



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

לפני כב' השופט האלד כבוב, סגן נשיא

**המאשימה:** מדינת ישראל  
ע"י פרקליטות מחוז תל אביב (מיסוי וכלכלה)  
דרך מנחם בגין 154, תל אביב יפו 6492107  
טלפון: 073-3736100; פקס: 073-3736085

נגד

**הנאשם:** יובל כהני  
ע"י ב"כ עו"ד ירון ליפשוס  
משרד עו"ד כספי ושות'  
מרח' יעבץ 33, תל אביב יפו 6525832  
טלפון: 03-7961291; פקס: 03-7961391

### הכרעת דין

#### פרטי האישום

1. נגד הנאשם הוגש כתב אישום המייחס לו "כ-2,600 עבירות" של השפעה בדרכי תרמית על שער נייר ערך, עבירה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן: "החוק" או "חוק ניירות ערך"), תוך ביצוע אלו בצוותא, כהגדרת סעיף 29(ב) לחוק העונשין, תשל"ז-1977 (להלן: "חוק העונשין").

2. לשם נוחות הקוראים, להלן נוסחו של סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך:

54. (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: [...]

(2) השפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

**ערך. לענין פסקה זו, חזקה כי מי שפעל לפי הוראות סעיף 56(א) לענין ייצוב מחיר ניירות ערך לא השפיע בדרכי תרמית כאמור."**

[ההדגשות שלי – ח.כ.]

3. לפי המתואר בכתב האישום, בין השנים 2014-2015, הן התקופה הרלוונטית, עקב הנאשם באופן שוטף אחר התנהלות הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (להלן: "**הבורסה**"). בתקופה הרלוונטית, כמפורט בכתב האישום, הזרים הנאשם במזיד ובאופן ידני הוראות מסחר חריגות, אשר הפעילו במכוון את מנגנון "ממתן התנודה" (להלן: "**הממתן**").
4. כפי שעולה מפרק הרקע הכללי בכתב האישום, הממתן הינו מנגנון אוטומטי הקבוע בתקנון ובמערכת הבורסה החל מחודש אוקטובר 2012, שהפעלתו נגרמת בעקבות שליחת הוראות בשינוי שער – חיובי או שלילי – החורגות מטווח מסוים שנקבע לכל סוג נייר ערך, ואשר תוצאת הפעלתו הינה הפסקת המסחר הרציף בנייר ערך מסוים למשך 5-6 דקות. במהלך הפסקת המסחר, מתקיים מכרז רב צדדי בדומה למכרז המתקיים בשלב פתיחת המסחר (להלן: "**מכרז פתיחה נוסף**" או "**מכרז רב צדדי**"), זאת על מנת לאפשר במידת הצורך לבטל או לשנות את ההוראות החריגות שגרמו להפעלתו טרם השלמתן, במטרה למנוע ביצוען של עסקאות בתנודות חריגות הנגרמות מטעויות, באופן אשר עשוי להביא בשגגה לתנודה חריגה בשער נייר הערך שבו שוגרה ההוראה. ודוק, בניגוד לשלב המסחר הרציף, בשלב מכרז הפתיחה הנוסף לא קיימת מגבלה המחייבת כמות מזערית (מינימאלית) של ניירות ערך לצורך ביצוע עסקה או הזרמת פקודה.
5. עוד מפרט כתב האישום מעשים שבוצעו על ידי הנאשם לפיהם: במקרים רבים, לאחר שהביא הנאשם באופן מכוון להפעלת הממתן, בשלב המכרז הרב צדדי, פעל הנאשם באחד משני מתווי פעולה, אף אם באופן חלקי, הכול כפי שיפורט להלן, תוך הזנת הוראות בנייר ערך ללא מגבלת הכמות המזערית כאמור לעיל, במטרה להשפיע על שער נייר הערך שייקבע בתום שלב המכרז, עם שובו של שלב המסחר הרציף. לעתים, בסמוך לאחר חזרתו של המסחר לשלב הרציף, ניצל הנאשם את השער המלאכותי שנוצר כתוצאה מפעולותיו, כדי לרכוש את נייר הערך בזול או למוכרו ביוקר. כל זאת, על מנת להשיא לעצמו רווחים.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

6. אלו שני דפוסי הפעולה בהם פעל הנאשם לפי כתב האישום: הראשון, כאשר הנאשם כבר החזיק בנייר ערך פלוני וביקש למוכרו במחיר גבוה, הוא הזרים הוראה בשער חריג, בהפרש אשר הביא באופן מיידי להפעלת הממתן ולהתחלה של מכרז פתיחה נוסף. בחלק ניכר מהמקרים, זמן קצר מאוד לאחר מכן, לרוב שניות בודדות, ביטל הנאשם את ההוראה, ולאחר מכן הזרים הוראות בשער גבוה באופן משמעותי מהשער התיאורטי ובכמות מזערית שלא הייתה מתאפשרת במסחר הרציף, הכל במטרה להעלות את שער נייר הערך. בחלק ניכר מהמקרים בהם הצליח הנאשם להשפיע על השער כאשר חזר המסחר הרציף, ניצל הנאשם את השער "המלאכותי" על מנת למכור את ניירות הערך שבהם החזיק במחיר גבוה.

השני, כאשר הנאשם ביקש לרכוש במחיר נמוך נייר ערך שלא החזיק בו, הוא פעל באופן דומה, אולם לאחר פתיחת מכרז הפתיחה הנוסף וביטול ההוראה בשער החריג, הנאשם הזרים פקודה במחיר נמוך מן השער התיאורטי, זאת במטרה להפחית את שער נייר הערך. לאחר מכן, בחלק ניכר מהמקרים, הנאשם ניצל את השער המלאכותי כדי לרכוש את נייר הערך בו חפץ במחיר נמוך.

7. במהלך התקופה הרלוונטית, הנאשם גרם להפעלה מכוונת של הממתן בלמעלה מ-1,600 פעמים, במניות ובאג"ח קונצרניות, זאת ללא כוונה או רצון שהוראות אלה אכן תתגבשנה לעסקאות. פעילותו זו היוותה כ-12% מן הפעמים שהממתן הופעל בסך הכל בבורסה במהלך התקופה הרלוונטית (וכ-28% מהפעמים אם מתמקדים באג"ח קונצרניות). לאחר הפעלת הממתן, בלמעלה מ-1000 מקרים שונים, הזרים הנאשם הוראות בכמות מזערית שלא במטרה לרכוש או למכור את נייר הערך, אלא כדי להשפיע על השער שייקבע במכרז הפתיחה הנוסף. מתוך כל מקרים אלו, בכ-650 מהם ניסה הנאשם לנצל את השער המלאכותי שיצר כדי לבצע פעולה הפוכה, קרי מכירה או רכישה, מזו שעשה בה שימוש כדי להשפיע על נייר הערך. פעולות אלו הניבו לנאשם, לפי כתב האישום, למעלה מ-200 אלף ש"ח.

8. בעשותו כן, טוענת המאשימה, השפיע הנאשם בדרכי תרמית על שערי ניירות הערך בהם סחר, חשף את הציבור לנתוני מסחר כוזבים ויצר מצגי שווא של פעילות תקינה ואקראית בניירות הערך, תוך ניצול שיטת המסחר לרעה. לאמור נלוות נסיבות מחמירות, הן התכנון והשיטתיות בהם פעל הנאשם, ריבוי המקרים, התקופה הארוכה בה פעל הנאשם בדרך זו, והשיבוש המכוון של התנהלות המסחר



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

התקינה בבורסה.

### התשובה לכתב האישום

9. ביום 13.12.2018, במהלך דיון ההקראה הגיש הנאשם, בכתב, תשובה מפורטת – אך לא שלמה לטענתו – לכתב האישום, בה כפר בעבירות המיוחסות לו בכתב האישום וכן בחלק מן העובדות המפורטות בכתב האישום, הכל כמפורט בכתב התשובה. אעמוד בקצירת האומר על טענותיו העיקריות של הנאשם.
10. לטענת הנאשם, הוא סוחר ניירות ערך ותיק, הפעיל במסחר מזה כ-25 שנים, לרבות בניירות ערך בעלי סיכון וסיכוי גבוהים מאוד, אשר רמת התנודתיות בהם היא משמעותית. לצדו, סוחרים בין היתר מכונות מסחר אלגוריתמיות (להלן: "המכונות" או "מכונות המסחר"), אשר פעילותן תפסה נפח ניכר מהוראות המסחר והמסחר בפועל.
11. הנאשם טוען כי הממתן, עם כניסתו לפעילות בבורסה, הפך לאחד מכלי המסחר שעמדו לרשות הסוחרים השונים, ונעשה בו שימוש על ידי סוחרים שונים, בהם סוחרי "מכירה בחסר" ("שורט") ומכונות המסחר. חלק מאותן מכונות מסחר תוכננו באופן כזה, המורה להן לחזול ממסחר בניירות ערך בהן הופעל הממתן. בדומה לאותם סוחרים, גם הנאשם השתמש בכלי הממתן בנסיבות שונות, זאת בצורה לגיטימית לחלוטין, ולא מתוך רצון להשפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות הערך בהם סחר.
12. בין הנסיבות בהן הנאשם עשה שימוש בממתן, היו ביצוע עסקאות שניתן היה לבצען טרם כניסת הממתן כחלק מהמסחר הרגיל ובעקבותיו נמנעת האפשרות לבצען; דרך לעקוף את מגבלת הכמות המזערית שחלה בשלב המסחר הרציף וביצוע עסקאות בכמות קטנה יותר; דרך "להילחם" במכונות, לרבות לשם ביטול הוראות מסחר שנקבעו מראש והוזרמו על ידו ללא כוונת ביצוע שכן שהן חורגות מטווח הממתן; ועוד.
13. באשר להזרמת פקודות בכמויות מזעריות במהלך מכרז הפתיחה הנוסף טוען הנאשם, כי אלו מהוות פרקטיקה רווחת ונוהגת בבורסה, והיא מוכרת היטב לגורמי הרגולציה, אשר מעולם לא אסרו עליה או מנעו אותה, ולא התריעו כי מדובר בנוהג פסול. זאת ועוד, הוראות אלו הינן גלויות ושקופות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

לציבור המשקיעים, ועל כן לא היה בהן – וזו לא הייתה כוונת הנאשם – כדי להטעות את המשקיעים.

14. בנוסף, חלק מההוראות שהפעילו את הממתן נעשו בטעות; כמו גם, חלק מההוראות ששוגרו כמענה להוראות שהופיעו בספר הפקודות, אך חרגו ממגבלות הממתן, זכו למפגש בין הוראותיו של הנאשם לבין הוראות של סוחרים אחרים, נסיבות שיש בהן כדי ללמד כי הזנת פקודות בשערים חורגים ממגבלת הממתן הינה נוהג רווח במהלך המסחר בבורסה.

15. באשר לעבירות, הנאשם כופר בעבירות בהן נוקב כתב האישום, ומציין כדלהלן: ראשית, לטענה כי ביצע את המעשים בצוותא, עבירה לפי סעיף 29(ב) לחוק העונשין, אין זכר בכתב האישום ואין התייחסות לכל גורם נוסף זולת הנאשם; ושנית, אין כל הסבר לכך שהמאשימה מייחסת לנאשם 2,600 עבירות, מספר שזכרו לא בא בכתב האישום.

### סיכומי הצדדים והראיות מטעמם

16. הצדדים הגישו את סיכומיהם בכתב, וכן טענו את סיכומיהם בעל פה. סיכומי הצדדים והראיות מטעמם יובאו להלן בתמצית. יצוין כבר עתה כי המאשימה לא שבה בסיכומיה על טענותיה בדבר רכיב ביצוע הפעולות בצוותא (פיסקה 121 לסיכומי המאשימה), עם זאת סוגיה זו עלתה במסגרת הדיון הסיכומים בעל פה, כפי שיפורט להלן.

### עיקרי סיכומי המאשימה וראיותיה

17. בהינתן העובדה כי ככלל, מודה הנאשם בביצוע המעשים המיוחסים לו, אולם סבור הוא כי אלו אינם מקיימים את יסודות העבירה של השפעה בדרכי תרמית על שער נייר ערך (להלן: "העבירה" או "השפעה בתרמית"), מתמקדת התביעה בטענה כי בנסיבות דנן, הואיל והפקודות שהזרים הנאשם לבורסה היו מלאכותיות, אין היא נדרשת להוכיח את כוונת הנאשם, אלא די בהוכחת יסוד נפשי של מודעות לפעולותיו כדי להרשיעו בעבירה, יסוד נפשי שלטענתה אכן מתקיים. כן טוענת התביעה, כי למעלה מן הצורך, אף אם היא כן נדרשת להוכיח יסוד נפשי של כוונה, הרי שגם זה מתקיים.

18. לטענת המאשימה, הנאשם הוא משקיע ותיק ומנוסה בשוק ההון, בעל ותק של למעלה מ-20 שנים בתחום, ואשר בקי היטב ברזי המסחר. לטענתה, בעשור האחרון, לרבות בתקופה הרלוונטית,



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

ההשקעה בבורסה שימשה כמקור הפרנסה העיקרי של הנאשם, אשר היה המפרנס העיקרי במשפחה של שבע נפשות. סך הכל, טוענת המאשימה, הצליח הנאשם לחסוך כ-2 מיליון ש"ח מפעילות המסחר שביצע.

19. המאשימה טוענת, כי בעדותו בבית המשפט, נטל הנאשם אחריות מלאה על ההוראות שהזרים, ואישר כי הן נעשו לפי שיקול דעתו הבלעדי. כן הודה הנאשם כי הוא הזרים באופן שיטתי הוראות מסחר רבות, אשר לא היו מבוססות על הערכה כלכלית כנה וללא כוונה אמיתית לקנות או למכור את נייר הערך בכמות ובשער שנקב בהוראה. בכך, למעשה, הודה הנאשם שהזרים הוראות מסחר מלאכותיות. המאשימה טוענת, כי מן האמור עולה שמדובר במסחר פסול כשלעצמו, ועל כן הלכה היא כי לא נדרש להוכיח יסוד נפשי של כוונה, אלא רק כאשר העבירה נעשית על דרך של עסקאות אמיתיות.

20. לטענת התביעה, דפוס פעולתו של הנאשם נחלק לשלושה שלבים הנבנים זה על זה, כאשר לטענתה בשלב הראשון ובשלב השני, כל אחד בנפרד, מושלמת הפעילות התרמיתית, אשר מקבלת חיזוק וחומרה יתרה במקרים בהם גם הושלם השלב השלישי.

21. **השלב הראשון – הפעלה מכוונת של הממתן;** לטענת המאשימה, הנאשם פעל באופן שיתואר להלן כ-1,600 פעמים (ת/93; ת/94). התביעה טוענת כי הנאשם נהג להזרים הוראות קניה או מכירה בתנודת שער חריגה, על מנת להפעיל את מנגנון הממתן. ב-99% מן המקרים, הנאשם ביטל באופן מתוכנן מראש את ההוראה מספר שניות לאחר הזרמתה ולאחר שהממתן הופעל. הפעלת הממתן גרמה להפסקת המסחר הרציף בנייר הערך ולמעבר למכרז פתיחה נוסף. הנאשם הודה, טוענת התביעה, כי בבסיס הוראות אלה לא עמדה הערכה כלכלית כנה וכי הן לא לוו ברצון אמיתי לקנות או למכור את נייר הערך בכמות ובשער שנקב בהוראה (פ' 1.4.19, עמ' 159-160; ת/1, עמ' 12-10), אלא שאף הייתה פעמים רבות בכיוון ההפוך לכוונתו הכלכלית האמיתית (פ' 1.4.19, עמ' 199).

22. באשר לרכיב ההשפעה של העבירה, טוענת המאשימה, כי ההפעלה המכוונת והשיטתית של הממתן הייתה בניגוד למטרות שלשמן המנגנון נוצר, וגרמה נזק רב למסחר, בין היתר בשל העובדה שהפעולה גררה עימה הפסקות מסחר רבות, ללא הצדקה, כך שנפגעה רציפות המסחר בניירות הערך. לכן, לטענתה, מדובר בהתנהלות פסולה, תוך ניצול לרעה של הממתן והיזק למסחר.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

ההשפעה באה לידי ביטוי, טוענת התביעה, הן במניעת שינוי בשער הנייר, שנגרם בשל הפעלת הממתן והפסקת המסחר הרציף, מניעה המהווה כשלעצמה, לפי הפסיקה, השפעה; הן בשינוי שיטת המסחר, ממסחר רציף למסחר רב צדדי, אשר משפיע, ולו בעקיפין, על שער הנייר; הן בביטול מגבלת המינימום, המאפשרת הזרמת הוראות בכמות מזערית שלא מתאפשרת במסחר הרציף, שמשפיעה באופן עקיף על השער; והן גרמה לסוחרים מסוימים, לפי גרסת הנאשם, לבטל את הוראת המסחר שהזרימו, ואף להימנע מהזרמת הוראות מסחר שתכננו להזרים (פ' 1.4.19, עמ' 176-177), ובכך השפיעה פעולתו על השער, למצער בצורה עקיפה, ועל מחזור המסחר, אשר נקבע כבר בפסיקה כי זו משפיעה על שער הנייר באופן עקיף.

אף שלפי ההלכה לשם הוכחת קיום יסוד זה די בכך שההשפעה אינה חריגה ואינה במישרין, ובלבד שאינה בבחינת זוטי דברים, התביעה טוענת כי בנסיבות העניין היסוד התוצאתי הנדרש בעבירה מתקיים, הן במישרין והן בעקיפין, בצורה משמעותית. יתרה מכך, מלכתחילה פעילות הנאשם נעשתה בניירות דלי-סחירות, המאופיינים בתנודתיות מבחינת השער, ובכך רגישים יותר להשפעה.

23. באשר לרכיב דרכי התרמית של העבירה, התביעה טוענת כי זה מתגבש בעצם ההפעלה השיטתית, המכוונת והמניפולטיבית של הממתן, ללא רצון אמיתי לקנות או למכור את נייר הערך בכמות ובשער שננקבו. פעולה זו יצרה מצג שווה כפול כלפי ציבור המשקיעים, שסבר שהממתן הופעל כחלק מהמהלך התקין של המסחר, ועל יסוד הוראות המבוססת על הערכה כלכלית כנה, ולא ידע שמדובר בהפעלה מכוונת שנועדה להשיג מטרות זרות. כן מציינת המאשימה כי לעניין רכיב זה היא אינה נדרשת להוכיח כוונה או מטרה להשפיע על השער, לא כיסוד נפשי ולא כעובדה המגבשת את דרכי התרמית. זאת, שכן ענייננו אינו דן בעסקאות אמיתיות, אלא עסקינן במסחר שהוא עצמו פסול ובלתי רצוי, קרי בעסקאות מלאכותיות, אשר היחס אליהן זהה כאל עסקאות עצמיות ומתואמות.

אמנם לעניין זה טוען הנאשם כי לא נוצר מצג שווה משום שהוראותיו בוטלו בתוך מספר שניות, כך שלמשקיעים אחרים לא היה זמן לזהות את ההוראה, אולם התביעה מבקשת לדחות טענה זו משום שאף הנאשם אישר בחקירתו הנגדית שמי שעקב בזמן אמת אחר המסחר יכול היה להיחשף להוראה שהוזרמה (פ' 1.4.19, עמ' 186-187). אולם מעבר לכך, טוענת המאשימה, כי העבירה כלל אינה דורשת הטעיה בפועל של משקיע כלשהו, ודי בהצגת מצג שווה כדי שיתגבש רכיב דרכי התרמית.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

24. השלב השני – הזרמת הוראה בהיקף מצומצם במרכז הפתיחה הנוסף; לטענת המאשימה, הנאשם פעל באופן שיתואר להלן כ-1,000 פעמים, מתוכן למעלה מ-850 התגבשו לכדי העסקה היחידה שהתבצעה במרכז הפתיחה הנוסף, כך שהנאשם למעשה קבע את השער שנקבע בסיום המכרז (ת/93; ת/94).

25. התביעה טוענת, כי במסגרת השלב השני, ולאחר שהתקיים השלב הראשון (אם כי לעתים גם לאחר שמנגנון הממתן הופעל על ידי משקיע אחר), הנאשם הזרים פקודות במהלך מכרז הפתיחה הנוסף, בעיקר לקראת תומו, בהיקף מצומצם ובתנודת שער חריגה. כאשר ביקש למכור נייר ערך שהחזיק בו במחיר גבוה, הזרים הוראת קניה מזערית במחיר גבוה, וכאשר ביקש לקנות נייר ערך שהיה מעוניין בו, הזרים בהיקף נמוך ובמחיר זול.

26. באשר לרכיב ההשפעה, כאשר הנאשם קבע את שער נייר הערך בתום המכרז הנוסף, הוא השפיע באופן ישיר וברור על שער נייר הערך, והוא אף מודה בכך (פ' 1.4.19, עמ' 170).

27. באשר לרכיב דרכי התרמית, התביעה טוענת, כי הנאשם נהג להזרים הוראה בהיקף מצומצם ובתנודת שער חריגה לקראת סוף מכרז הפתיחה הנוסף, שאף היא – לפי הודאת הנאשם – לא הייתה מבוססת על הערכתו הכלכלית הכנה של הנאשם ולא הייתה מלווה ברצון אמיתי לקנות או למכור את נייר הערך בכמות ובשער שנקבו בהוראה. בשל כל אלו, לטענתה, התגבש הרכיב האמור בעבירה.

לעניין זה התביעה טוענת כי יש לדחות את טענת הנאשם לפיה לא נוצר מצג שווא בפעולותיו, זאת בשל ההיקף הכספי המצומצם של ההוראות המזעריות שהזרים במסגרת מכרז הפתיחה הנוסף, במיוחד כש-90% מהשחקנים האחרים הם מכונות מסחר, המהוות שחקנים מתוחכמים, המבינים שמדובר בהוראות הנעדרות משמעות כלכלית. לטענתה, דחיית טענה זו צריכה להיעשות על יסוד מספר טעמים:

ראשית, העובדה שדי בהצגת מצב כוזב כדי שהעבירה תתגבש, כך שאין צורך להוכיח כי משקיע כלשהו אכן הוטעה בפועל. יתרה מכך, העבירה נועדה להגן גם על המשקיע ההדיוט והלא מתוחכם, שבהחלט עשוי להיות מוטעה על ידי פקודות הנאשם, ועל אף שהנאשם טען כי הוא יזמין לעדות סוחרים מתחילים כדי לתמוך בטענתו, הוא לא עשה כן, מה שראוי שיבוא בעורכו. התביעה מוסיפה





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

וטוענת בעניין זה כי קבלת טענת הנאשם תוביל למשטר של "יזהר הקונה", משטר בו כל עסקה היא חשודה, באופן החותר תחת התנהלותו התקינה של שוק ההון. זאת במיוחד, כשהנאשם עצמו הודה כי הוא מייחס חשיבות רבה לפעולות המסחר של שחקנים אחרים, באופן שמפיע על הליך קבלת ההחלטות שלו ופעולותיו;

שנית, היקף ההוראה או העסקה איננו הגורם המכריע בדבר קיומה של תרמית, אלא עצם הזרמת הוראות אשר אינן מבוססות על הערכה כלכלית, ומטרתן רק להשפיע על השער. ומעבר לכך, לפי עדות מר שלמה פרידמן, עובד הבורסה (להלן: "מר פרידמן"), כאשר ישנו מחזור מצומצם בנייר ערך, עצם עסקה בהיקף מצומצם היא בעלת משמעות כלכלית (פ' 6.3.19, עמ' 63);

ושלישית, הנאשם לא הניח תשתית עובדתית מספקת לטענתו בדבר המכוננות.

28. **השלב השלישי – ניצול ההשפעה על השער עם החזרה למסחר הרציף;** לטענת המאשימה,

הנאשם פעל באופן שיתואר להלן כ-600 פעמים, מתוכן בעשרות רבות של מקרים הצליח לנצל את השפעתו על השער וקנה או מכר את ניירות הערך שבהם חפץ לסחור ובשער זהה או דומה לשער שאליו כיוון את השפעתו. ובמה דברים אמורים?

29. לאחר השלמת השלב השני, כאשר המסחר חזר להיות רציף, הנאשם הזרים הוראה "בכיוון הפוך",

קרי אם שתי הפקודות המזעריות הקודמות היו לקניית נייר ערך, הפקודה בשלב השלישי הייתה למכירת נייר הערך, ולהיפך, אולם הפעם בהיקף משמעותי. הנאשם אף הודה בכך (פ' 1.4.19, עמ' 157-158). כאמור, חלק מהפקודות התגבשו לכדי עסקה, כאשר הנאשם מודה שב-23 מקרים הושלמה עסקה כאמור (4/נ), אולם המאשימה טוענת כי היו עסקאות נוספות בשער זהה או דומה.

30. לטענת המאשימה, ביצוע הוראות או עסקאות תוך שינוי צד בתוך פרק זמן קצר ( Position

Reversals) מהווה אינדיקציה לפעילות תרמית, וזאת בין היתר על בסיס נייר עמדה משפטי של רשות ניירות ערך שפורסם במהלך התקופה הרלוונטית, כמו גם על העובדה שפעולות הנאשם נעשו באופן שיטתי ומתמשך.

בנוסף טוענת התביעה, שאין לקבל את טענת הנאשם לפיה בחלק מהמקרים, ההוראות שנפגשו עמו



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

לאחר החזרה למסחר הרציף כבר היו בספר הפקודות קודם להפעלת הממתן, ובכך ביקש לקבוע שלא התכוון להשפיע על השער ויכול היה לבצע את אותה עסקה קודם לכן. זאת, שכן הנאשם לא הוכיח, וממילא לא יכול להראות, שהוא ראה את הפקודה ממתינה בספר הפקודות עוד לפני שהתחיל את המהלך התרמיתי, וגם אם כן, מדובר במעט מאוד דוגמאות למקרים כאלו, שבוודאי שאין בהן כדי להפחית ממאות הפעמים בהן ניסה לנצל את השפעתו על השער.

31. כן שבה וטוענת המאשימה, כי אין בעובדה שהנאשם לא השלים את דפוס פעילותו במלואו, כלומר את שלושת השלבים כולם עד כדי השלמת עסקה, כדי לכרסם בעוצמת הראיות באשר לפעילותו התרמיתית המפורטת בכתב האישום. זאת, שכן אי-הצלחתו להשלים עסקה נבעה, סביר להניח, מכך שהנאשם פעל בניירות ערך רבים במקביל כך שלא הספיק לממש את העסקה, או שתנאי השוק לא אפשרו את השלמת הדפוס בה בעת.

32. עד כאן באשר לטענות המאשימה בדבר התקיימות יסודות העבירה.

33. עם זאת, המאשימה טוענת כי למעלה מן הצורך, ועל אף שהדבר אינו נדרש בנסיבות דנן בהן הפקודות שהזרים הנאשם היו מלאכותיות ולא עסקאות אמיתיות, היא סבורה כי היסוד הנפשי של כוונה אכן מתקיים. זאת, משלושה נדבכים:

ראשית, על יסוד הודאות הנאשם בדבר, בחקירותיו ברשות ניירות ערך ובבית המשפט. כך, הנאשם הסביר כי מטרות פעולותיו היו להילחם בסוחר המכירה בחסר ("השורטיסטים") ובמכונות המסחר, ועל מנת שיריביו אלו יבטלו את הוראותיהם, הוא נדרש להזרים הוראות מצומצמות שמטרתן לשנות את שער העסקה האחרונה (ת/1, עמ' 11 ועמ' 13-15; פ' 1.4.19, עמ' 112-113).

לעניין זה, המאשימה טוענת כי אין בסיס עובדתי לטענות הנאשם לכך שכניסת הממתן למסחר בבורסה הובילה לבעיות וקשיים מסוימים, והנאשם נמנע מלהביא עד או ראיה אשר יתמכו בטיעונו אלו. יתרה מכך, בוודאי שהנאשם לא הוכיח קשר בין אותן בעיות נטענות לבין ביצוע פעולות מסחר תרמיתיות. כך, הנאשם לא פנה בזמן אמת לבורסה או לרשות ניירות ערך על מנת להעמיד בפניהן את הכשלים הנטענים, כפי שעשו שחקנים ואף הנאשם עצמו במקרה אחר. לא בכדי, טוענת המאשימה, הנאשם היה השחקן שאחראי לכמות הגדולה ביותר של הפעלות המנגנון בתקופה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

הרלוונטיות, וביחס ניכר משחקנים אחרים, שכן לו היה ממש בטענותיו האמורות, אחרים גם היו נתקלים באותם קשיים ופועלים בדרך דומה לזו שהוא בחר לפעול בה. ומכל מקום, לא ניתן לקבל מצב בו אדם עושה דין לעצמו ופועל בניגוד לחוק, כך שאין בטענתו זו כדי להפחית ולו במעט מאחריותו לעבירות המיוחסות לו. בדומה, טענות הנאשם כי פעל כפי שפעל על מנת להרחיק שחקנים אחרים מביצוע פעולות מסחר, מהווה מטרה זרה למסחר בניירות ערך;

שנית, לנאשם היה מניע כלכלי מובהק להשפיע על שערי ניירות הערך. התנהלותו, כלומר הורדת שער כשהוא מעוניין לרכוש נייר ערך והעלאת שער כשהוא מעוניין למכור נייר ערך, תואמת את האינטרס הכלכלי הברור שלו. הנאשם אף הודה שהאינטרס שלו הוא להרוויח (פ' 1.4.19, עמ' 192), שכמחזיק בנייר ערך הוא מעוניין שהשער יעלה על מנת שיוכל למכור במחיר גבוה (פ' 1.4.19, עמ' 113 ועמ' 190-191) או שיש לו מטרה למנוע מהשחקנים האחרים להוריד את השער בניירות ערך בהם פעל (ת/1, עמ' 20). לכן, לשיטת המאשימה, השכל הישר מלמד שהנאשם פעל בדפוס המיוחס לו במאות מקרים שונים על מנת להגשים את האינטרס הכלכלי האישי שלו, ולא על פי מטרתו המוצהרת, מלאת החורים;

ושלישית, הנאשם חזר על מעשיו מאות רבות של פעמים באופן דומה, באופן המבסס מעשים דומים המצביעים על המטרה שעמדה בבסיס המעשים, היא השפעה על השער. בעניין זה מציינת המאשימה כי העובדה שהנאשם פעל כדי להביא לכאורה את שער נייר הערך למחיר "הכלכלי הראוי" לפי אמונתו, אף היא פעולה אסורה, וכקבוע בפסיקה.

34. בשולי הדברים, טוענת המאשימה כי יש לדחות את טענת הנאשם לאכיפה בררנית, וזאת הן מן הטעם שהוא אינו הראשון שמואשם בגין המעשים המפורטים בכתב האישום; הן משום שהיה השחקן שאחראי במידה הרבה ביותר להפעלת ממתנים בתקופה הרלוונטית, ובפער גדול; הן משום שלא ביסס ולו במקצת טענה לפיה גם אחרים פועלים באופן בו הוא פעל, קרי הפעלה מכוונת ושיטתית של הממתן וביצוע פעילות מסחר רחבת היקף שלא על בסיס הערכה כלכלית ורצון אמיתי לקנות או למכור את ניירות הערך בכמויות ובשערים שנגקבו בפקודות; והן משום התקופה הקצרה יחסית שבה פועל הממתן, אשר ממילא מקשה על ביסוס טענה להפליה באכיפה.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

### עיקרי סיכומי הנאשם וראיותיו

35. לטענת הנאשם, הוא סוחר "קטן", הפעיל בפוזיציות של אלפי ש"ח בודדים במגוון ניירות ערך, בהם כאלו המאופיינים בתנודתיות משמעותית, כלומר של עשרות ומאות אחוזים. לטענתו, מאז כניסת הממתן, יכולתו של הנאשם לסחור בניירות ערך אלו השתנתה באופן דרמטי, במיוחד בהינתן העובדה שבשנים האחרונות המסחר נשלט בניירות ערך אלה באופן כמעט מוחלט על ידי מכונות המסחר (פ' 6.3.19, עמ' 76).

הנאשם טוען, שהממתן מנע ממנו להשלים את העסקאות בניירות ערך אלו, משום שכל אימת שביקש לממש רווחים ולמכור בעליית שער משמעותית, הנהוגה כאמור בניירות הערך בהם פעל, מנע הממתן את ביצוע העסקה והעביר את נייר הערך למכרז רב צדדי, שבמסגרתו או שהסוחר ביטל את הוראתו או שהמכונות נטלו את העסקאות לעצמן בשל יתרון המהירות המובנה שיש להן, והנאשם יצא כשידיו על ראשו. הנאשם הבין שהוא יכול לסחור רק אם יפעל בתוך הטווח שבגדרו לא מופעל הממתן, בין אם בכפוף למגבלת התנודה הדינאמית (קרי, שינוי מהשער שנקבע בעסקה האחרונה שבוצעה) ובין אם בכפוף למגבלת התנועה הסטטית (קרי, שינוי מהשער שנקבע במכרז הרב צדדי האחרון שנערך), וזאת בשל האמור.

הקושי היה, שבניירות ערך אלו, ובעיקר האג"ח התנודתיים, כל תנועה קלה מפעילה את הממתן. כך לדוגמא, אם אגרת חוב נסחרת בשער של 30, וגבולות הממתן הן 3% למעלה או למטה, הממתן יופעל גם בעסקה בשער של 29 או 31, באופן שהנאשם טוען שלא אפשר לו לסחור. משום שהממתן מופעל כשפקודה שניתנת חורגת באחוז מסוים מהשער האחרון של נייר הערך, הפתרון הוא שינוי השער האחרון כדי שיהיה מספיק קרוב לשער הרכישה או הקניה שבו מעוניין הנאשם, כך שהזרמת פקודה לא תפעיל את הממתן, כלומר שהיא תיעשה במסגרת המסחר הרציף, וללא מתן אפשרות לסוחרים אחרים ליטול מידי את העסקה המיוחלת. במילים אחרות, ה"הדק" שהוביל להפעלת הממתן היה רגיש מדי בניירות ערך אלו, ואף מר פרידמן העיד כי ייתכן שיש בסיס לטענה זו של הנאשם בדבר הבעייתיות בניירות ערך מסוג זה (פ' 6.3.19, עמ' 78).

המעשים המתוארים בכתב האישום הינם הפתרון הטכני שמצא הנאשם לבעיה זו, פתרון שבעיניו היה לגיטימי לחלוטין ובגבולות כללי המסחר הנהוגים בבורסה, מבלי להטעות או לרמות גורם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

כלשהו. הנאשם גם ידע שאף אחד מגורמי האסדרה לא אוסר על פעילות זו, ולכן הוא לא העלה על דעתו שיש פסול כלשהו בהתנהלותו, במיוחד כשראה סוחרים אחרים מפעילים את הממתן ומבצעים מדי יום עסקאות קטנות של 1 ע"נ.

36. לטענת הנאשם, ובניגוד לעמדת המאשימה, לא הייתה לו כל כוונה להשפיע על השער. ראשית, ראיה לכך הינה, כי במקרים רבים היו בספר המסחר הוראות עוד לפני שהנאשם הפעיל את הממתן, והוראתו "בשלב השלישי" נקשרה בהן ולא בהוראות חדשות (נ/7; עדות החוקר מילנר, פ' 6.3.19, עמ' 47). לו היה הנאשם מזרים פקודה נגדית לפקודה אטרקטיבית קיימת מבלי להקדים לה את הפעלת הממתן וביצוע "העסקה הקטנה", הפקודה שלו הייתה גורמת להפעלת הממתן והמכרז הרב צדדי, והשטיח היה נשמט תחת העסקה על ידי המכונות ו"השורטיסטים". רוצה לומר, הנאשם לא ניסה "לפתות" סוחרים אחרים, אלא עסקאות רבות שהוא ביצע בשלב המסחר הרציף, לאחר הפעלת הממתן, היו קיימות בספר הפקודות מבעוד מועד. מכך ניתן ללמוד, שהמטרה היחידה שבשמה הפעיל הנאשם את הממתן וביצע את "העסקה הקטנה" הייתה לאפשר לו לסחור מול הוראה קיימת ומבלי שהדבר יגרום להפעלת הממתן.

שנית, במקרים רבים, בשלב השני, קרי במסחר הרב צדדי, הנאשם הזרים פקודה בהיקף קטן ללא שינוי כלשהו בשער, ובאותו שער בו נייר הערך נסחר עוד לפני הפעלת הממתן. זאת, כדי שיוכל להסיר את מגבלות ממתן התנודה הסטטית ומתן האפשרות לסחור בשלב הרציף ובאופן מיידי מול הסוחרים האחרים.

שלישית, בשורה ארוכה של מקרים, הנאשם כלל לא ביצע עסקה כלשהי במכרז הפתיחה הנוסף, או כן ביצע אך בהיקף משמעותי, זאת שכן עצם הפעלת הממתן גרמה למכונות המסחר להפסיק את פעילותן בנייר הערך כך שהנאשם יוכל לסחור בה; או שביקש למכור כמות משמעותית של ניירות ערך, אולם עדיין מתחת לכמות המינימלית במסחר הרציף, כך שזו הייתה העסקה האמיתית והמקורית שביקש לבצע; או כדי שיוכל לגלות את גודלן האמיתי של פקודות קרחון שהועברו למסחר, שניתן לראותן רק בשלב מכרז רב צדדי מבלי שנדרש להשלים עסקה, וכך לקבל אינדיקציה על המחזור התיאורטי האמיתי, פרקטיקה שהוגדרה על ידי מר פרידמן כמקובלת וקבילה לחלוטין (פ' 6.3.19, עמ' 70).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

טענת הנאשם, אם כן, היא כי שער ניירות הערך כלל לא העסיק אותו כשלעצמו, ובוודאי לא לפנות סוחרים אחרים כגרסת המאשימה, אלא פעל כפי שפעל רק על מנת שיוכל ליצור את התנאים שיאפשרו לו לסחור בצורה חופשית, מבלי שתהיה "חסימת מסחר", וזאת תוך שימוש בכלי המסחר השונים הקיימים בבורסה. כך גם טען לכל אורך הדרך בחקירותיו (ת/1, עמ' 11; פ' 1.4.19, עמ' 160).

37. עוד טוען הנאשם, כי טענת המאשימה בדבר קיומה של התרמית נעדרת היגיון, זאת משום שקשה לטעון כי ציבור המשקיעים והסוחרים הוא כה חסר הבנה, שהוא יתפתה לשלם מחיר גבוה הרבה יותר או נמוך הרבה יותר, אך מהטעם שזמן קצר לפני כן בוצעה בשוק עסקה בעשרות אגורות בשער כזה, וזאת בהינתן שהיקף העסקאות מדווח ומפורסם לציבור בצמוד לשער החדש שנקבע. כך שיש לדחות את טענת מצג השווא של המאשימה.

בנוסף, לא בכדי נמצאו רק 23 מקרים בהם הנאשם ביצע עסקאות לאחר ביצוע העסקה הקטנה, בשערים שנקבעו בעסקאות הקטנות (4/1), וזאת על אף שגם לטענת המאשימה מדובר לכל היותר ב"עשרות רבות של מקרים". רוצה לומר, גם לשיטת המאשימה, על אף שהנאשם הפעיל את הממתן לא פחות מ-1,600 פעמים, תכניתו השיגה את מטרתה רק בעשרות מקרים. יתרה מכך, חלק מאותן עשרות עסקאות בוצעו זמן רב (שעתיים או שלוש) לאחר הפעלת הממתן וביצוע העסקה הקטנה, באופן שמנתק את הקשר, גם לעמדת המאשימה, בין המעשים לבין העסקה. כל אלו מבהירים את חוסר ההיגיון הטמון בטענת המניע הכלכלי עליו עומדת המאשימה והתרמית הנטענת שנועדה לקדמו.

38. בנוסף, גישת המאשימה בדבר ניצול של כלי מסחר קיים לשם קידום מטרות אחרות ממטרותיו המקוריות הינה טהרנית ומרחיבה שלא לצורך את גדרי העבירה, זאת כאשר ישנן דרכים אחרות, לא פליליות, להתוות את התנהגות המשקיעים והסוחרים, כמו שינוי הכלים עצמם. כך למשל, כשהבורסה יצרה את כלי "פקודת הקרחון", מטרתה הייתה לאפשר לסוחרים להכניס לספר הפקודות פקודה בהיקף גדול, מבלי לחשוף את היקפה המלא בפני השוק. אלא שהשוק מתוחכם יותר מקברניטי הבורסה, והסוחרים מצאו דרכים לחשוף את הגודל האמיתי של פקודת הקרחון, באמצעות הזרמת הוראות נגדיות מולה, במסגרת מסחר רב צדדי, באופן שמאפשר לחשוף את הגודל האמיתי של פקודת הקרחון. כך, על אף שהסוחרים מצליחים "לעקוף" את פקודת הקרחון באמצעות הזרמת



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

פקודות שלא משיקולים כלכליים אלא רק כדי לחשוף את היקפה האמיתי, מר פרידמן העיד וגרס כאמור שאין כל פסול בהתנהלות זו, וכי היא חוקית ולגיטימית (פ' 6.3.19, עמ' 70). דוגמא דומה היא כשסוחרים מזרימים הוראות מסחר בכמויות עצומות ובשער מינימאלי של אגורה אחת, כדי לקבל קדימות במסחר הפתיחה, וגם בעניין זה מר פרידמן סבור כי מדובר בפרקטיקה רווחת ומקובלת. אולם אם נאמץ את עמדת המאשימה, הרי שגם התנהגויות אלו תרמיתיות ועולות כדי עבירה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק.

לעניין זה טוען הנאשם, שאמנם נקבע בפסיקה שעסקאות המתבצעות בשוק ואשר נחזות להיות עסקאות כלכליות, אולם מטרתן האמיתית הן להשפיע על השער, מהוות מצג כוזב ועולות כדי תרמית; אולם לא נקבע בפסיקה שכל אימת שמוזרמות לשוק הוראות ממניעים לא כלכליים, הדבר עולה בהכרח לכדי תרמית.

39. באשר לטענת השלמת העבירה, הנאשם טוען שיסודות העבירה לא מתקיימים, שכן לא הייתה השפעה בפועל על תנודות השער, ולא היה מצג שווא הממלא את דרישת "דרכי התרמית". זאת, כדלקמן:

40. ראשית, הנאשם טוען שהפעלת הממתן לא השפיעה על השער, בעוד לפי לשון החוק ולפי הפסיקה, השפעה בפועל על תנודות השער הינה רכיב הכרחי להתקיימותה של העבירה. כן נדרש להוכיח קשר סיבתי בין פעולת הנאשם לבין שינוי השער של נייר הערך.

ודוק, טוען הנאשם, העבירה הינה השפעה על תנודות השער עצמו, ולא על "שיטת המסחר" של ניירות הערך. טענות המאשימה בדבר השלכות מעשיו של הנאשם ייתכן ונכונות, אולם היא לא הוכיחה ששינוי שיטת המסחר גרמה בפועל לשינוי בשער, אלא הסתפקה בכך שעצם שינוי שיטת המסחר ושלב המסחר מהווה השפעה על תנודות השער. הנאשם סבור כי יש לדחות את עמדת המאשימה, שכן עצם הפעלת הממתן אינה קובעת שער כלשהו, ועל כן אינה נכנסת בגדרי העבירה.

כן טוען הנאשם, כי טענת התביעה בדבר הפחתת מחזור המסחר בעקבות כך שסוחרים ביטלו את הוראותיהם עם הפעלת הממתן נטענה בעלמא, מבלי שהוכחה (למשל, שעסקאות מסוימות היו בהכרח מתבצעות לו היו נקבעו שערים שונים מאלה שנקבעו בפועל, אך בשל פעולת הנאשם הן לא בוצעו, כך שבנטרול פעולות הנאשם לא הייתה שינוי בשער), ומעבר לכך אין כל בסיס לטענה שהימנעות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

מהזרמת הוראות לספר הפקודות מלמדת על הקטנת מחזורי מסחר, ואף אם כן, נדרש להוכיח השפעה על תנודות השער, ולא על מחזור המסחר.

41. ושנית, העבירה מחייבת כי הרכיב התוצאתי יתרחש באמצעות מצג שווא (דרכי תרמית), כלומר באופן הנסתר מן העין. לעומת זאת, מקום בו ניתן גילוי פומבי, החשוף לעיני כל, לא נתקיים הרכיב של מצג השווא ולפיכך לא יכולה להתגבש העבירה. מסקנה היא, כי שקיפות ומניפולציה הפכים הן, וכאשר מתקיימת שקיפות, לא מתקיימת מניפולציה. כך מתרחש בעסקאות מתואמות, אשר ככלל הן אסורות, אך כאשר ניתן להן גילוי נאות, הן הופכות ללגיטימיות ומותרות (פ' 6.3.19, עמ' 67).

הנאשם טוען כי הפקודות הזעירות שהזרים אינן יכולות להוות מצג שווא, שכן ציבור המשקיעים והסוחרים חשוף למידע זה במלואו, ולכן אין כל יכולת לבצע מניפולציה ולנקוט בדרכי תרמית בביצוע אותן עסקאות קטנות. מר פרידמן אף אישר, כי גם הסוחרים, כשהם רואים פקודה בהיקף זניח ובמחיר חריג, הם מבינים בסבירות גבוהה כי מדובר במחיר לא כלכלי או טעות ואין ללמוד ממנו על השווי הריאלי של נייר הערך (פ' 6.3.19, עמ' 64-65). בנוסף, בהינתן העובדה כי כל פקודה גוררת עימה עמלה של מספר ש"ח, ברי לכל שאין מדובר בעסקה שניתן ללמוד ממנה על השווי הכלכלי של נייר הערך. לכן, טוען הנאשם, יש לראות בפקודה קטנה זו כמסר, כאיתות, למשקיעים ולסוחרים האחרים, לפיו "עסקה זו בוצעה משיקולים טכניים", כך שאין כל מצג שווא.

באשר לטענת המאשימה לפיה החוק נקבע כדי להגן גם על משקיעים הדיוטים, טוען הנאשם כי ניתן לומר דברים דומים גם ביחס לעסקאות מתואמות מסומנות, אשר ייתכן ומשקיעים הדיוטים אינם בקיאים מספיק כדי להבין את משמעותן, אולם הרשויות מסתפקות בגילוי ובסימון על מנת לשלול מהן את המימד המניפולטיבי שייחסו להן, כאשר האחריות לבדוק את משמעות הסימונים מוטלת על יתר הסוחרים והמשקיעים. לטענת הנאשם, כך יש גם לנהוג בנסיבות דנן.

42. בהתייחס לטענת המאשימה לפיה העובדה שההוראות הוזרמו ממניעים שאינם כלכליים היא זו אשר מעניקה את האופי התרמיתי לפעולות הנאשם, טוען תחילה הנאשם כי טענה זו עלתה רק לאחר שהתחוויר לה שעסקאות רבות של הנאשם שסווגו על ידה כעסקאות קטנות, היו למעשה בהיקפים משמעותיים הרבה יותר (8/נ); ולגופו של עניין, בניגוד לטענה לפיה העסקאות הקטנות משקפות כי





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

מטרתו היחידה הייתה שינוי השער, לפתע כשהמאשימה מבינה שחלק מההוראות במסגרת מכרז הפתיחה הנוסף היו בהיקף גדול יותר, היא טוענת שדווקא היקפן הרחב מלמד על המניפולטיביות שלהן, שכן כעת הציבור טעה לחשוב כי הן משקפות את השער הריאלי של נייר הערך. הנאשם טוען, שכאשר ביצע עסקה משמעותית במסחר הרב צדדי, הוא עשה זאת משיקולים כלכליים, באופן שמשקף את הערך הכלכלי של נייר הערך בעיניו, ולא כדי להילחם במכונות ובסוחר-החסר. שינוי גישה זה מלמד יותר מכל על קריסת התיזה הניצבת בבסיס כתב האישום כולו.

43. באשר לטענה בדבר השלב השלישי, אחרי תום המסחר הרב צדדי; הנאשם טוען כי לטענת המאשימה, זהו השלב אליו כיוון הנאשם מלכתחילה, אשר בא לידי ביטוי בהזרמת הוראות בהיקפים משמעותיים, תוך ניצול "עסקאות הפיתוי" שערך קודם לכן, אך לשיטתו יש בטענה זו אבסורד. זאת, שכן טענת המאשימה מבוססת על ההנחה השגויה שניתן "לפתות" סוחרים לסחור על סמך עסקאות בשווי של עשרות אגורות בלבד, על אף שהסוחרים האחרים נחשפים בצורה מלאה לכך שמדובר בעסקה של עשרות אגורות.

הוכחה לאמור היא העובדה שמתוך כ-600 הוראות שהזרים, לטענת המאשימה, לאחר תום המכרז הרב צדדי, רק עשרות בודדות נקשרו בעסקה, כשלישית הנאשם מדובר ב-23 עסקאות בלבד, קרי פחות מ-5% מההוראות שבוצעו. יתרה מזאת, חלק מאותן עסקאות התממשו מספר שעות לאחר המסחר הרב צדדי, באופן ששולל את הטענה כי אותם סוחרים התבססו על השער שנקבע בעסקה הקטנה; וחלק נקשרו בפקודות שהזרימו סוחרים אחרים עובר להפעלת הממתן. כלומר, גם לגישת המאשימה, "תכנית המרמה" שלו התממשה לכל היותר ב-5% מהמקרים, באופן המבהיר את חוסר ההיגיון בגרסת התביעה.

44. כן טוען הנאשם כי אומדן המאשימה בדבר רווחיו, העומד על כ-200,000 ש"ח, אינו נכון, שכן נכללות בו עסקאות שבוצעו עוד לפני הפעלת הממתן (פ' 6.3.19, עמ' 57). זאת ועוד, הנאשם טוען כי הרווחים שהפיק היו בגובה של מאות בודדות של שקלים בכל עסקה שכזו (ודוגמא לכך ניתן לקבל מנספח ג' לכתב האישום), ולכן אף אם מדובר בעשרות בודדות של עסקאות, הן אינן יכולות לעלות כדי סכום כה גבוה, אלא לרווח מירבי של כ-20,000 ש"ח. יש בכך כדי ללמד על מופרכות הטענה של המאשימה, המייחסת לנאשם הפעלת מנגנון כה מורכב במשך תקופה ארוכה, כשרווחיו



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

ממנו מסתמכים רק ב-20,000 ש"ח.

לפיכך, לא היה כל פיתוי ויש לקבל את גרסת הנאשם להתנהלותו.

45. באשר לדוחות עליהם נשענת המאשימה, המפרטים את פעולות הנאשם (להלן: "דוחות ה-BI"), הרי

שאלו אינם דוחות ציטוטים רגילים ואינם מתייחסים לכלל פעולות המסחר שבוצעו בשוק (ובכלל כך פעולות של סוחרים אחרים או עסקאות שביצעו, או מידע על העסקה האחרונה במכרז הרב צדדי, הרלוונטי מאוד לעניין מגבלת התנודה הסטאטית), אלא רק לפעולות הנאשם במסחר. יתרה מכך, דוחות ה-BI גם אינם כוללים את הפקודות שהזרים הנאשם בשלב הפתיחה ובשלב הנעילה וכן מציגים פרקי זמן ארוכים שבהם פעל הממתן, עשרות דקות ואף יותר, למרות שהממתן פועל לכל היותר 6 דקות, ועל כן הדוחות חסרים ופגומים וקיים ספק באשר למהימנותם (נ/6; פ' 6.3.19, עמ' 54-55).

למרות זאת, המאשימה הסתמכה לשם כימות מספר העבירות של הנאשם רק על דוחות ה-BI. כך למשל, באחד המקרים שבהם כן היה דוח ציטוטים שניתן היה להשוותו לדוחות ה-BI, אישר מר מילנר כי דוח הציטוטים מאיר באור שונה את ההתנהלות הנטענת של הנאשם, שכן ההוראה הנגדית הייתה קיימת בספר הפקודות עוד קודם לכן (פ' 6.3.19, עמ' 48); כי חלק מהעסקאות של הנאשם בהיקפים סבירים כומתו כעסקאות קטנות, זאת משום שהם נפגשו בעסקאות נגדיות קטנות, כך שהפקודה של הנאשם פוצלה למספר עסקאות קטנות (נ/8); וכאשר הפקודה של הנאשם הייתה נמוכה, אולם הייתה חלק ממחזור גדול של פקודות, היא הוגדרה כעסקה שהשפיעה על השער (פ' 6.3.19, עמ' 54). כל אלו מהווים פגמים נוספים, לשיטת הנאשם, בדוחות ה-BI.

בשל כל האמור, דוחות ה-BI אינם נותנים תמונה מלאה ומדויקת, ועל כן לא ניתן להסתמך עליהם כמות שהם, מבלי שנבדקו למול דוחות הציטוטים, כדי לבסס את טענות המאשימה. אף המאשימה הפחיתה בסיכומיה את טענותיה נגד הנאשם באשר לשלב השני מ-1,000 עסקאות ל-850 עסקאות בלבד, ובכך הודתה בטעויות שנפלו בדוחות ה-BI. לכן, לא ניתן ללמוד על השיקולים והנסיבות המניעים והמטרות, שגרמו לנאשם לפעול כפי שפעל ולהשפיע על השער, כך שהמאשימה לא יכולה לבסס את טענתה בדבר קיום העבירה, כמו גם הסתמכותה על אלו לבדם מונעת מהנאשם להתגונן כדבעי.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

46. לקראת חתימת סיכומיו, טוען הנאשם טענה של הגנה מן הצדק, הנשענת על יסוד שלושה אדנים: אכיפה בררנית, השתק פלילי ושיוריות ההליך הפלילי.

באשר לאכיפה בררנית, הנאשם טוען כי מדוח הציטוטים עולה שסוחרים אחרים אף הם הפעילו את הממתן, וכי קיימות פרקטיקות רווחות במסחר שבמסגרתן סוחרים עושים שימוש בכלי מסחר כדי להעביר הוראות ממניעים שאינם כלכליים, כמתואר לעיל. הנאשם טוען כי כדי שבית המשפט יקבל טענה של אכיפה בררנית, אין צורך בהוכחת מניעים פסולים, אלא די בכך שהתוצאה בפועל היא כזו שלצד הנאשם שהועמד לדין, קיימים אחרים הפועלים באותו האופן, אך נגדם לא ננקטה אכיפה.

באשר להשתק פלילי, הנאשם טוען שמרגע שהרשות בחרה שלא לנקוט בהליכים כלשהם נגד תופעת הזרמת הוראות בניירות ערך בודדים ממניעים שאינם כלכליים בכללותה, היא יצרה מציאות, נורמת התנהגות, המאפשרת התנהלות שכזו, ולכן היא אינה יכולה כעת לפעול אחרת ולנקוט בפעילויות אכיפה פלילית. ובאופן פרטני יותר, הרשות הודתה כי הייתה מודעת בצורה מלאה לדפוס הפעילות המיוחס לנאשם כבר בחודש אוקטובר 2012, מיד לאחר כניסת הממתן לפעילות בבורסה, אולם לא נקטה בכל פעולה בקשר לכך, ובכלל כך גם לא פרסמה עמדה המתנגדת להתנהלות כאמור, וזאת עד להגשת כתב האישום במוקד תביעה דנן. בשל כך, הרשות מושתקת כעת מלנקוט בהליך פלילי.

ולעניין שיוריות ההליך הפלילי, יש לראות בהליכים הפליליים מוצא אחרון, כשככלל יש להעדיף הליכי אסדרה אחרים על פניהם. לטענת הנאשם, היה על הרשות לפעול בדרך של אכיפה מנהלית, כפי שנעשה בעניינם של סוחרים אחרים שביצעו עסקאות עצמיות, טרם פנייה לכלי האכיפה הפלילית, שמידת פגיעתו הגבוהה ביותר.

לפיכך, טוען הנאשם כי יש לקבוע שקמה לו הגנה מן הצדק, ובשל כך לבטל את כתב האישום נגדו.

47. לנוכח כל האמור, מבקש הנאשם לזכות אותו מהעבירות המיוחסות לו בכתב האישום.

### תמצית הסיכומים בעל-פה

48. בדיון שנערך ביום 18.09.2019 סיכמו הצדדים את סיכומיהם בעל-פה, כמו גם השיבו לשאלות בית המשפט. אתייחס להלן אך לטענות שלא מצאו את ביטויין בסיכומים שבכתב.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

49. בא-כוח התביעה התייחס למחלוקת העובדתית בדבר כמות העבירות המיוחסות לנאשם (2,600 מקרים), בדבר מהימנותם של דוחות ה-BI ובדבר הרווח שצמח לנאשם, כמו גם למשקלם של אלו, וציין כי בענייננו יש ליתן משקל להודאתו המפלילה של הנאשם במעשים וביסוד הנפשי הנדרש, הן בחקירתו ברשות ניירות ערך והן בבית המשפט, הודאה שהינה חריגה בנוף בתיקים כגון דא.

כן הוסיף בא-כוח המאשימה כי ניתן לבסס השפעה על שער נייר הערך גם על מניעת שינוי בשער. בדומה, הפסיקה הכירה גם בהשפעה עקיפה כמשכללת את רכיבי העבירה, אשר בנסיבות דגן התקיימה הן בכך שהיא גרמה לשחקנים אחרים לא להזרים הוראות שהם תכננו להזרים או לבטל הוראות שהזרימו; הן בעצם שינוי שיטת המסחר, ממסחר רציף למכרז פתיחה נוסף, המהווה "משיכה בחוטים" מאחורי הקלעים של המסחר; והן בפתיחת האפשרות להזרים פקודות קטנות מהרף המזערי שניתן היה להזרים במהלך המסחר הרציף.

בנוסף התייחס בא-כוח התביעה לטענת הגנה מן הצדק וטען כי נאשם אחר, מר אפרים אלמסי, הורשע במעשים דומים עד כדי זהים במהותם למעשים המיוחסים לנאשם, אף שאלו היו פחותים משמעותית בהיקפם, כך שאין מדובר בתיק תקדימי או עמדה חדשנית. כן טען כי הנאשם לא הראה אפילו מקרה אחד שבו הרשות נהגה באופן שונה במקרים אחרים שהובאו בפניה.

50. בא-כוח הנאשם טען כי התביעה לא הוכיחה בכלל המקרים הנטענים שאכן חל שינוי בשער, קרי לא הראתה מה היה השער התיאורטי אלמלא היה הנאשם פועל כפי שפעל, וכי זה שונה מן השער שנקבע בפועל. לטענתו, הפסיקה קבעה כי נדרש להוכיח יסוד תוצאתי של השפעה בפועל על השער, ולכן אין לקבל את טענת התביעה לפיה די בהוכחת שינוי שיטת המסחר כדי למלא את רכיב ההשפעה המעוגן בחוק. זאת, משום שאמנם עם שינוי שיטת המסחר נוצר פוטנציאל לשינוי בשער, אולם אין הוכחה כי פוטנציאל זה מומש בכל המקרים, ולכן לא מתקיים יסוד ההשפעה כקבוע בחוק ובפסיקה.

51. עוד הוסיף בא-כוח הנאשם כי לעניין שיתוף הפעולה של הנאשם עם מר אלמסי, לא מדובר בפעילות משותפת, אלא בהסכמה שלא להתערב בפעולות האחד של השני, על מנת שלא לחתור תחת רווחיו, ולאחר מכן חלוקת הרווח שהשאתו התאפשרה בזכות הפרדת הכוחות כאמור. כן ציין בא-כוח הנאשם כי הסכמה זו באה לידי ביטוי הן בקשר לממתן והן שלא בקשר לממתן, אלא כמעין הסכמה כללית



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

על מגוון רחב של פעולות שנקטו השניים במסחר. לכן, לטענתו, הסכמה זו אינה עולה כדי עבירה ולכן לא ניתן לייחס לנאשם ביצוע בצוותא.

### דיון והכרעה

52. במסגרת פרק הדיון וההכרעה אציג ואבחן את הנושאים הבאים כמפורט להלן:

**ראשית**, אציג בתמצית את המסגרת הנורמטיבית הנוגעת לעבירת התרמית בה מואשם הנאשם;  
**שנית**, אפרט את גרסת הנאשם כפי שבאה לידי ביטוי בחקירתו במשטרה ובעדותו בבית המשפט;  
**שלישית**, אערוך ניתוח והערכה של גרסתו, לצד ראיות ועדויות נוספות אשר הוצגו בפני בית המשפט;

**רביעית**, אתייחס לטענות עובדתיות ומשפטיות מטעם הנאשם;

**חמישית**, אבחן את טענות הנאשם בעניין הגנה מן הצדק;

לבסוף, אכריע ביחס לעבירות המיוחסות לנאשם.

### המסגרת הנורמטיבית

53. כתב האישום דנן עוסק בעיקרו בעבירת תרמית בקשר לניירות ערך לפי סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך (להלן תכונה: "עבירת התרמית"), שלשונו כאמור לעיל:

54. (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: [...]

(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."

54. יסודות עבירת התרמית ותכליותיה נדונו בהרחבה בפסיקה, לרבות על ידי מותב זה, ואף לאחרונה ניתן פסק דין על ידי בית המשפט העליון המתאר את העבירה ויסודותיה באופן סדור ובהרחבה (ראו:



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

ע"פ 4603/17 דוד אדרי נ' מדינת ישראל, פסקאות 6-39 לחוות דעתו של כב' השופט פוגלמן בפרק החלק הכללי של פסק הדין (פורסם במאגרים המשפטיים, 16.7.19) (להלן: "עניין אדרי") והאסמכתאות שם). לפיכך, אדון בקצירת האומר בעבירה.

55. עבירת התרמית עוגנה בספר החוקים על מנת להגן על אמון הציבור בתקינות ובהגינות של המסחר בשוק ההון, שכן בהעדרו עלול הציבור להדיר את רגליו מהשתתפות במסחר, באופן אשר יפגע ביכולת הצמיחה של המשק הישראלי; וכפי שנקבע בעניין אדרי, שוק הון פעיל ותקין הינו תנאי הכרחי לביצוע גיוסי הון לחברות יצרניות, לפיתוח תשתיות ולקידום ענפי הכלכלה והעסקים השונים. תכליתה של עבירת התרמית היא להבטיח ככל הניתן כי מחיר השוק של נייר ערך פלוני ישקף את ההיצע והביקוש של אותו נייר, "הנגזרים מערכו הכלכלי ותוחלת הרווח הצפוי מן ההשקעה בו", וכך להגן על המשקיע הסביר מפני עיוותים בשוק על מנת שיוכל לכלכל את צעדיו על יסוד מידע נכון והוגן (עניין אדרי, פסקאות 7-8).

56. על שני יסודות עומדת עבירת התרמית – הראשון, מעשה בדרכי תרמית; השני, שהשפיע על תנודות השער של נייר ערך.

באשר לרכיב "מעשה בדרכי תרמית", נקבע בפסיקה כי המדובר בהגדרה פתוחה, שלא תגביל עצמה מראש לרשימה מתוחמת של מעשים אסורים, אלא שעל בית המשפט לבחון לפי התכלית המונחת ביסוד ההוראה האם הפעילות החשודה חוסה בגדרה (עניין אדרי, פסקה 12). ההתפתחות הפסיקתית בקשר לעבירת התרמית הובילנו ברבות הימים לאתר מאפיינים דומים בין מעשים שהוגדרו כתרמיתיים, אשר בהתקיימותם יש כדי לסייע לבית המשפט להכריע האם אכן נפל פגם במעשים, אם לאו. עמד על כך כב' השופט פוגלמן בעניין אדרי:

"המעשה שתוצאתו היא השפעה על שער נייר הערך צריך לשאת אפוא אופי של "דרכי תרמית", מבלי שחוק ניירות ערך מגדיר או מפרט מהם המקרים שיכנסו בתחומו של מושג זה (וראו עדיני, בעמ' 582-583). בתי המשפט הכירו במצבי דברים שונים ככאלה הבאים בגבולותיו של היסוד "בדרכי תרמית". בין היתר נקבע כי פעילות סרק בשוק ההון, שאין לה תכלית מלבד גרימת תנודה בשער נייר הערך היא פעולה בדרכי תרמית (מודריק, בעמ' 523). כך למשל



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

פסיקתנו קבעה כי פעולות מתואמות (matched orders) או עסקאות מלאכותיות (wash sales), מגבשות את היסוד של מעשה בדרכי תרמית. עסקאות מלאכותיות הן עסקאות שבמסגרתן מוזרמות על ידי אותו גורם פקודות לבורסה, כך שפעולה אחת מבטלת את רעותה ואין למעשה שינוי בזכויות הבעלות בנייר הערך, וזאת במטרה לייצר נפח מסחר מלאכותי בנייר. מצג השווא הנגרם כתוצאה מפעולות אלו אינו מתבטא בהכרח בשינוי השער של נייר הערך, אלא הוא נועד להגביר את עניין המשקיעים בנייר ולשדר מסר חיובי ביחס לגורם שהנפיק אותו באמצעות יצירת הרושם כי אותו נייר מבוקש. פעולות מלאכותיות אחרות הן כאלו, למשל, שאין בהן אלא כוונה להשפיע על מחיר השער, מבלי רצון להשלימן בעולם המעשה (בעניין ואקניו, למשל, נפסק כי הזרמת פקודות קנייה באופן שמבטיח שאלו לא תבוצענה היא משום פעולה מלאכותית שכן ההגיון היחיד בה היה העלאת מחיר המניה (שם, בעמ' 657)). בדומה לעסקאות מלאכותיות, כך גם עסקאות מתואמות מבוצעות בדרך של הזרמת פקודות המאיינות אחת את השנייה, רק שהפעם מדובר בכמה שחקנים הפועלים בשוק באופן מתואם (אסף אקשטיין "עירוב מטרות בעברת המניפולציה בניירות-ערך" משפט ועסקים טז 277, 281 (2013); עדיני, בעמ' 633-634). סוג אחר של פעולות החוסות תחת קורת הגג של עבירת התרמית הוא "התרמית האינפורמטיבית", שעניינה הפצת שקרים בכוונה להשפיע על שערי ניירות ערך".

[עניין אדרי, פסקה 13; ההדגשות שלי – ח.כ.]

57. עיינו הרואות, עסקאות שהינן מלאכותיות, כמו גם עסקאות מתואמות, תיחשבנה כעסקאות המשכללות את רכיב התרמית. אולם מיד יובהר כי במקרים מסוימים, עשויות גם עסקאות אמיתיות להיכנס תחת הגדרת התרמית, כשהן מתיימרות להציג כלפי השוק מצג שווא של השתתפות תמימה במסחר ללא כוונה לבטלן, אולם הן נעדרות בסיס כלכלי וכל מטרתן להשפיע על תנודות השער. להבדיל מעסקאות מלאכותיות, הפסולות מעיקרון, ועל כן די בהן במודעות למעשים, בנסיבות



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

שבמוקדן עסקאות אמיתיות, יש לבחון את כוונת הנאשם על מנת להכריע בשאלת התקיימותו של רכיב התרמית. תיאר זאת היטב כב' השופט גולדברג ב-ע"פ 8573/96 מרקדו נ' מדינת ישראל, פ"ד נא(5) 481, 519 (1997) (להלן: "עניין מרקדו"), כשקבע כדלקמן:

**"סיכומם של דברים, כאשר פעולה במסחר נחזית על פניה להיות כשרה, זברים שבלבו של העושה הם שהופכים אותה לאסורה. השתתפות במסחר שנעשית במטרה להשפיע על שער נייר ערך כתכלית העומדת בפני עצמה, ובלי שתשקף ביקוש או היצע כנים, היא פסולה, בעוד שאותה פעולה ממש, אילו נעשתה שלא מתוך אותה מטרה, לא הייתה נחשבת לפסולה. במקרים שבהם ההשפעה על השער נעשית באמצעות השתתפות במסחר, אשמתו המוסרית של העושה היא שמשמשת לאיתור ההתנהגות האסורה."**

[שם, פסקה 42; ההדגשות שלי – ח.כ.]

ראו גם: עניין אדרי, פסקאות 15-21.

58. באשר לרכיב ההשפעה על תנודות השער של נייר ערך; בעניין אדרי, בית המשפט קיבל את הגדרתו של המלומד רונן עדיני לפיה "השפעה" הינה "גרימה או מניעה של שינוי, לחיוב או לשלילה (עלייה או ירידה), על שער נייר ערך, על נפח המסחר, או אף על מגמת המסחר", באופן אשר מוביל למסקנה כי "שער נייר הערך 'התנהג' אחרת מהדרך שהיה 'מתנהג' בה אלמלא נעשתה הפעולה הפסולה". עינינו הרואות, כי די במניעת שינוי כדי שתשתכלל העבירה. ודוק, ההשפעה אינה יכולה להיות זניחה, אולם אין הכרח כי עליה להיות משמעותית או חריגה (שם, פסקה 22; מרקדו, פסקה 43). להשלמת התמונה, יצוין כי נקבע בפסיקה שרכיב ההשפעה סיווג את העבירה כעבירת תוצאה, כך שהתביעה נדרשת להוכיח השפעה בפועל על שער נייר הערך.

59. במישור היסוד הנפשי של העבירה, על אף שזה לא נקבע בלשון החיקוק, הלכה היא כי נדרש יסוד נפשי של כוונה להשפיע על תנודות שער נייר הערך. אמנם ישנה בנמצא מחלוקת פרשנית באשר לשאלה האם נדרש יסוד נפשי של כוונה ממש להשפיע על השער גם במקום בו מדובר בעסקאות מלאכותיות, אולם עמדה זו לא עוגנה כחריג בפסיקה ולכן הכלל, קרי יסוד נפשי של כוונה,





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

שולט בכיפה (לעיון ולהרחבה ראו: עניין אדרי, פסקה 27). כן יובהר, כי די בכך שכוונתו של נאשם להשפיע על שער נייר הערך הינה אחת מבין שלל כוונותיו ומטרותיו של נאשם כדי שזו תילכד ברשת עבירת התרמית, ולשם כך אין נפקא מינה אם כוונה פסולה זו הייתה משנית למטרה הלגיטימית, אם לאו (שם, פסקה 30).

60. כעת אבחן את העדויות והראיות, ולאחר מכן אכריע ביחס לעבירות המיוחסות לנאשם.

### בחינת העדויות והראיות

61. לאחר בחינת מכלול הראיות, הגעתי למסקנה כי גרסת הנאשם לבדה מובילה לתובנה ברורה וחד משמעית כי הנאשם, במעשיו ובכוונותיו, הגשים את עבירת התרמית, על מלוא רכיביה, זאת באמצעות דפוס פעולה ששב וחזר על עצמו לכל הפחות מאות פעמים, ודי בגרסה זו כדי להרשיעו בעבירות המיוחסות לו. למעשה, גרסת הנאשם מהווה הודאה בהתקיימותה של העבירה, ועל כן אף אם תתקבל גרסתו במלואה, לא יהיה בה כדי לסייע לו. ואבאר.

### גרסת הנאשם

62. הנאשם טוען, כי מרגע שהמתן נכנס לפעולה, נוצר עיוות: הסוחרים והמשקיעים מזרימים פקודות אשר לא משקפות באמת את מחיר השוק, שכן הן מוגבלות לגדרי הטווח שקובע הממתן (פ' 1.4.19, מע' 101, שו' 11 עד עמ' 102, שו' 2). כניסת הממתן, יחד עם עליית המכונות, הקשתה על הנאשם להמשיך לסחור כפי שסחר עובר לכך, באופן שצמצם את רווחיו (פ' 1.4.19, עמ' 86, שו' 15-16; ת/1, עמ' 16, שו' 6-8). לגרסתו, מקום בו ביקש הנאשם להשלים עסקה, כאשר הפקודה הנגדית הייתה מחוץ לטווח המוגדר במנגנון (היא הנסיבה שלגישת הנאשם הינה המיטיבה עימו ביותר (פ' 1.4.19, עמ' 142, שו' 18-25; עמ' 193, שו' 19)), הדבר לא התאפשר בידיו, משום שפקודתו הפעילה את הממתן והביאה למסחר רב צדדי. בשל המהירות הרבה בה מכונות המסחר והשורטיסטים פועלים (פ' 1.4.19, עמ' 96, שו' 10-13), הנאשם ידע שאם הוא מתחרה במסגרת המכרז הרב צדדי מול המכונות, הן תצאנה כשידן על העליונה (פ' 1.4.19, עמ' 96, שו' 6-13; עמ' 97, שו' 27-31).

63. חלף פנייה כתובה לבורסה או לרשות ניירות ערך, על מנת להאיר בפניהם את הפגמים והעיוותים שנוצרו לשיטתו עם הפעלת הממתן בניירות ערך תנודתיים, כשם שעשה בעניין פקודת הקרחון (פ' 1.4.19, עמ' 96, שו' 6-13; עמ' 97, שו' 27-31).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

1.4.19, עמ' 149, שו' 1-29), וחלף פניה לצורת מסחר אחרת ובניירות ערך אחרים, הנאשם החליט לפעול בדרך הפסולה שבמוקד הליך דנן. כך, בהינתן הנחיתות בה הנאשם היה מצוי לשיטתו לאחר שמנגנון הממתן נכנס למסחר בבורסה, הוא החליט שהממתן לא מתאים לאותם ניירות ערך תנודתיים שבהם הוא סחר, ושבהם השקיע את מרב מרצו (פ' 1.4.19, עמ' 87, שו' 25-27), והוא מצא את הדרך, את דפוס הפעולה, להתגבר על המגבלות שנוצרו על ידי הממתן (פ' 1.4.19, עמ' 115, שו' 16-22):

על מנת שהפקודה שלו תושלם, הוא נדרש לשנות את טווח התנודה בו מצוי אותו נייר ערך, כדי שהפעולה שתשלים את העסקה לא תפעיל את הממתן (פ' 1.4.19, עמ' 99, 4-9; עמ' 193 שו' 31; עמ' 194, שו' 8-11) ותאפשר למכונות לגזול לו את העסקה המיוחלת. לשם כך, הנאשם נהג להזרים פקודה מחוץ לטווח הממתן, לשם הפעלה מכונות של הממתן, ומיד לאחר מכן ביטל את הפקודה (פ' 1.4.19, עמ' 176, שו' 1-7), זאת על מנת שכשהמסחר יחזור למסחר רציף, העסקה האמיתית אליה כיוון לא תפעיל את הממתן, באופן שכאמור יאפשר למכונות ולשורטיסטים ליטול מידי את העסקה המבוקשת (להלן: "השלב הראשון"). הנאשם מודה, כי המכרז הרב צדדי, קרי לאחר הפעלת הממתן, הוא החלק העיקרי בצורת המסחר שלו (ת/1, עמ' 7).

לעתים, די בכך שהופעל הממתן פעם אחת על מנת שהוא לא יופעל שוב, וזאת בשל רף התנודה הסטטי (פ' 1.4.19, מעמ' 126, שו' 25 עד עמ' 127, שו' 2). אולם לעתים קרובות רף התנודה הדינמי הוא זה שעומד בדרכו של הנאשם להשלמת העסקה, ולכן בנסיבות אלו הנאשם ידע מראש (פ' 1.4.19, מעמ' 176, שו' 30 עד עמ' 177, שו' 5) שלאחר הפעלת הממתן יהא עליו להזרים פקודה שהוא כינה אותה "פקודה טכנית" או "עסקה טכנית" (פ' 1.4.19, עמ' 181, שו' 22-24; עמ' 185, 25-29) לשם הגשמת רצונו. אותה פקודה טכנית היא הזרמת פקודה מזערית במהלך המסחר הרב צדדי, שמתאפשרת משום שבמכרז הרב צדדי אין היקף מינימלי להזרמת פקודות (פ' 1.4.19, עמ' 125, שו' 3-10) כדי שייקבע שער (פ' 1.4.19, עמ' 155, שו' 14-17) אשר ייצור מרחב פעולה מתאים לנאשם, כך שהעסקה המיוחלת תהא בגדרי טווח התנודות הנגזר מן השער החדש שנוצר (פ' 1.4.19, עמ' 132, שו' 1-5) (להלן: "השלב השני").



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

64. יצוין, כי מניסיונו של הנאשם, הפעלת הממתן (לעתים לאחר מספר פעמים) או הזרמת פקודות בהיקף מזערי גורמות למכונות המסחר ולשורטיסטים, כמו גם לסוחרים אחרים, לבטל הוראות שהזרימו לבורסה או לצאת מהמסחר ולשים את נייר הערך הספציפי במעין "רשימה שחורה" מבלי להמשיך לסחור בו (פ' 1.4.19, עמ' 98, שו' 3-19; עמ' 137, שו' 6-11; עמ' 111, שו' 1-2; ת/1, עמ' 5), וכך מתגברים סיכויי הנאשם להשלים את העסקה שביקש לבצע.

65. להשלמת התמונה יצוין, כי פעמים רבות הנאשם הזרים פקודות הפוכות לפקודות אותן ביקש לבצע, כלומר: כשביקש למכור נייר ערך שהחזיק בו, שתי הפעולות הראשונות היו פעולות קנייה, והפוך. הנאשם מודה בכך (פ' 1.4.19, עמ' 159, שו' 5-17; עמ' 160, שו' 1-3).

66. לבסוף, לאחר ביצוע השלבים האמורים, כולם או חלקם, יכול היה הנאשם להשלים את העסקה לה ייחל מלכתחילה (פ' 1.4.19, עמ' 142, שו' 22-24), היא העסקה האמיתית.

67. מצורף תרשים המציג דוגמא מייצגת אך תיאורטית לדפוס פעולת הנאשם. לשם הנוחות, מוצג נייר ערך שהממתן מופעל בו בחריגה מסף תנודה דינמית של 10% מהשער הנוכחי, כאשר הנאשם מעוניין לבצע מכירה. לפי הדוגמא בתרשים, השער הנוכחי עומד על 30 אגורות, כך שחריגה של למעלה מ-3 אגורות (קרי, מחוץ לטווח הירוק, המקווקו) תפעיל את הממתן. לכן, הנאשם מזרים הוראה מחוץ לטווח הירוק (מסומן כשלב א'), פעולה שמפעיל המיידית את הממתן, ומיד לאחר מכן מבטל את ההוראה.

או אז הנאשם מזרים הוראה במטרה לנסות ולקבוע את השער בתום המכרז הרב צדדי (מסומן כשלב ב'), זאת על מנת שטווח התנודה של הממתן משער זה יכיל בתוכו את העסקה המבוקשת (קרי, בתוך הטווח הכחול, המנוקד), בין אם הוראה נגדית שכזו הוזרמה עובר לכך, אם לאו. לאחר שנקבע השער במכרז הרב צדדי שתואם את תכניתו של הנאשם, נוצר הטווח הכחול, המנוקד, ולאחריו בשעת הכושר משלים הנאשם את תכניתו ומבצע עסקה בהיקף משמעותי, זו העסקה האמיתית אליה ייחל מלכתחילה (מסומן כשלב ג').

יובהר כי אין בתרשים כדי לשיקף את אופן הפעולה של הנאשם במלוא העבירות המיוחסות לו, אלא דוגמא אחת המבטאת את הדפוס הכללי בו פעל הנאשם.

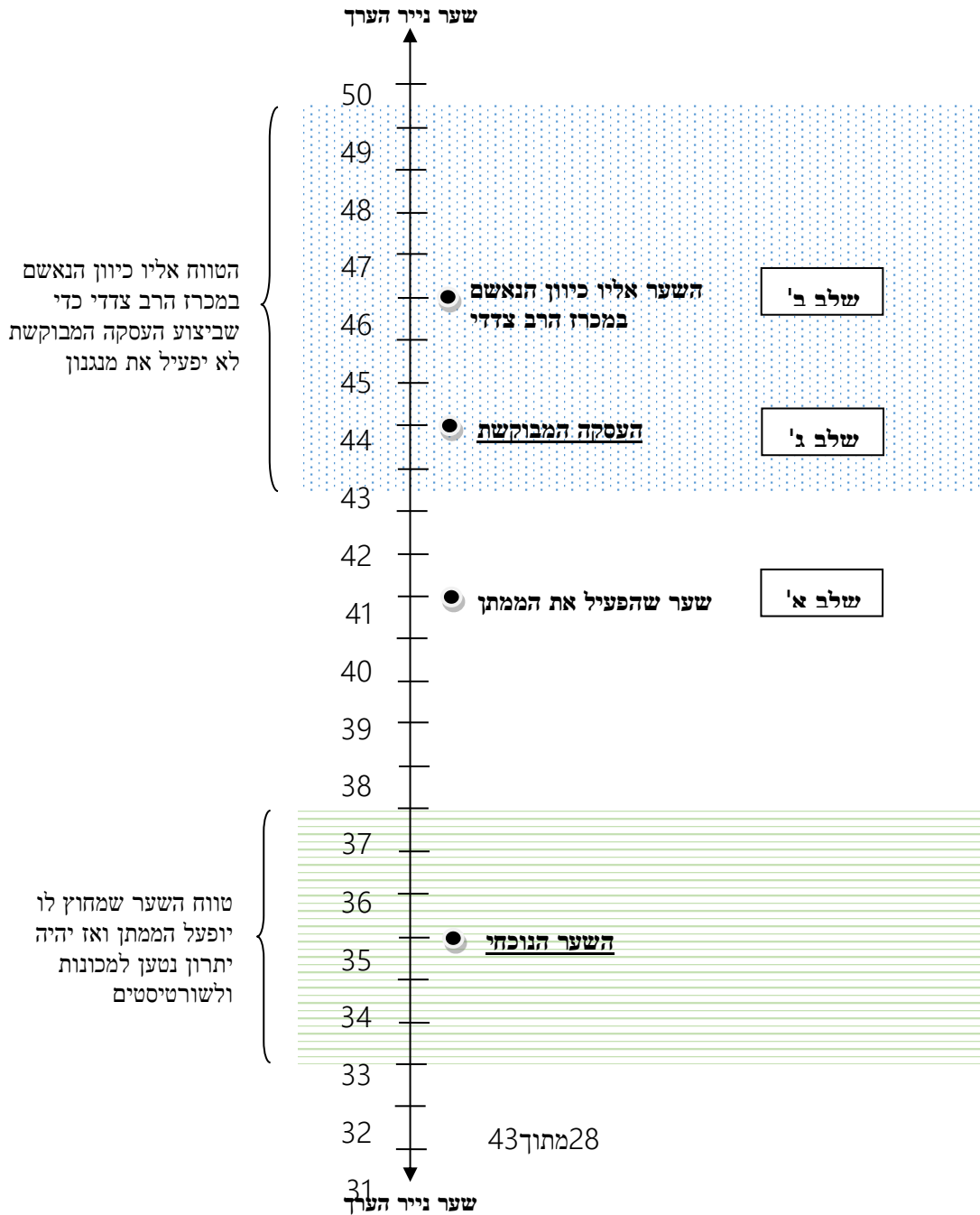


# המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני

פברואר 2020





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

### ניתוח גרסת הנאשם

68. בחינת גרסת הנאשם מעלה כי היא שלעצמה מקיימת את רכיבי עבירת התרמית, ועל אף טענותיו, ניתן להרשיעו על בסיסה. ובמה דברים אמורים?
69. **בשלב הראשון** לדפוס פעולתו, הנאשם מפעיל את הממתן בכוונת מכוון (פ' 1.4.19, עמ' 159, שו' 17) ובאופן ידני (ת/1, מעמ' 17, שו' 31 עד עמ' 18, שו' 3), ובכמעט כל המקרים מזרים באופן מיידי לאחר מכן פקודה המבטלת את הפקודה שהפעילה את הממתן (פ' 1.4.19, עמ' 160, שו' 30-29) או מפחית את הכמות שלה (ת/1, עמ' 17, שו' 15-17). ביטול העסקה המתוכנן מראש מוביל למסקנה כי הפעלת הממתן עצמה היא פעולה שבמהותה מלאכותית, שכל מטרתה היא להפעיל את הממתן, ללא כל כוונה או רצון לבצע עסקה בנייר הערך (ת/1, עמ' 18, שו' 15-16). יובהר; הנאשם ידע גם ידע שהזרמת הפקודה לא תביא לביצוע עסקה, אלא שכל מהותה הפעלת הממתן, ותו לא (פ' 1.4.19, עמ' 126, שו' 5-7). יתרה מכך, העובדה כי במקרים רבים הנאשם הזרים הוראה הפוכה מההוראה שתכנן לבצע עת הפעיל את הממתן (הוראת קניה כשרצה למכור, ולהפך) (פ' 1.4.19, עמ' 159, שו' 5-17), מחזקת את המסקנה כי מדובר בהוראה מלאכותית.
70. הזרמת פקודה מלאכותית, כך לפי הפסיקה, הינה פעולה פסולה מעיקרה, הנכנסת בגדר רכיב העבירה



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

של "דרכי תרמית". כאמור לעיל, בנסיבות בהן מדובר בעסקאות מלאכותיות, שאין בהן אלא להשפיע על השער, כבענייננו, לא נדרשת התביעה להוכיח כי לנאשם הייתה כוונה לפעול בדרכי תרמית, ודי במודעות להזרמת הפקודה המלאכותית כדי להוכיח את יסודות העבירה. ואכן אין חולק כי הנאשם היה מודע למעשיו, כמתואר לעיל.

לפיכך, הגעתי לידי מסקנה כי התביעה הוכיחה את רכיב זה בכל הנוגע לשלב הראשון.

71. נותר לבחון האם לצד רכיב "דרכי התרמית" התקיים גם רכיב "ההשפעה על שער נייר הערך". הצדדים חלוקים באשר לשאלה זו: הנאשם כאמור טוען כי הפעלת הממתן לא משפיעה על השער (פ' 1.4.19, עמ' 115, שו' 28-30; עמ' 116, שו' 4-5), בעוד המאשימה סבורה כי אכן מדובר בהשפעה על השער, בין אם במישרין ובין אם בעקיפין.

מקובלת עלי עמדת התביעה, והיא אף מתיישבת עם הפסיקה בעניין. הלכה היא, כאמור, כי מניעת אפשרות לשינוי בשער כמוה כשינוי השער. בכל פעם שהנאשם הזרים את הפקודה המלאכותית, הוא הביא להקפאה מכוונת ומודעת של המסחר הרציף, באופן שמונע ביצוע עסקאות באותו נייר ערך, וזאת למשך 5-6 דקות (פ' 1.4.19, עמ' 124, שו' 4-6). הנאשם אף התייחס בחקירתו הראשית לסוחר אחר, אשר הפעיל את הממתן באופן מכוון, ואמר עליו כי "ברגע שהוא שם את הפקודה הזאת הוא יודע [ש]יש לו 5 דקות [שבהן הוא] מרדים את השוק" (פ' 1.4.19, עמ' 105, שו' 24-25). רוצה לומר, לולא הזרים הנאשם את הפקודה, היה ניתן להמשיך ולסוחר באותו נייר ערך, באופן אשר היה מאפשר קביעת שערים חדשים, אולם בשל התנהגות הנאשם, הדבר לא התאפשר עד לתום המכרז הרב צדדי. די באמור כדי להוכיח השפעה של השער, שכן מניעת השפעה כמוה כהשפעה, אף בעיני הפסיקה. להשלמת התמונה יצוין, כי בשל האמור, לא ראיתי מקום להכריע לעת הזו בטענת המאשימה לפיה הפעלת הממתן השפיעה על היקף המסחר, על ידי ביטול הוראות של סוחרים ומשקיעים או הימנעותם מהזרמת פקודות, והמשמעות שלו זו לעניין השפעה על שער נייר הערך.

72. בעניין שאלת קיומה של כוונה בלב הנאשם לשנות השער, הוא אמנם לא מודה כי מטרתו הייתה לשנות את השער, אולם הוא כן מודה מפורשות שמטרתו הייתה "לשנות את התנודה הסטטית או



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

[ה]תנודה [ה]דינמית באותו נייר" (פ' 1.4.19, עמ' 153, שו' 10-11). ואולם, בה בעת הוא מציין כי הוא מודע לכך שטווח התנודות, בין אם הסטטית ובין אם הדינמית, תלוי בשער של נייר הערך. כך למשל, הוא יודע ששער התנודה הסטטית נקבע כנגזרת של שער המכרז הרב צדדי האחרון באותו נייר ערך (פ' 1.4.19, עמ' 154, שו' 5-15 וכן שו' 26-27), והוא מודה שהוא פועל לשנותו כדי שיוכל לבצע את העסקה (פ' 1.4.19, מעמ' 156 שו' 26 עד עמ' 157, שו' 9). באשר לרף תנודה הדינמית, אין כל צל של ספק שכדי לשנותו נדרש גם שינוי השער, ולכן הכוונה לשנות את רף התנודה הדינמית הינו למעשה כוונה לשנות את שערו של נייר הערך.

במקרים מסוימים די היה, לתפיסת הנאשם, בהפעלת הממתן כדי להעמיד את שער המכרז הרב צדדי האחרון בטווח המבוקש, זאת אף מבלי להזרים הוראות בשלב השני כדי לשנות בפועל את השער, אלא רק כדי לקבוע את טווח התנודה הסטטית החדש (פ' 1.4.19, מעמ' 126, שו' 25 עד עמ' 127, שו' 2). ודוק, על מנת להוכיח את כוונתו של מי שמבצע פעולת מסחר באופן מניפולטיבי, אין צורך להוכיח שפעולת המסחר שנקט בה השיגה את היעד של השפעה על השער. בית המשפט בוחן האם פעולת המסחר שבוצעה על ידי מבצע הפעולה, בוצעה לשם מטרה לגיטימית – השאת רווחים בדרך של מסחר תקין, ראוי ושגרתי – או שמא פעל הוא מתוך כוונה להסיט את מתווה המסחר הרגיל, כך שהשחקנים האחרים נאלצו לשקול איזה שער להציע לאור ההסטה. אין הנאשם יכול לטעון לניקיון כפיו, כאשר פעל במכוון וביודעין כדי להשפיע על המסחר התקין, תוך ניצול ציני של המכשיר הפיננסי שנועד לצרכים אחרים כדי לסכל את המסחר הרגיל, ולאחר מכן לטעון באופן תם, כאילו לא ביצע פעולה שהניבה לו רווחים. על כן, אין לקבל טענה שפעל שלא לשם השפעה על השער. זהו טיעון שבית המשפט דוחה אותו מכל וכל מאחר שהוא טומן בחובו הודאה של הנאשם שפעל במסחר באופן פסול ומלאכותי.

73. לפיכך, בכל המקרים בהם הנאשם הזרים פקודות אשר באופן מכוון הפעילו את הממתן, ולאחר מכן ביטל אותן והזרים הוראות מזעריות (כפי שיבואר להלן, בשלב השני), הרי שמתקיימים מלוא רכיבי העבירה.

74. **בשלב השני** לדפוס פעילות הנאשם, לאחר הפעלת הממתן, הוא הזרים במקרים רבים באופן בלעדי פקודות, 850 במספר לפי הנתונים המעודכנים של המאשימה, בהיקפים מזעריים ביותר, וזאת על



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

מנת להביא לשינוי השער.

75. גם הוראות אלו הינן מלאכותיות, שכן מדובר בעסקה לא כלכלית מעיקרה, שגורת עימה הפסד עבור הנאשם. זאת, שכן עלות הזרמת ההוראה – המלווה לעולם בעמלה בסך של מספר ש"ח בודדים המוטלת על כל המשקיעים והסוחרים בבורסה (למשל, 4 ש"ח לפי דוגמת הנאשם) – עולה על שווי העסקה עצמה (פ' 1.4.19, עמ' 116, שו' 9-26), כך שהיא אף גורמת לו להפסדים (פ' 1.4.19, עמ' 177, שו' 26-32). על פניה, מדובר בעסקה חסרת היגיון כלכלי, גם לעמדת הנאשם (פ' 1.4.19, עמ' 117, שו' 24-30).

יתרה מכך, הנאשם אף מודה בכך שמדובר בעסקה מלאכותית: "ברגע שעשיתי עסקה, כלומר מכרתי מניה בשקל כלומר שילמתי עליה מהכיס עוד 2 ש"ח, כלומר בהגדרה שלה זו עסקה לא רווחית ולא כלכלית, כולם מבינים שהמהות שלה פה זה איזושהי עסקה טכנית, טכנית זו לא עסקה" (פ' 1.4.19, עמ' 116, שו' 21-23; ההדגשות שלי – ח.כ.); ובמקום אחר: "לא עשיתי עסקה כי זה לא נחשב כעסקה לשוק, השוק לא מפרש את זה כעסקה... עסקה של 2 ערך נקוב לא נחשבת כעסקה" (פ' 1.4.19, עמ' 162, שו' 17, 28). על כן, אין חולק כי מדובר בעסקה מלאכותית.

76. בסוגיה זו טוען הנאשם, כי משום שניתן ביטוי במערכות המסחר לכמות ניירות הערך הכלולים בפקודה שהוזרמה, כשהשוק רואה את היקפה המצומצם של העסקה, הוא מבין שמדובר בעסקה טכנית ולא כלכלית, ועל כן לא ניתן לקבל את הטענה כי מדובר במצג שווא. במילים אחרות, השקיפות הניתנת להיקף הפקודה מאיינת את האפשרות להכיר בטענת המצג הכוזב, וכך גם בטענת התרמית. אין באפשרותי לקבל את טענת הנאשם. זאת, שכן כלל הפקודות הכלולות בשלב השני בכתב האישום הינן פקודות בהן הנאשם היה היחיד שהזרים את הפקודה, ובכך השפיע על השער בפועל, ללא תלות בשחקנים האחרים. יתרה מכך, בנסיבות אלו, סבורני כי טענה זו אף באה בעוכרו של הנאשם: דווקא העובדה שמדובר בפקודה טכנית, שהשוק לא מייחס לה חשיבות ולמעשה בוחר להתעלם ממנה, היא זו "שאותתה" למשקיעים האחרים שיש להימנע מכניסה למסחר הרב צדדי, ולמעשה תרמה ליכולתו של הנאשם "לשלוט" במסחר הרב צדדי.

מעבר לכך, יש לדחות את טענה זו, מן הטעם כי אותם איתותים, או מסרים, אליהם מתייחס הנאשם





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

פעם אחר פעם כחלק אינטגרלי מן המסחר, ואשר לשיטתו הסוחרים מבינים אותם בנקל ושוקלים אותם במסגרת המסחר (למשל: פ' 1.4.19, עמ' 116, שו' 9-13; עמ' 139, שו' 18-20; עמ' 163, שו' 21-24), חותרים תחת יסודות המסחר בבורסה ופוגעים באמון הציבור בשוק ההון. מקובלת עלי עמדת ב"כ המאשימה (פ' 1.4.19, מעמ' 163, שו' 26 עד עמ' 164, שו' 2) לפיה קבלת עמדת הנאשם תחייב כל סוחר לחשוך בכל עסקה שמשודרת לבורסה כאילו הייתה תרמיתית. יתרה מכך, לא כל המשקיעים מתוחכמים, ולא כל הסוחרים מספיקים לנתח במהירויות בהן פועלת הבורסה את האמיתות של אותן עסקאות. ברי כי הפקודות במוקד כתב האישום הינן פקודות מלאכותיות, פסולות מעיקרון, שאין להן מקום בבורסה. עסקה המוזרמת לבורסה צריכה להיות עסקת-אמת, ואין להתיר, להכשיר או להשלים עם עסקאות מלאכותיות. בניסיונו לתמוך בטענתו, הפנה הנאשם לעסקאות מתואמות, אשר מתן גילוי מסיר מהן את הפגם שדבק בהן; ודוק, להבדיל מפקודותיו של הנאשם, עסקאות מתואמות הינן עסקאות-אמת, ועל כן די במתן גילוי לקיומן על מנת להכשירן. לא כך הן הוראות הנאשם, ועל כן מתן גילוי – שאינו עולה אף כדי גילוי מלא אלא אך מעין "רמז" לקיומו של סימן שאלה המרחף מעל העסקה – אינו מספק ואינו מנקה את הרבב שדבק בהוראה.

77. לפיכך, גם בשלב השני, העסקאות של הנאשם הן עסקאות מלאכותיות, והתביעה אינה נדרשת להוכיח את כוונת הנאשם לפעול בדרכי תרמית כדי להשפיע על השער, אלא די להוכיח כי היה מודע לרכיבי העבירה, מודעות שאין ספק שניתן לייחס לנאשם. על כן, הגעתי למסקנה כי יסוד העבירה של "דרכי תרמית" מתקיים בענייננו, במקרים בהם הזרמת הפקודות היו בהיקפים מזעריים ולא כלכליים.

78. באשר לרכיב "השפעה על השער", אין מחלוקת בין הצדדים שכאשר הנאשם היה השחקן היחיד שהזרים הוראה במכרז הפתיחה הנוסף, לאחר הפעלת הממתן, הוא קבע את השער החדש שנוצר בתום שלב זה (פ' 1.4.19, עמ' 173, שו' 2-4). כך, הנאשם מודה שפעולותיו, קרי הזרמת הוראות מזעריות במכרז הפתיחה הנוסף, קובעות את השער כשהוא היחיד שהזרים פקודות (פ' 1.4.19, מעמ' 185 שו' 30 עד עמ' 186, שו' 1; ת/1, עמ' 18, שו' 26-27). על כן, כפי שעולה מראיות הנאשם, ב-850 מקרים, הנאשם היה היחיד שהזרים פקודה במהלך המכרז הרב צדדי, ובכך הוא זה שקבע את השער. הנאשם אף הודה שנתון זה הגיוני (פ' 1.4.19, עמ' 184, שו' 14), על אף שהוא דוחה את נכונות דוחות ה-BI עליהן מבוסס המידע האמור.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

79. לעניין היסוד הנפשי הנדרש, הוא יסוד של כוונה להשפיע על תנודות השער, אישר הנאשם בחקירתו כי מטרתו הייתה כי "השער יעלה לגבול שאני אוכל לבצע עסקה זה האינטרס שלי" (פ' 1.4.19, עמ' 191, שו' 21; ראו גם: עמ' 131, שו' 4-5). רוצה לומר, מטרת הזרמת הפקודות המזעריות היא להשפיע על השער, לשנותו בהתאם לצרכיו של הנאשם, על מנת שזה יוכל לבצע את העסקה לה ייחל מלכתחילה, בין אם זו הייתה קיימת בספר הפקודות עובר לתחילת דפוס פעולותיו של הנאשם, ובין אם לאו.
80. על כן, גם בשלב השני, בכל המקרים בהם הנאשם הזרים פקודות מזעריות למכרז הרב צדדי שהופעל, ואלו היו הפקודות היחידות במסגרת אותו מכרז רב צדדי, מתקיימים כל רכיבי העבירה.
81. לסיכום, מכל האמור לעיל, די בגרסתו של הנאשם, כפי שעלתה בהודעותיו במשטרה ובחקירתו בדיון, על מנת להרשיעו במיוחס לו בכתב האישום, בכפוף לאמור לעיל.

### מחלוקות שיש ליתן עליהן את הדעת

82. כאמור, הגעתי לידי מסקנה, כי יש להרשיע את הנאשם בעבירות כאמור בכתב האישום. עם זאת, לא אעשה מלאכתי נאמנה לולא אתייחס לטענות הנאשם נגד כתב האישום וטענות המאשימה. אפנה לכך כעת.
83. ראשית, באשר לשאלת אמינות דוחות ה-BI; הנאשם טוען כי דוחות ה-BI אינם אמינים, והם הוגשו חלף דוחות הציטוטים המלאים, ומחמת זאת לא ניתן לבסס את הרשעת הנאשם על בסיסם. טענתו זו מתבססת על כך שהוא מצא, לטענתו, טעויות בדוחות ה-BI, ואף לשיטתו המאשימה הודעתה בכך, כאשר הפחיתה את מספר העבירות הנטענות בשלב השני מ-1000 עבירות לכדי 850 עבירות בלבד.
- אינני יכול לקבל את טענת הנאשם. תחילה, הנאשם הודה בדפוס פעילותו. הוא אישר כי פעל כפי שפעל בדרך קבע, לשם השאת רווחיו; הוא אישר כי הפעיל את הממתן ומיד לאחר מכן ביטל או צמצם משמעותית את הוראתו, ואף ניתן להתרשם מדבריו כי עשה זאת מדי יום ביומו במשך כלל התקופה הרלוונטית (פ' 1.4.19, עמ' 175, שו' 23, 27); הוא אישר בחקירתו כי אומדן המאשימה בדבר מספר כה רב של פעמים בהם הפעיל את הממתן הינה אפשרית (ת/1, עמ' 17, שו' 24-26).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-2018 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

די בכך כדי לדחות את הטענה כי דוחות ה-BI חסרי בסיס, שכן הם הציגו תמונה התואמת – אף אם לא במדויק, בשל פגמים נקודתיים, אולם בקירוב מספק – את תיאור הנאשם את דפוס פעולתו. יש בכך כדי ללמד על מהימנותם ומשקלם הראייתי, שהינם ברף הגבוה.

בנוסף, איני רואה בכך שלא פורטו הוראות ששוגרו בשלב הפתיחה ובשלב הנעילה כפגם בדוחות. ודוק, העבירות המיוחסות לנאשם התרחשו כולן בשלב המסחר הרציף, או כשהמסחר הרציף התחלף במסחר רב צדדי באופן זמני בשל פעולות הנאשם, ועל כן טענות הנאשם שהדוחות חלקיים באופן זה אינם מעלים או מורידים מהכרעתי דגן.

כמו כן, באשר לפגמים נוספים בדוחות ה-BI, בהם העובדה כי הם מציגים מצג בו מכרזים רב צדדיים נמשכו למעלה מ-6 דקות (ואף יותר משעה) על אף שהדבר אינו אפשרי, כמו גם העובדה שבחלק מן המקרים הנאשם הזרים פקודות שאינן מזעריות במסגרת המכרז הרב צדדי אך שאלו פוצלו כמתואר לעיל והוצגו כפקודות מזעריות; אלו אירעו במספר מצומצם של מקרים (פ' 6.3.19, עמ' 50, שו' 20-21), ואף לשיטת הנאשם מדובר בלא יותר ממספר עשרות של מקרים (ראו: דברי בא-כוח הנאשם ב-פ' 6.3.19, עמ' 51, שו' 6-7; 8/נ; 6/נ). ברי כי היקף כה מזערי של פגמים בטל בשישים כשמדובר במאות רבות של עבירות המיוחסות לנאשם, ובמיוחד בהינתן גרסתו המפלילה המאשרת את דפוס הפעולה המצטייר מאותם דוחות.

בהינתן כל האמור, אני דוחה את טענת הנאשם לפיה לא ניתן לסמוך על דוחות ה-BI לשם הרשעתו של הנאשם במיוחד לו. יודגש כי המאשימה קיבלה את הערותיו של הנאשם בדבר הדוחות והפחיתה בהגינותה – כמצופה מרשות מינהלית שאמונה על אכיפת החוק – את מספר העבירות המיוחסות לנאשם. לכן, הגעתי למסקנה כי ניתן להישען על דוחות ה-BI ועל המספרים המעודכנים שסיפקה המאשימה.

84. להשלמת התמונה יצוין, כי מספר העבירות המיוחסות לנאשם בכתב האישום נגזר מסף שרירותי – אך נמוך מאוד – שקבעה המאשימה כדי להגדיר פעולה של הנאשם כעבירה הנכנסת לכתב האישום, הוא רף של 10 ערך נקוב בלבד (פ' 6.3.19, עמ' 51, שו' 11-15). רוצה לומר, לו המאשימה הייתה קובעת סף גבוה יותר, אף באופן משמעותי, היו "נתפסות" ברשת פעולות רבות יותר של הנאשם



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

המקיימות בבירור את יסודות העבירה, כך שמספר העבירות שהיו מיוחסות לנאשם היה עולה בצורה ממשית. אכן, המאשימה בחרה לנקוט בסף שקבעה, ובו יש לדבוק, אולם בל נשכח שכבר בהתנהלותה זו היא בחרה בדרך המיטיבה עם הנאשם, ולכן טענות דווקניות מטעם הנאשם שיש בהן רק כדי להפחית מספר מצומצם של עבירות אין בהן כדי לסייע לו.

85. כן יש להתייחס בעניין זה גם למחלוקת באשר לגובה רווחיו של הנאשם מפעולותיו שבמוקד כתב האישום. על אף שלא נעלמה מעיני טענת הנאשם כי קיים פגם באומדן שהגישה המאשימה בדבר רווחי הנאשם, משום שאלו כוללים את כלל פעילות המסחר שביצע הנאשם בכל היום בו ביצע פעילות תרמית, ואכן יש בה מן האמת, אין לכחד כי היקף הרווחים אינו חלק מיסודות העבירה, ותכליתו בנסיבות דנן אך ללמד על כוונת הנאשם. למעלה מן הצורך יצוין, כי בחקירתו הנאשם העריך שב-3 אירועים בלבד אשר הוצגו לו, הוא השיא רווח של כ-2,000 ש"ח (ת/1, עמ' 22, שו' 25-26), כך שבנקל ניתן לומר שהסכום המיוחס לו כרווח שהשיא מפעולותיו אינו בלתי סביר מקום בו ייחסה לו התביעה כ-600 מקרים בהם הושלמה העסקה, אף אם מאוחר יותר בסיכומיה ציינה כי מדובר בעשרות רבות בלבד. לכן, אין נפקא מינה אם הנאשם צלח והרוויח מאות אלפי ש"ח, או שמא עשרות אלפי ש"ח, לשם הוכחת יסודות העבירה.

מעבר לכך, הנאשם אישר בחקירתו, פעם אחר פעם, כי פעל כשם שפעל לשם השאת רווחים (פ' 1.4.19, עמ' 180, שו' 29-32; עמ' 181, שו' 13-14), וסבורני כי די בכך כדי להוכיח את האינטרס הכלכלי של הנאשם, ואין צורך לעמוד באופן דווקני על הסכום המדויק שהרוויח ממעשיו. זאת ביתר שאת, מקום בו רווחיו של הנאשם הינם נגזרת של הרף השרירותי שקבעה המאשימה על מנת לכמת את מספר העבירות, שבוודאי שהייתה לו השפעה על כימות רווחיו של הנאשם מדפוס פעולתו.

בנוסף, יש לדחות את ניסיונו של הנאשם לצייר את הצלחותיו כאחוז מזערי בלבד מפעולותיו, עד כי מדובר ב-23 מקרים בלבד בהם סוחרים בשוק פעלו מול הוראותיו לשם השלמת העסקה (נ/4). אף לפי גרסתו של הנאשם, לא הייתה זו תכליתו לפתות סוחרים, והוא לא ביקש בהכרח לבצע עסקה בשער המדויק שאליו כיוון בשלב השני, ולכן ברי כי כמות העסקאות העולה ממוצג נ/4 איננה רלוונטית לענייננו. המאשימה התייחסה בסיכומיה ל"עשרות רבות של מקרים" בהם הצליח הנאשם לבצע עסקה בשער זהה או דומה לשער אליו הביאה העסקה שביצע במכרז הפתיחה הנוסף (שם,



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

עמ' 21). לפי גרסת הנאשם, כוונתו של הנאשם הייתה להשיא רווחים לא רק בשער זהה או דומה לשער שהזרים במהלך המכרז הרב צדדי, אלא בשער המצוי בטווח התנוזה הרלוונטי שאותו יצר עם שינוי השער. לפיכך, מקובל עלי אומדן המאשימה בסיכומיה כאמור, זאת על אף שסבורני כי מדובר בהערכה זהירה ביותר, כאשר במציאות סביר להניח שמדובר במספר גבוה יותר, אף באופן משמעותי, של מקרים בהם הנאשם השלים את דפוס פעולתו והשיא רווח.

86. שנית, הנאשם מייחס למאשימה פעם אחר פעם טענות לפיהן מטרת דפוס הפעולה של הנאשם הייתה "לפתות" משקיעים אחרים להשלים עסקה לא כלכלית עבורם, על ידי שינוי השער לשם הצגת מצג שווה כאילו מדובר בשער כלכלי; זאת, על אף שטענה שכזו לא מצאה את ביטויה, אף לא ברמיזה, לא בכתב האישום ולא בכתבי טענותיה של המאשימה. לא התרשמתי כי זו הייתה התזה של המאשימה, ועל כן אינני מוצא צורך לדון בה.

ודוק; נגזרת של טענה זו מטעם הנאשם הינה כי אותה טענת "פיתוי" אינה יכולה להתקבל, משום שהקשר הסיבתי בין פעולותיו לבין השלמת העסקה האמיתית ניתק, מקום בו העסקה האמיתית התרחשה לא בסמוך לשינוי השער על ידי הנאשם, אלא זמן מה מאוחר יותר או מקום בו פקודותיו נקשרו בעסקאות שכבר היו קיימות בספר הפקודות.

לא ניתן לקבל טענה זו. כאמור לעיל, עצם שינוי שיטת המסחר על ידי הפעלת הממתן, ועצם הזרמה בלעדית של פקודות (מזעריות) בשלב הממתן, הם אלו המקיימים את יסודות העבירה במלואן. בין אם העסקה האמיתית התרחשה לבסוף ובין אם לאו, אין בכך כדי להשפיע על התקיימותה של העבירה. אף אין מדובר בעבירה מסוג ניסיון, שכן יסודות העבירה הושלמו במלואם, גם אם הנאשם כשל לאחר מכן בניסיונו להשיא רווח מפעולתו. די בתוצאה של שינוי השער, ובכוונה הראשית או המשנית לעשות כן, על מנת לקבוע כי הנאשם פעל בניגוד לחוק, אולם בוודאי שאין נדרשת תוצאה בפועל של השאת רווח. על כן, אני דוחה את טענה זו של הנאשם.

87. שלישיית, הנאשם טוען כי סוחרים רבים מנצלים כלי מסחר לשם מטרות אחרות שלא לשמן הן נוצרו, והדבר מהווה חלק לגיטימי מן המסחר, כך שאינו עולה כדי עבירת התרמית. הנאשם אף טוען כי נציג הבורסה סבור שמדובר בפעולה חוקית ולגיטימית. לשם כך, הנאשם מפנה להתנהלות האופפת



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

את פקודות הקרחון, ולדרכים היצירתיות שבהן מצאו הסוחרים לעקוף את פקודת הקרחון כדי לגלות את הפקודה המלאה של הסוחר שהזרימה.

אין באפשרותי לקבל את טענת הנאשם. על פניו, מבלי לקבוע מסמרות, הזרמת פקודות לשם גילוי פקודת הקרחון אינה משפיעה בהכרח ובמישרין על שערן של נייר הערך, בעוד שפקודותיו של הנאשם אכן השפיעו במישרין על השער, כמפורט לעיל. ודוק; הפסול שנפל בהתנהלות הנאשם אין מקורו בניצול כלי המסחר למטרות אחרות משהבורסה ייעדה לו, אלא שורש הפסול במטרה שלשמה ניצל הנאשם את כלי המסחר, היא שינוי שער נייר הערך. למעשה, הנאשם ניסה לערב בטענותיו מין שאינו במינו. משכך הם פני הדברים, לא ניתן אלא לדחות את טענת הנאשם בעניין זה.

88. רביעית, באשר לשאלת עבירת הביצוע בצוותא; הנאשם טוען, כי עבירה זו לא זכתה להתייחסות מטעם המאשימה, לא בכתב האישום ולא בסיכומיה, זולת ברשימת העבירות בסיפא של כתב האישום, ועל כן יש לזכות את הנאשם מעבירות אלו.

כידוע, סעיף 85(4) לחוק סדר הדין הפלילי [נוסח משולב], תשמ"ב-1982 (להלן: "חוק סדר הדין הפלילי") גורס כי על כתב האישום לכלול את תיאור העובדות המהוות את העבירה, בציון המקום והזמן במידה שאפשר לבררם. יפים לעניין זה דבריו של כב' השופט גויטיין, אשר הקדימו את סעיף החוק עשרות בשנים, כשקבע כדלקמן:

"המטרה העיקרית של גליון-אישום היא: מתן ידיעה ברורה לנאשם על ההאשמות בהן הואשם. מן הנמנע שהיועץ המשפטי יוכל בזמן המשפט להפתיע את הנאשם בהאשמות שלא הזכירן בגליון-האישום. על היועץ המשפטי לציין באופן מפורש ובפה מלא מהן פרטי ההאשמות בנוגע אליהן בדעתו להביא עדויות, ואין די ברמיזה בלבד. כל זה בא כדי לתת לנאשם אפשרות להכין את עדותו הנגדית. כלומר: מתוך קריאת גליון-האישום צריך להתברר לנאשם מה הן העובדות שבדעת היועץ המשפטי להוכיחן נגדו" (ע"פ 88/58 יהודה קייזר נ' היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד י"ב 1628, 1634 (1958)).



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 18-06-51543-06 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

על אף האמור, סעיף 184 לחוק סדר הדין הפלילי קובע חריג לכלל, ולפיו ניתן להרשיע נאשם גם אם העובדות לא צוינו בכתב האישום, ובלבד שניתנה לנאשם הזדמנות סבירה להתגונן מפניה. יצוין, הלכה היא כי בית המשפט יעשה שימוש בחריג זה במשורה, זאת על מנת להבטיח הליך הוגן לנאשם (ראו: ע"פ 5102/03 מדינת ישראל נ' דני קליין, פס' 43-44 לחוות-דעתה של כב' השופטת פרוקצ'יה (פורסם במאגרים המשפטיים, 04.09.2007)).

בנסיבות שלפני, מקובלת עלי טענת הנאשם, אשר נטענה כדבעי גם בסמוך לתחילת המשפט במסגרת התשובה המפורטת לכתב האישום. כתב האישום דנן אינו מתייחס, ולו בבדל אזכור, לעובדות שעשויות להקים בצידן הרשעה בעבירות המיוחסות לנאשם כעבירות שבוצעו בצוותא. העובדה כי אין זכר לעובדות אלו בכתב האישום, ובוודאי לא פירוט אילו עבירות בוצעו בצוותא עם מר אלמסי ואילו לא, כמו גם חלקן ממכלול הפעולות המיוחסות לנאשם, מקימה קושי ממשי להרשעת הנאשם בעבירה זו.

יתרה מכך, המאשימה הקדישה לסוגיה זו פרק זמן קצר ביותר במהלך החקירה הנגדית של הנאשם, ולמעט הודאה מטעם הנאשם כי אכן היו בקשר וכי לעתים היו נמנעים מלעמוד בדרכו אחד של השני על מנת שיוכלו להשיא רווחים (פ' 1.4.19, עמ' 196, שו' 12-31), לא הוכח ברף הנדרש שיתוף הפעולה בין השניים, ובוודאי לא באשר לכלל העבירות, כפי שמשמע מכתב האישום. אכן, חקירתו השניה ברשות ניירות ערך (ת/2) עסקה רובה ככולה בסוגיה זו, אולם עדיין לא מצאה את ביטויה כנדרש בכתב האישום. לפיכך, משום שהמאשימה לא הקדישה מאמצים אמיתיים להוכיח את טענותיה אלו, התוצאה המעשית היא כי רב הנסתר על הגלוי, ועל כן יש לזכות את הנאשם מביצוע העבירות בצוותא.

### טענות הגנה מן הצדק

89. הנאשם טוען להגנה מן הצדק, המתבססת על שלוש טענות, ואתיחס אליהן כעת:

90. באשר לטענת האכיפה הבררנית; אינני יכול לקבל טענה זו. ראשית, הנאשם הוביל – ובפער ניכר ביותר – במספר הפעמים שהפעיל את הממתן ביחס ליתר הסוחרים והמשקיעים בבורסה בתקופה הרלוונטית, כאשר הוא היה אחראי ל-12% ממקרי הפעלת הממתן בכלל הבורסה, וכשמתמקדים



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

באג"ח קונצרניות, הוא הביא להפעלתן כ-28% מהפעמים. ודוק, כאמור לעיל, הפעלת הממתן באופן מכוון הייתה חלק בלתי-נפרד משיטת המסחר של הנאשם (ת/1, עמ' 7), וזאת על מנת להשפיע על השער כמפורט לעיל. רוצה לומר, אין שחקן אחר בשוק ההון אשר התקרב למספר הפעמים שהנאשם גרם להפעלת הממתן, ועל כן אין הוא יכול לסמוך על הטענה כי הוגש נגדו כתב אישום בעוד נגד שחקנים אחרים אשר פעלו בדרך דומה המדינה לא הגישה כתב אישום. רוצה לומר, חריגות ההיקפים בהם הפעיל הנאשם את דפוס פעולתו, שעולים עשרות מונים על כל יתר מתחריו בשוק ההון, עשויה להקים הצדקה – ואף חובה – עבור רשות ניירות ערך לפעול, גם במחיר של הפעלת הדין הפלילי, כדי לגרום לחדילת ההתנהלות הפסולה, אף אם במקרים זוטרים בחרה לפעול אחרת, וזאת משום המסה הקריטית שיש בכמות המעשים ובהשפעתם על התנהלותו התקינה של המסחר בשוק ההון.

אין גם להתעלם מהעובדה שהמדובר במכשיר פיננסי שיישומו החל זה לא מכבר בבורסה. על כן, אין לשלול את עמדת ב"כ המדינה שאכן מדובר במקרים ראשוניים שנחקרים ומגיעים לבית המשפט, אך זאת רק משום החדשנות שבמכשיר מחד, והעובדה שהפעילות הפסולה של הנאשם נעשתה בהיקפים עצומים ביחס למקרים אליהם הוא מתייחס, מאידך.

יתרה מכך, כתב אישום הוגש גם נגד מר אלמסי, אשר פעל בשיטה דומה עד זהה לפעולותיו של הנאשם, והוא הורשע לפי הודאתו, ודי בכך כדי לדחות את טענת הנאשם (ראו: ת"פ 2432-10-18 מדינת ישראל נ' אלמסי (22.11.18)).

שנית, הנאשם טוען כי סוחרים ומשקיעים אחרים אף הם מנצלים כלי מסחר למטרות שלא יועדו להם, כמו גם נעשו מתוך מניעים שאינם כלכליים, ומשום שלא נפתחה נגדם אכיפה פלילית, יש להימנע מלפעול כאמור גם נגדו. אף טענה זו יש לדחות. זאת שכן, כאמור לעיל, אין פסול בשימוש בכלי מסחר למטרות אחרות משהבורסה ייעדה להם, כל עוד אין בשימוש זה משום עבירה. ודוק, להבדיל מאלו, השימוש שביצע הנאשם בכלי הממתן גרר עימו ביצוע העבירה המיוחסת לו בכתב האישום, ועל כן יש הצדקה לפתוח נגדו בהליך פלילי.

91. באשר להשתק הפלילי; הנאשם טוען, כי בהינתן העובדה שרשות ניירות ערך ידעה כבר בחודש אוקטובר 2012 כי מתרחש בבורסה דפוס התנהלות הדומה למיוחס לנאשם, וחרף זאת השתתה עד





## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

חודש אוקטובר 2015 בפתיחת ההליך הפלילי נגדו (חקירתו במשטרה), כמו גם נמנעה מכל פעולה אשר תאותת לשוק שמעשים ברוח מעשי הנאשם הינם פסולים, אזי קם לרשות השתק פלילי, שמונע ממנה לבחור דווקא את הנאשם ולהעמידו לדין.

כידוע, הגנה מן הצדק עשויה לקום מקום בו "המצפון מזדעזע ותחושת הצדק האוניברסלית נפגעת, דבר שבית המשפט עומד פעור פה מולו ואין הדעת יכולה לסובלו. ברי כי טענה כגון זו תעלה ותתקבל במקרים נדירים ביותר, ואין להעלותה כדבר שבשיגרה ובענייני דיומא סתם" (ראו: ע"פ 2910/94 ארנסט יפת נ' מדינת ישראל, נ(2) 370,353 (1996) (להלן: "עניין יפת")). באופן ספציפי לעניין ההשתק פלילי, קבע כב' השופט מצא בעניין יפת כי "חשיבותה של טענת ההשתק הפלילי במקרים שבהם התנהגות הרשות הייתה כה מקוממת עד כי אי-אפשר להרשיע אדם, כשמי שמעמידו לדין הוא שהביאו לכלל מעשה" (שם).

האם ניתן לטעון כי התנהלות רשות ניירות ערך הייתה כה מקוממת אשר יש לזכות את הנאשם? האם ניתן לומר שהרשות היא זו אשר הביאה את הנאשם לכלל מעשה? תשובתי לשאלות אלו – שלילית. ואבאר.

ראשית, הרשות היא לא זו אשר גרמה לנאשם לפעול כפי שפעל, והיא לא זו אשר דחפה את הנאשם לעבר פי התהום, קרי ביצוע המעשים מושא כתב האישום. הנאשם פעל על דעת עצמו, לפי מיטב הבנתו (פ' 1.4.19, עמ' 175, שו' 12-17), ללא מעורבות של רשות ניירות ערך או רשות אכיפת חוק אחרת. כל שניתן לטעון נגד רשות ניירות ערך, היא שמשום שלא יצאה בהודעה פומבית בשלב מוקדם, בסמוך לאוקטובר 2012, המצביעה על האיסור בביצוע מעשים אלו, הנאשם לכאורה לא ידע – ידיעה סובייקטיבית – שמעשיו עומדים בניגוד לחוק, או שמשום שהיא לא זימנה את הנאשם מוקדם יותר לחקירה, היא גרמה לכך שכמות המעשים – כמות העבירות – שבגינם ניתן להאשים את הנאשם, עלתה.

ברי כי אין בכך כדי להרעיד את אמות הסיפים, באופן שמצדיק לבטל האישום נגד הנאשם. כך, אין זה בלתי סביר להניח שהרשות מוכנה לסבול מעט רע הכרחי על מנת להבטיח את פעילותו התקינה של הממתן, ועל כן מוכנה היא להעלים עין כשניצולו לרעה תוך הפעלת השער הינה מצומצמת, עד



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

כדי זוטי דברים, באופן שמוביל לאותה מסקנה שאין זה חיוני לפנות להליכים פליליים, אולם היקף פעילותו של הנאשם חרגה מכמות מצומצמת ונסבלת זו. שנית, אין לכחד, שזיהוי דפוס פעולתו של הנאשם באופן פרטני על ידי רשות ניירות ערך עשוי היה לארוך זמן לא-מבוטל, במיוחד בהינתן מורכבותו, ועל כן פרק הזמן שחלף מתחילת הפעלתו של מנגנון הממתן בבורסה ועד זימונו לחקירה במשטרה נמשך זמן מה, ולא נפל פגם בכך שהרשות החלה לפעול בעניינו כשזימנה אותו לראשונה לחקירה.

שנית, אף אם ההנחות בבסיס האמור אינן סבירות ואין בהן די, דווקא התנהלות המאשימה מלמדת כי היא פעלה כרשות מינהלית הוגנת. ובמה דברים אמורים? הן משום שהתביעה הגבילה את התקופה בה ייחסה לנאשם את ביצוע העבירות לשנים 2014-2015, ולא עובר לכך, באופן אשר מלכתחילה מצמצם את חבות הנאשם בפלילים; והן משום שקבעה סף נמוך מאוד שבו היא מכירה בפעולות הנאשם כעבירה.

לפיכך, דעתי אינה כדעת הנאשם, ובנסיבות דנן דינה של טענה זו – דחיה.

92. בשלהי הדברים אך לא בשוליהם יצוין, כי אין בהכרעת דין זו כדי להפחית מהצורך המוטל על רשות ניירות ערך לבחון האם יש מקום להרחיב את גבולות הממתן בניירות ערך תנודתיים. אולם, בוודאי שאין בכך כדי לגרוע מאחריותו של הנאשם למעשים ומהרשעתו בדין.



## המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

03

ת"פ 51543-06-18 מדינת ישראל נ' כהני  
פברואר 2020

### סיכום

93. לסיכום הדברים, אני מרשיע את הנאשם בעבירות המיוחסות לו בכתב האישום לפי סעיף 45(א)(2) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968, ריבוי עבירות, נמזכה את הנאשם מביצוע העבירות האמורות בצוותא, לפי סעיף 29(ב) לחוק העונשין, תשל"ז-1977.

ניתנה היום, ח' שבט תש"פ, 03 פברואר 2020, במעמד הצדדים

---

האלד כבוב, שופט, סגן הנשיא