלא שהכבדה עליו בנטל ההוכחה תהווה תמריץ כי יגלה את כל האמת ולא אך יספק עצמו בקטעי-אמת. דברים אלה אמורים על דרך הכלל, ובייחוד תוכח נכונותם בעבירות 'כלכליות', עבירות שבהן מלאכת אכיפתו של החוק קשה במיוחד בשל הקלות היחסית בהעלמתו של מידע."

המניפולציה. הצורך בבחינה זו התעורר בעיקר לנוכח היחס הלא-עקבי לעיקרון זה – לא רק בקשר לדרך שבה ראוי ליישם את העיקרון, אלא אף בקשר לשאלה הבסיסית ביותר אם ראוי להכיר בו במסגרת הדיון בעברת המניפולציה.

בחינת מאפייניה הייחודיים של העברה, תוך הדגשת הספק בנחיצותה, הביאוני לכלל מסקנה כי ראוי לאמץ את עקרון עירוב המטרות אל חיקה. הצעתי כי הדרך הראויה לעשות כן תהא באמצעות מבחן היסודיות, שלפיו מקום שאלמלא המטרה המותרת לא היה המעשה יוצא מן הכוח אל הפועל – תוכשר ההתנהגות בשלמותה.

קליטתו של מבחן היסודיות צפויה להבטיח איזון ראוי בין הערכים השונים שהעברה מבקשת להגן עליהם לבין הערכים שהיא נזהרת מלפגוע בהם, וכן להבטיח יישום אחיד ועקבי ובכך לקדם את הוודאות המשפטית, אשר כה דרושה בהקשר של המסחר האמיתי בניירות-ערך.

לסיום, הדרך להכרה בעקרון עירוב המטרות בהקשר של עברת המניפולציה ולא ימוץ מבחן היסודיות עברה בין מאפייניה הייחודיים של עברת המניפולציה. הדבר נעשה מתוך מחשבה שבין שאלת ההכרה ושאלת עיצוב המבחן הראוי לבין שאלת המאפיינים קיים קשר הדוק ובל ינתק. סבורני כי אותו הלך-מחשבה צריך שילווה גם דיונים עתידיים אפשריים בדבר החלת עקרון עירוב המטרות בשדות אחרים של המשפט.