

## שערי מדע ומשפט - דוקטור ויקטור בוגנים - גיוס הון ועבירות ניירות ערך

### משתתפים: דוקטור ויקטור בוגנים

'שערי מדע ומשפט' אתם מאזינים לפודקאסט האקדמי של שערי מדע ומשפט. והפעם דוקטור ויקטור בוגנים, על גיוס הון ועבירות ניירות ערך. 'שערי מדע ומשפט' שלום לכם ההרצאה שלנו היום עוסקת בגיוס הון מהציבור ועבירות בניירות ערך. כדי להיכנס לנושא הזה, אני הולך אחורה בערך מאה שנה לשנת 1929. ב-1929 קרה דבר. ומה שקרה הוא מפולת של הבורסה בניו יורק. המפולת הזאת של הבורסה בניו יורק התניעה לאחר מכן תהליכים מאוד משמעותיים בכל מה שנוגע לגיוס הון וניירות ערך. וכמובן גם בנושא הזה של עבירות בניירות ערך. ב-1929 גם הוחלה פקודת החברות בפלסטינה, ארץ ישראל על ידי רשויות המנדט הבריטי, כן? זה צירוף מקרים. אין לזה שום קשר בין שני דברים. אבל זה מעניין. ב-1929 בפקודת החברות הישראלית וגם בארצות הברית עד שהתחילו בכל המהלכים והרפורמות, שנגרמו בגלל המשבר של הבורסה בניו יורק והשפל הכלכלי הכבד שנגרם עקב כך. עד התקופה הזו בעצם כל הנושא של גיוס הון, של ניירות ערך, של מסחר בניירות ערך, של הנפקות, של רישום למסחר בבורסה וכולי, הכל נעשה תחת העיקרון הבסיסי שנקרא "זהר הקונה". זה עקרון שהוא כבר ידוע עוד מהמשפט הרומי. והמשמעות שלו היא שבעצם הקונה יש עליו את החובה לבדוק את הנמכר, את הסחורה שהוא עומד לקנות. ואל לו לבוא אחר כך בטענות בעניין כדאיות העסקה, כן? יש לנו דרך אגב, גם עדיין שרידים לכך גם במשפט שלנו. בדיני חוזים למשל, הנושא של קביעת העסקה, הוא לא עניין שאפשר ליפול לגביו. אפשר כמובן, היום כבר אין כל כך "זהר הקונה" במובנו של המשפט הרומי, גם בדיני החוזים הרגילים. אבל באותו זמן ואנחנו מדברים על 1929, אז 1929 עדיין פחות או יותר העיקרון הזה הוא היה עיקרון העל. כלומר במילים אחרות, חברות שרצו להנפיק מניות וסוחרים שרצו לסחור במניות בבורסה, לא היו מוטלות עליהם חובות כבדות מידי של גילוי מידע לציבור. עכשיו זה די בעייתי. מדוע זה די בעייתי? יש בעיה שלאחר מכן הכלכלנים קראו לה "הבעיה של אסימטריה במידע". מה זאת אומרת אסימטריה במידע? המידע שקיים אצל המוכרים הוא באופן מהותי ומשמעותי, שונה תכלית שינוי מהמידע שהקונים יכולים להגיע אליו. הקונים של ניירות ערך הם לא יודעים כל כך מה קורה בחברה. כלומר אין להם, יש להם איזה שהוא מושג כלשהו. אלא אם כן מנהלי החברות או בעלי השליטה בחברות מגלים את המידע הזה, הקונים של המניות הם פחות או יותר חיים מפייהם של המוכרים. כלומר למוכרים יש את המידע המלא. לקונים יש מידע מאוד חלקי, שהוא המידע שבעצם ניתן על ידי החברות. ואם זה חברות שהן מוכרות וידועות, מה שאנחנו קוראים חברות ציבוריות, אז יכול להיות שהמידע הזה הוא יותר גדול. אם ב-1929 כל רגולציה הייתה תחת העיקרון הזה של "זהר הקונה", מה שאומר שבעצם זה פתח פתח די גבוה לכל מיני הונאות, נזילות וחוסר מידע וכולי. שבסופו של דבר זה מה שגרם למפולת הגדולות של הבורסות. אז נכון שניסו להתמודד עם זה גם לפני 1929. למשל באנגליה וגם על פי פקודת החברות שלנו ב-1929. אם רצית לעשות גיוס הון מן הציבור, היית צריך לרשום אצל רשם החברות מסמך שנקרא פרוספקט, כן? הפרוספקט הזה הוא היה אמור לכלול מידע על החברה שאנחנו רוצים לגייס בה הון מן הציבור. ואת הפרוספקט הזה אני צריך לרשום אצל רשם החברות. אלא מה? לרשם החברות לא היו שום סמכויות לבדוק את הפרוספקט או לדרוש מהחברה עוד פרטים וכולי. הוא בעצם היה צריך לקבל את הפרוספקט, לראות שהוא כולל אכן את כל הנתונים שהחוק דרש ובה נגמר הסיפור. האם הנתונים הם נכונים? האם הם לא נכונים, זה אנחנו יודעים רק בדיעבד. כלומר אם בדיעבד אחרי מסתבר שהיה שמה מידע כוזב וכולי, אז יש עילות תביעה. אבל בזמן אמת אין בעצם דרך לבדוק את כל הנושאים הללו. לנושא הזה נכנסו גם הבורסות עצמן. הבורסות במסגרת של רגולציה עצמית, לא מבחינת הדין ומבחינת החוק. גם באנגליה וגם בארצות הברית הן עשו כל מיני מהלכים כדי לבדוק את החברות שהנפיקו וגייסו הון מהציבור. אבל באופן כללי אפשר לומר שהנושא הזה היה די פתוח, די פרוץ. ותמיד נפנו בעניין הזה "זהר הקונה". אגב, בלטינית זה 'caveat emptor'. שזה עדיין פה ושם אתם תשמעו את המושג הזה גם היום. מה שקרה לאחר מכן, לאחר המשבר הכלכלי בניו יורק, התחיל תהליך שנקרא ה-"ניו דיל". הנשיא רוזוולט, שאז הוא נכנס לכהונתו, כן? ב-1929 היה הנשיא הובר ואז היו בחירות. נכנס לנשיאות פרנקלין דלאנו רוזוולט. והוא התחיל את המהלך שנקרא "the new deal", כן? שזאת תוכנית כלכלית כללית, זה לאו דווקא בקשר לניירות ערך. כי מה שקרה אחרי המפולת הזאת זה שבעצם היה מיתון מאוד כבד. ואבטלה מאוד כבדה. והרבה אנשים הפסידו את כל ממונם. בקצרה, זה לא דבר שקשור רק לנושא של ניירות ערך. אבל גם באותה הזדמנות התחילה רגולציה של ניירות

ערך. ה-ניו דילי עצמו הוא לא היה רק במובן של ניירות ערך, זה היה גם כאמור תוכנית כלכלית גם של תשתיות, של בניית אוטוסטרדות וכבישים. וכל הנושא של המוסדות הכספיים והבנקים וכולי. אבל בנושא של ניירות הערך, מה שעשו הוא שהקימו רשות. הרשות שהיום היא מכונה s e c או ה-sec' בקיצור. " securities and exchange commission". הנציבות של ניירות הערך והבורסות. והמוסד הזה, הרשות הזאת שכוננה על פי החוק ב-1933, גם נקבעו לה הסמכויות לטפל בכל מה שקשור בהנפקות ובגיוס הון מן הציבור. כאשר העיקרון כעת הוא לא "יזהר הקונה", אלא עיקרון אחר שהוא הגילוי הנאות. עכשיו שימו לב, זה לא שכעת הרשות הולכת לבדוק כל פרוספקט. דרך אגב היום הפרוספקט נקרא אצלנו תשקיף כן? אנחנו תכף נגיע גם לישראל. מה קרה מ-1929 ועד היום. ב-1933 כאמור כונן העיקרון הזה של הגילוי הנאות והגילוי הנאות אומר שצריך לגלות ולא להתערב. כלומר הרשות היא לא מתערבת. אם אתה רוצה להנפיק מניות נחותות או איגרות חוב נחותות. והאמת היא שיש את הדברים האלה. יש איגרות חוב זבל ויש מניות זבל, כן? שהן חברות לא כל כך רציניות אולי. אבל כל עוד אתה מגלה את כל הגילוי באופן נאות ותשימו לב גם למילה נאות, העניין של הנאות זה אומר שזה לא גילוי מלא ומוחלט ושלם של הכל. אלא גילוי נאות. מה הגילוי הנאות? הגילוי הנאות כפי ולימים גם הוסדר בחוק ניירות הערך שלנו. זה אותו גילוי שהוא יאפשר קבלת החלטה מושכלת של המשקיעים שרוצים לרכוש את המניות. זה למעשה המשמעות של הגילוי הנאות. זה לא גילוי מלא ומושלם, אבל זה הרבה יותר מ-"יזהר הקונה". זה הרבה יותר מחובות הגילוי הרגילות שמוטלות על מוכרים. זה גם הרבה יותר מחובות הגילוי שהיום קיימות בדיני החוזים בישראל. של דרך מקובלת ובתום לב וכל מיני חובות גילוי שקיימות בדיני החוזים. זה יותר מזה. אבל זה עדיין פחות מאשר גילוי מלא ומושלם ומוחלט. גילוי נאות, הדגש הוא על הגילוי והדגש הוא על הנאות. גילוי זו לא התערבות. נאות זה לא מוחלט ומושלם. עכשיו מה קרה בישראל בינתיים ב-1929? ב-1929 פקודת החברות עברה כל מיני תיקונים ושינויים, אוקיי? אבל הבסיס של הדבר הזה שנקרא פרוספקט, הוא עדיין די נשאר. והוא נשאר כמו שהוא. כלומר היית צריך לפני גיוס הון מן הציבור לרשום פרוספקט אצל רשם החברות וזהו, זה כל הסיפור. אבל לא מעבר לזה. כעת מה שהחוק בעצם קרה, נחקק חוק ניירות ערך. עכשיו חוק ניירות ערך למעשה ניתק אותנו ממסורת המשפט האנגלי והוביל אותנו להסדרה האמריקאית. כלומר אנחנו בעצם אימצנו את המודל האמריקאי. חוק ניירות הערך תשכ"ח, 1968 שנחקק לאחר ועדה שנקראת ועדת ידן. והיו שם הרבה מאוד מומחים בין השאר גם, כמובן הנטייה הראשונית הייתה להמשיך את המסורת הבריטית, כי פקודת החברות עדיין הייתה בתוקף בישראל. ואולי לעשות בה כל מיני תיקונים. כי בינתיים כמובן בלונדון ובאנגליה כבר נעשו הרבה מאוד תיקונים והרבה מאוד הסדרים, כדי פחות או יותר גם ליישר קו עם המודל האמריקאי, אבל לא במלואו. שמעו גם מומחים מארצות הברית, בסופו של דבר אימצו את המודל האמריקאי. כלומר חוק ניירות הערך בעצם, אפשר להגיד שזו איזושהי מהפכה מסויימת בדיני החברות, במובן הזה שהתנתקנו מהמסורת הבריטית, מהמסורת האנגלית ועברנו לרגולציה שהיא בסגנון האמריקאי. כלומר לקחנו בסיכומו של עניין את המודל שנחקק ב-1933 לאחר המשבר הגדול ולאחר מפולת המניות ב-1929. והקמנו את רשות ניירות הערך. כלומר רשות ניירות הערך שלנו, זו בעצם המקבילה לנציבות ניירות הערך והבורסות האמריקאית ה-sec'. זאת רשות ניירות הערך. גם את הגילוי הנאות אימצנו מהמודל האמריקאי. וגם את המבנה של הרשות ואת הסמכויות שלה. כי זאת יש לדעת, הרשות לניירות ערך היא בעצם רשות שעוסקת בכל מחזור החיים של ניירות הערך. כלומר החל משלב ההנפקה, אחר כך למסחר של ניירות הערך בבורסה. ולאחר מכן גם את כל הנושא של אם יש תקלות או עבירות או דברים לא נאותים. אז היא רשות חוקרת. והיא גם רשות שמעמידה לדין בנוגע לעבירות בניירות ערך. וגם יש לה שיתוף פעולה בינלאומי עם מדינות נוספות. כלומר בקצרה, הרשות לניירות ערך היא עוסקת בכל מה שאמור לניירות ערך, הן לגבי הרגולציה והן לגבי המשטרה, משטרת ניירות הערך. והן לגבי העמדה לדין וניהול המשפט, שזה פרקליטות ניירות ערך. ואם נלך עוד צעד אחד קדימה, היום הרשות לניירות ערך יש לה גם טריבונל משפטי, כי יש אפשרות גם לאכיפה מנהלית. אכיפה מנהלית של עבירות בניירות ערך, לא באמצעות בתי המשפט אלא באמצעות טריבונל משפטי, באמצעות ועדת אכיפה מנהלית. בקצרה הרשות לניירות ערך זה תאגיד. וכשר לכל זכות, חובה או תביעה משפטית. אבל גם רשות מנהלית. כלומר זה תגיד עצמאי אוטונומי. כאשר השרים המופקדים עליו זה בעיקר שר האוצר. אבל גם שר המשפטים מעורב במידה מסוימת. ותפקיד הרשות כפי שנקבע בסעיף שתיים לחוק ניירות ערך, זה שמירת עניינו של ציבור המשקיעים בניירות ערך. שמירת עניינו של ציבור המשקיעים בניירות ערך. ולאחר מכן נגזרים כל מיני תפקידים נוספים כמו ניהול תקין והוגן של הבורסה, פיקוח וחקירות, הליכים ועבירות בניירות ערך וכן הלאה. עכשיו מה הסעיף המרכזי שנחקק בחוק ניירות הערך? הסעיף המרכזי, אם אנחנו נסתכל על הסעיף המרכזי הוא בעצם סעיף 15. סעיף 15 אומר את הדבר הבא. הצעה לציבור רק על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו. כלומר אם חברה רוצה להציע את מניותיה או את ניירות הערך שלה לציבור, היא יכולה לעשות כך

רק על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו. כלומר הם צריכים להגיש תשקיף או טיוטה של התשקיף לרשות לניירות ערך. הרשות לניירות ערך בודקת את התשקיף. ולאחר מכן היא נותנת היתר לפרסום התשקיף. ורק אז אפשר לצאת עם גיוס הון מן הציבור. עכשיו צריך להגיד פה כמה מילים על הסיפור הזה של גיוס הון. כמובן שחברות מגייסות הון כבר מייסוד החברה, כן? מייסוד החברה מממנת את הפעילות שלה באמצעות גיוסי הון. איך היא מגייסת הון? היא מגייסת הון גם בתמורה למניות. אם מדובר בחברה פרטית, אז פשוט המניות שהולכות למייסדים בהתחלה ואחר כך למשקיעים נוספים שנכנסים בהמשך הדרך. זה הון עצמי של החברה. כמובן החברה יכולה גם לקחת אשראי. היא יכולה לקחת אשראי מבנקים, יכולה לקחת הלוואות מנושים. וזה גם צורה של גיוסי הון על דרך החוב. כלומר היא מגייסת בעצם חוב ולא הון עצמי, הון זר. אבל יש את הנקודה הזאת שבה החברה אומרת אנחנו הולכים לגייס הון מין הציבור. והון מין הציבור אפשר לגייס גם חוב ואז יש הנפקת אג"ח. או השקעה בחברה. כלומר גיוס הון בדרך של הנפקת מניות. כלומר אני מציע מניות לציבור לבוא ולרכוש אותן. למה עושים את זה? עושים את זה כשצריך הרבה כסף למימון פרויקטים. או להתרחבות ולצמיחה. כמובן שבנקודה הזאת, אנחנו יודעים את זה שבנקודה הזאת החברה בעצם חדלה מלהיות חברה פרטית והופכת להיות חברה ציבורית. עם רגולציה שונה לגמרי, עם ממשל תאגידי שונה לגמרי וכן הלאה. אנחנו כאן בהרצאה הזאת נתמקד בעיקר בתהליך של גיוס הון. ובעבירות שקורות אגב כך. אז אמרנו שהסעיף הבסיסי הוא הצעה לציבור על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו. חוק ניירות ערך. סעיף 15. האם תמיד צריך תשקיף? לא. יש מצבים שיש פטור מתשקיף. ועל כך יש את הסעיפים, לאחר מכן סעיף 15א' רבתי, ב' רבתי וג' רבתי. טיפים שנותנים פטורים מסוימים והקלות מסוימות. מתי לא מוכרחים תשקיף, למרות שיש לכאורה הצעה לציבור. למשל כאשר מציעים מניות לעובדים. ואז לא צריך תשקיף, אבל צריך משהו אחר. מתאר ניירות ערך. יש גם את הנקודה שאנחנו נזדקק לה בהמשך הדרך כשנדבר על עבירות בניירות ערך. והוא שהחוק נותן פטור כאשר מספר הניצעים להצעה הוא עד 35. ואז אנחנו אומרים ש-35 זה לא ציבור, זו לא הצעה לציבור, אלא זאת הצעה פרטית. ולכן לא מדובר בצורך בתשקיף. וגם החברה לא הופכת לחברה ציבורית. אוקיי. עכשיו מספר הקסם הזה 35, תכף נראה שהוא משחק תפקיד מאוד חשוב כאשר יש ניצול לרעה של הפטור הזה. אז דיברנו על התשקיף. דיברנו על הרשות. התשקיף עצמו צריך לכלול כל פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר. וכל פרט ששר האוצר קבע בתקנות. וזה על פי סעיף 16 לחוק ניירות ערך. ואכן יש תקנות מאוד מפורטות, הכוללות הרבה מאוד תקנות וסעיפים ופרטים של מה צריך לכלול התשקיף. בסופו של דבר התשקיף הוא אכן כולל מידע רב מאוד אודות החברה. כולל דוחות כספיים. כולל כל ההיסטוריה התאגידית שלה. כולל כל מה שנחוץ למשקיע סביר לקבל את החלטת ההשקעה. עכשיו יש עוד נקודה אחת בקשר לתשקיף. וזאת נקודה חשובה מאוד. בתשקיף לא יהיה פרט מטעה. כלומר זה דבר שקבוע בסעיף 44. בתשקיף לא יהיה פרט מטעה. מה זאת אומרת לא יהיה פרט מטעה? יש הסבר מה זה פרט מטעה. יש הגדרה של פרט מטעה בסעיף אחד לחוק ניירות הערך. ופרט מטעה זה לרבות כל דבר העלול להטעות משקיע סביר. וכל דבר חסר שהעדרו עלול להטעות משקיע סביר. כלומר פרט מטעה זה לא רק משהו פוזיטיבי, פרט כוזב. אלא גם העדר של פרט. העדר של פרט מהותי שהוא עלול להטעות את המשקיע הסביר. כלומר הוא עלול להוביל אותו לקבלת החלטת השקעה לא נכונה. לא סבירה, כן? כלומר זה יכול להיות גם במחדל וזה יכול להיות גם בפרט כוזב. גם כך וגם כך זה נקרא פרט מטעה. עכשיו כאשר אדם או חברה מתיימרים להציע הצעה לציבור ללא תשקיף זאת עבירה. זאת עבירה שהחוק קובע אותה באופן מאוד ברור, כן? והעבירה הזו היא לא עבירה כל כך פשוטה. זאת עבירה די חמורה כן? היא נמצאת בסעיף 53 לחוק. ועבירה שדינה חמש שנות מאסר וקנס, שהוא יכול להגיע לאדם פרטי עד מעל מיליון שקל. ואם זאת חברה ותמיד חברה מעורבת בזה, אז אנחנו מדברים כבר על עבירה שמדובר על קנס של כמעט שישה מיליון שקל. כלומר אנחנו מדברים פה על קנסות מאוד כבדים והעבירה מאוד חמורה. עבירה מסוג פשע. ואכן לא מעט אנשים הועמדו לדין על הצעה לציבור ללא תשקיף. הדוגמה הראשונה והבולטת ביותר הייתה כבר ב-1973, בהכרעת דין וגזר דין שניתן ב-1976. ואנחנו מדברים פה על פרשת פן-לון ואפריים אברון. אפריים אברון היה המנהל וגם בעל שליטה בחברת פאן-לון, שהקימה את פן-לון אמריקן בע"מ. זאת חברה שרצתה להקים מלון בבת ים. ולצורך כך הם רצו לגייס הון מיהודים אמידים בטורקיה, בפרס, בגולה הדוויה. ופנו אליהם באמצעות שליחים שנשלחו לקהילות הללו ועשו כל מיני אסיפות. זה יכול להיות אפילו בבית כנסת או בבית התרבות של הקהילה. והציעו להם להשקיע בחברה. ועל ידי כך שהכינו איזשהו דף מידע. ונתנו את דף המידע הזה למתעניינים ושכנעו אותם להשקיע. זה גם ציונות וגם כל מיני דברים אחרים וגם השקעה טובה. ככה הבטיחו להם. ומסתבר שזה לא מניה ולא מקצתיה. כלומר לא רק שזו לא השקעה טובה, אלא גם היו הרבה מאוד פעילויות לא ראויות. כולל הונאות ומצגי שווא ודברים כוזבים וכו'. כמובן כל אלה יכולים להוות עילה להעמדה לדין בעבירות אלה ואחרות. אבל החברות עצמן, הן הגיעו בסופו של דבר להסדרי טיעון עם

הפרקליטות ויצאו מהתמונה. אברון בעצמו הוא חדל מלהיות בעל שליטה בחברות הללו. אבל עדיין ניהלו נגדו משפט. למה ניהלו נגדו משפט? כי הוא חשב שבעצם בכלל צריך לזכות אותו ולא להעמיד אותו לדין בכלל. כלומר הוא חשב שבעצם צריך לזכות אותו. ולכן הוא ניהל את המשפט עד תומו. אבל בית המשפט לא כל כך התרשם מכך. הוא בעצם מצא אותו כאחראי לכך שהייתה הצעה לציבור ללא תשקיף. וזאת העבירה שדיברנו עליה קודם. הצעה לציבור ללא תשקיף. וכאן בהזדמנות הזאת באמת, בית המשפט גם מחדד מה היא הצעה לציבור. זה אומר מה היא הצעה לציבור? זו כולה מיועדת להניע את הציבור בחוק ניירות ערך, זאת ההגדרה בסעיף אחת, אבל זה לא אומר לנו הרבה מה היא הצעה לציבור. אז הוא אומר מה זה הצעה לציבור, האם המשקיעים זקוקים להגנה? והאם בידי המשקיעים הפוטנציאליים כל המידע המלא הנדרש בתשקיף או לפחות אם יש להם גישה למידע כזה. זה המבחן הכפול. וגם הוא מגיע למסקנה שלא היה להם את המידע שבתשקיף. כלומר דף המידע הזה לא כלל באמת את כל המידע שנדרש בתשקיף. לו היו מוסרים להם את כל המידע ניחא. אבל זה לא מה שהיה במקרה הזה. האם המשקיעים זקוקים להגנה? תשובה גם חיובית. זה לא אנשים שבאמת אנשי כספים. משקיעים כשירים שאולי הם לא צריכים את הגנת החוק. אלא זה אנשים פשוטים, אמנם עמידים, אבל הם לא אנשים שעוסקים בהשקעות וניירות ערך וכולי. ולכן יכול להיות שהם לא בדיוק הבינו במה מדובר. ולכן המשקיעים האלה כן זקוקים להגנה וכן זקוקים לכל המידע המלא. זה המבחן הכפול. ולכן מדובר בהצעה לציבור ללא תשקיף. עכשיו בהמשך גם אמרו שאפשר לבחון את זה גם לפי מספר הניצעים, התחכום שלהם, הנגישות שלהם למידע וכן הלאה. בסופו של דבר הם הרשיעו אותו בהצעה לציבור ללא תשקיף. אומנם נגזרו עליו רק 10,000 לירות ואז, כן? אנחנו מדברים על 1976. או חצי שנת מאסר בתמורתם, כלומר הם לא כל כך החמירו איתו. אבל עדיין זאת סטיגמה פלילית, עדיין זאת הרשאה. הוא גם ערער דרך אגב, אבל בסופו של דבר הערעור לא התקבל. גם המדינה ערערה. המדינה ערערה כי חשבו שצריך אולי עונש יותר כבד. אבל הם גם רצו להעמיד אותו לדין על תרמית בניירות ערך. אבל זה בית המשפט זיכה אותו מתרמית, כי הוא לא עשה פעולה של תרמית. ואנחנו תכף נראה מה תרמית. אנחנו מדברים בינתיים על הצעה לציבור ללא תשקיף. הצעה לציבור ללא תשקיף, זה דבר שהצמיח לנו רק לפני שנה שני פסקי דין. גם פסק דין טפירו וגם פסק דין ברמלי. ברמלי, הוא זכה לכותרות די גדולות, כי זה היה עונש מאוד חמור של עשר שנות מאסר. שימו לב עשר שנות מאסר. מדובר פה בפרשה של קרן קלע. אדון ברמלי פנה לכל מיני משקיעים והבטיח להם הרים וגבעות בנושא הזה של השקעות. הוא הוציא מהמשקיעים כמעט 340 מיליון שקל. והוא הקים קרנות השקעה. ומה הטריק שלו? הטריק שלו היה שכל קרן כזאת היו בה רק 35 משקיעים. ומה הטענה שלו? הטענה שלו שמכיוון שזה רק 35, כן? זיכרו את מספר הקסם 35. זה פטר אותנו לכאורה מתשקיף. אז הוא אמר שזה למעשה פטור מתשקיף. והוא ככה הקים כמה וכמה חברות כאלה. והוא הבטיח שהם הולכים לעשות רק השלמות הון לטווח קצר ולכן היצוא שלהם מובטחת. בצורה מאוד גבוהה. עכשיו הייתה פה גם איזושהי הונאה פשוטה במובן הזה של מה שנקרא הונאות פירמידה או הונאות פונזי. מה זאת אומרת? המשקיעים הראשונים, הם כן קיבלו את הריבית שהובטחה להם. אבל מאיפה הם קיבלו את הריבית הזאת? לא מההשקעות אלא פשוט מהמשקיעים הבאים אחר כך. המשקיעים הבאים אחר כך שהזרימו כספים לברמלי, הוא לקח את הכסף הזה ושילם לכאורה ריבית למשקיעים הראשונים וכן הלאה. כלומר האחרונים כמובן נותרו בשוקת שבורה ולא קיבלו שום דבר. אבל גם הראשונים איבדו את הקרן שלהם. בסופו דבר כאמור, הייתה פה הונאה בסדר גודל של כמעט 340 מיליון שקל. חלק מהכספים הצליחו להשיב אותם אבל חלק גדול לא. וזה לא מפתיע שהעונש כאן הוא מאוד משמעותי, עשר שנות מאסר. דרך אגב, זו לא רק הצעה לציבור ללא תשקיף, כן? כלומר ברור שזו הייתה העבירה המרכזית בעבירות. אבל זו לא עבירה אחת, זה סדרה של הצעות לציבור ללא תשקיף. כי למעשה כל קרן כזו, כל חברה כזו שהוא הקים וכל תת קרן כזו שהוא הקים, שהיא הייתה לכאורה מוגבלת ל-35 משקיעים, היא הצעה לציבור ללא תשקיף. כי הוא לא פנה ל-35, הוא פנה לציבור הרחב בכללותו. זה שהוא תיכן את ההשקעה רק ל-35, זה לא הופך את זה לא להצעה לציבור. אז זה פסק דין ברמלי. פסק דין טפרו זה די דומה. למרות שלא באותו סדר גודל. זה פרשת קרן אור, שזה היה יותר השקעות במיזמי נדל"ן של תמ"א 38, באמצעות שיווק פרסומי בתקשורת. הוא גם הבטיח הרבה מאוד, תשואות עתק. וגייס הרבה מאוד כספים כדי להשקיע אותם במיזמי נדל"ן. וגם פה הרשות לניירות ערך טענה שמה שהוא עושה זה בעצם הצעה לציבור ללא תשקיף. גם הוא ניסה להגיד שהוא מתכן את זה רק ל-35 משקיעים, אבל כמובן אנחנו יודעים שהעניין הזה הוא לא תקף. כי הוא פונה לציבור בכללותו. כשמדובר על 35 מדובר שאתה פונה ל-35 ניצעים. וזה לא המצב כאן. הוא פונה לציבור בכללותו. הוא קיבל רק חמש שנים. דרך אגב, הם קיבלו גם הרבה קנסות די כבדים. אז זה גבי ברמלי וטפרו ולגבי הצעה ללא תשקיף. אבל זאת לא העבירה היחידה, יש עוד עבירות. אבל לפני הנושא של עבירות, בואו נראה מה הפיקוח של השוק. הפיקוח של השוק נעשה בשוק הראשוני במתן היתרים, אבל גם במסחר בניירות

ערך. שזה השוק המשני. עכשיו, בשוק הראשוני החברה מנסחת תשקיף. בשוק המשני היא עושה דיווחים. היא מדווחת על כל התרחשות בחברה, כאשר הדיווחים האלה הם משני סוגים. יש דיווחים תקופתיים, כן? רבעוניים ושנתיים. ויש דיווחים מידיים. שזה לגופו של עניין כאשר יש אירוע מהותי בחברה שדורש את הדיווח. עכשיו אנחנו מדברים פה על המסחר בבורסה. מה זה בכלל בורסה? בורסה זה שוק למסחר. הבורסה עצמה זה חברה מסחרית. חברה מסחרית שמנהלת את המסחר. אבל היא מפוקחת על ידי רשות ניירות הערך. ורשות ניירות הערך מאשרת את תקנון הבורסה. ורשות ניירות הערך גם מפקחת על ההתנהלות של המסחר בבורסה. לכן כאשר הרשות לניירות ערך מזהה שיש מניפולציה במסחר בניירות ערך, יש לנו כאן עבירה בניירות ערך. והעבירה הזאת בניירות ערך זאת עבירת התרמית. וזה סעיף 54 לחוק ניירות ערך. סעיף 54 לחוק ניירות ערך זאת עבירת התרמית בניירות ערך. והיא כוללת שתי זרועות. הזרועה הראשונה זה עבירת הנעה. הניעה או ניסה להניע אדם לרכוש ניירות ערך. ועשה זאת באימרה, בהבטחה, בתחזית, בכתב, בעל פה או בדרך אחרת, שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות. או בהעלמת עובדות מהותיות. זאת עבירת התרמית על ידי אמרות כזב. על ידי הבטחת כזב. הרי הכזב הזה יכול להיות כאמור בכתב, בעל פה, בדרך אחרת. כלומר גם העברת מסרים באינטרנט, כמו שהיה בפסק דין קודים. וגם כמובן בכתב או אפילו בדרך אחרת, כן? בקריצה, במראית עין. זה לא משנה איך נעשה השכנוע הזה. אבל השכנוע הזה יש בו איזשהו אלמנט של רמייה, של כזב, כן? או של העלמת עובדות. גם פה זה יכול להיות במחדל. לאו דווקא בכזב אלא בהעלמת העובדות. זו הזרוע הראשונה. הזרוע השנייה, שתי זרועות אמרנו בסעיף 54, היא המניפולציה האסורה. השפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך. מה זה נקרא בדיוק השפיע בדרכי תרמית? זה באמת נתון לפרשנות. זאת עבירה שמנסחת בצורה די רחבה ואפשר להגיד גם אפילו עמומה. באופן כזה שמותר מרחב תמרון די גבוה לבתי המשפט. אז יש לנו את ההנעה באמצעות אמרות כזב, אבל יש גם השפעה בדרכי תרמית. השפעה בדרכי תרמית, כן? אז בואו ניתן כמה דוגמאות של התרמית הזו, כן? לגבי דברי כזב זה פשוט. קודים. קודים מפזר כל מיני אמירות בפורומים באינטרנט, על כך שיש מניה כזאת טובה וכן הלאה. והיא עומדת לעשות עסקה כזאת או עסקה אחרת. בקצרה, הוא עושה מה שנקרא הרצת מניות. הוא מריץ את המניה. עכשיו דרך אגב, אפשר להריץ אותה למעלה ואפשר להריץ אותה גם למטה, כן? השאלה מה אני רוצה. וגם מה בדיוק המניעים שלי. כי אני כמובן הצטיידתי מבעוד מועד במניות. ואני רוצה לדעת או להעלות אותן למעלה או לראות אותן למטה וכך להרוויח. להרוויח מהמניות. איך אני עושה את זה? על ידי כך שאני מפיץ כל מיני שמועות. שמועות כמובן, 'fake news' היום היינו אומרים. זה מה שהוא עושה. הוא עושה את זה כבר ב-2002. זה היה רק ראשית האינטרנט. ניסו להוציא אותו באיזשהו עניין של לכאורה משובת מהורים. ואז בית המשפט השלום אפילו הצליחו לשכנע אותו להשאיר את זה כמבחן ללא הרשעה. וזה רק עניין של איזה בחור צעיר שעושה קצת שטויות באינטרנט. אבל המדינה ערערה לבית המשפט המחוזי, אמרו לו זה צריך פה לעשות איזושהי הרתעה, לא יתכן שזירת האינטרנט תהפוך לזירה פרועה. ואכן במחוזי אמרו לא. זה כן עבירה וצריך להרתיע. אמנם לא הקפידו איתו במיוחד, כן? שלושה חודשי מאסר או מאסר על תנאי וקנס כספי. זה לא עונש חמור מידי, אבל בכל זאת זאת סטיגמה פלילית. זאת הרשעה. כלומר כן יש פה מסר של הרשעה. למרות שכמובן התחשבו בנתונים שלו, בחור צעיר וכן הלאה וכדומה. אבל בסופו של דבר כן הרשיעו אותו, שזה מה שחשוב כאן והערעור לעילו נדחה. כשזה הגיע להרצה קצת יותר מתוחכמת ובסכומים הרבה יותר גדולים, כי בסוף לא קודים זה באמת היה כסף קטן. ואנחנו מדברים פה על נוחי דנקנר. בפרשת דנקנר, כשהייתה הרצת מניות בסכומים גבוהים מאוד. מה שקרה שם הוא שעמדה להיות הנפקה של חברת 'add'. ודנקנר, נוחי דנקנר שהיה בעל שליטה וגם אחד המנהלים בקונצרן הזה. בהנפקה הזו. הוא רוצה שההנפקה מאוד תצליח. ולכן מה שהוא עשה, הוא בעצם גייס כל מיני משקיעי, אפשר להגיד משקיעי בלוף. כי הוא נתן להם כסף כדי לקנות מניות או כדי לתת הצעות למניות. כלומר הוא ממש שכנעה כל מיני אנשים, גם באמצעות מתן הלוואות לאנשים האלה, כן? מקורבים או פחות מקורבים כדי שיזרימו הצעות להנפקה. למה הוא עשה את זה? כדי שההנפקה גם תצליח. וגם הערך של המניה בעת ההנפקה יהיה מאוד גבוה. וזה אכן קרה. כלומר הוא הבטיח להם פשוט שהם יקנו ואחר כך אם ימכרו ויהיה להם רווח. ואז יוכלו להחזיר את ההלוואה וכן הלאה. בית המשפט עלו על זה. היה שמה גם עניין של עדי מדינה וכן הלאה. והעמידו אותו לדין. ואז כשהעמידו אותו לדין הוא ניסה לעלות טיעונים מסוגים שונים, כאלה ואחרים. כלומר בין השאר הוא אמר שיש פה למעשה, כן אולי יש מטרה לגיטימית שההנפקה תצליח וכולי. לאו דווקא רק דברים פסולים. ובית המשפט אמר שיש פה עירוב מטרות. כלומר יש פה מצד אחד אולי אלמנטים מסוימים שהם לגיטימיים, אבל יש גם את האלמנטים התרמיתיים של השפעה בדרכי תרמית. ולכן כן יש פה השפעה בדרכי תרמית. ולכן יש פה כן את עבירת התרמית. בסופו של דבר הוא הרשיע. בית המשפט הרשיע את נוחי דנקנר על השפעה בדרכי תרמית. ואז הוא עשה פה טעות. מה הטעות שהוא עשה? הוא ערער לעליון. ערער לעליון

על חומרת העונש, קיבל שנתיים מאסר. העליון לא רק שהוא לא הקל בעונשו אלא הוא החמיר בעונשו. הוא העלה את הענישה לשלוש שנות מאסר. וזה הדבר שהתחיל שנה לפני זה. שנה לפני זה קרה דבר בישראל והוא שהענישה בניירות ערך פתאום התחילה להיות מאוד מחמירה. והייתה בפרשת ג'קי בן זקן, שזה עוד אישום בעבירת התרמית בהשפעה בדרכי תרמית. ושם זה היה בקשר למניית מנופים. ושם הענישה הייתה של שלוש שנים. וזה למעשה הציב איזשהו סטנדרט חדש בנושא של הענישה בניירות ערך. ולכן שנה לאחר מכן כשהגיע עניין דנקנר, אז זה כבר בית המשפט העליון העלה את ההרשעה משנתיים לשלוש שנים כדי אולי להשוות גם לסטנדרט החדש. כלומר יש לנו כאן בהחלט עבירות חמורות עם ענישה מאוד מחמירה. והדברים האלה רק הולכים ונעשים יותר משמעותיים, כי ראינו שהענישה היום היא אפילו עוברת הלאה לחמש שנים ולעשר שנים, כמו שראינו בטפרו ובברמלי, שניתנו בשנת 2020. עכשיו, לסיום הסיפור הזה של העבירות, אני אגיד בקצרה עוד סוג אחד של עבירה וזה שימוש במידע פנים. ולצורך העניין הזה אני אתן דוגמה. יש עכשיו, בדצמבר 2021 הוגש כתב אישום כנגד דניאל בירנבאום ואיילה כהן. דניאל בירנבאום היה המנכ"ל של 'סודה סטרים', הוא כבר לא. אבל הוא היה המנכ"ל של 'סודה סטרים'. אני לא יודע אם אתם יודעים, אבל 'סודה סטרים' ב-2018 נמכרה לחברת 'פפסיקו', כן? חברת 'פפסי'. היא רכשה את 'סודה סטרים' עכשיו, עוד לפני זה ב-2016 כאשר 'סודה סטרים' עלתה על דרך של רווחיות מאוד גבוהה. וכאשר היא עמדה בסוף 2016 לדווח את הדו"ח הרבעוני האחרון לשנת 2016. וזה היה ברווחיות מאוד גבוהה. אז עוד לפני הדיווח, כן? יש דיווח רבעוני. לפני הדיווח בירנבאום דיבר עם איילה כהן, שהיא מקורבת שלו. וסיפר לה על כך שהחברה עשתה רווחים מאוד גבוהים ברבעון האחרון של 2016. ולכן אולי כדאי לה לקנות מניות, כי כנראה שאחרי הדיווח מן הסתם המניה תעלה. וזה מה שקרה. כן איילה כהן שמעה את העניין ורצה וקנתה. לקחה את כל הכספים הזמינים שיש לה ורכשה מניות של 'סודה סטרים'. 'סודה סטרים' דיווחה את הדיווח עם רווח מאוד גבוהה. ואכן איילה כהן זכתה בכמה עשרות אלפי שקלים. זה היה ב-2016. ב-2018 אמרנו ש-'פפסיקו' רכשה את 'סודה סטרים'. אבל לפני הרכישה, אדון בירנבאום, שהיה מנכ"ל 'סודה סטרים', נפגש עם ההנהלה של 'פפסיקו' והוא ידע שזה צפוי. כלומר זה כבר היה מנוי וגמור. כעת רק היה צריך לחתום על החוזה ולדווח לבורסה. כלומר הגיעו בעצם לנקודת האל-חזור. עכשיו, בין לבין המידע הזה זה נקרא מידע פנים. מידע פנים זה בעצם מידע שהוא בסטטוס זמני. כלומר זה מידע על התפתחות בחברה, שינוי במצבה שאינו ידוע לציבור. ואילו נודע בו, היה כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר ניירות הערך של החברה. מידע פנים על פי ההגדרה זה מידע שהוא חדל מלהיות מידע פנים לאחר הפרסום. כלומר מידע בפנים זה לא תמיד הוא נשאר מידע פנים, כן? זה לא סוד מסחרי שהוא תמיד נשאר מידע פנימי. זה שונה מסוד מסחרי. זה מידע שהוא באופן זמני הוא מידע פנים ואז הוא מדווח. למשל הדוגמה הזאת שנתתי כעת. כל עוד יש משא ומתן עם חברת 'פפסיקו' זה מידע פנים. עכשיו זה צפוי. יכול להיות שזה יצליח, יכול להיות שזה לא יצליח, יש נקודה שאנחנו כבר מבינים שזה הולך לקראת זה. אולי זה לא סגור סופית, כי אם זה כבר סגור סופית כבר צריך לדווח. אבל זה כמעט סגור סופית, כן? יש פה איזשהו פרק זמן מאוד קצר שבו אנחנו יודעים שזה כמעט סגור סופית. וזה צפוי להיות. ועדיין לא מדווחים. ואז יש את הדיווח. עכשיו זה, פרק הזמן הקצר הזה, זה הפרק הכי משמעותי מבחינת השימוש במידע פנים. כי אם פה איש פנים. ואיש פנים זה כל אדם שהוא נושא משרה בחברה. בעלי מניות, בעלי שליטה. כל האנשים שמעורבים בעסקה וכן הלאה. אם אנשי פנים ימסרו את מידע הפנים הזה לאנשים זרים והאנשים הזרים האלה יעשו עסקאות במידע פנים. או לחילופין אנשי הפנים בעצמם יעשו את השימוש במידע פנים, אז יש לנו עבירה של שימוש במידע פנים. אז זה מה שקרה עם איילה כהן. כלומר פה זה לא בירנבאום עשה את העסקאות אלא איילה כהן. דרך אגב, אם בירנבאום היה עושה את העסקאות, אז זאת הייתה עבירה הרבה יותר חמורה. זו עבירה של מאסר חמש שנים, כן? או קנס של מיליון שקל. אבל כיוון שאיילה כהן עשתה את המידע, בגלל מידע שנמסר על ידי איש פנים, אז זה שימוש במידע פנים שמקורו באיש פנים וזה רק מאסר שנתיים. או קנס של בערך חצי מיליון שקל. אז זה מה שקרה כאן. מה שקרה כאן, יש כתב אישום תלוי ועומד, זאת דוגמה מצויינת לנושא של מידע פנים. טוב, לסיכום כל הפרק שלנו על עבירות בניירות ערך, זה לא כל העבירות. יש גם עבירות על אי דיווח. יש עבירות אחרות על פרט מטעה בתשקיף, מתוך כוונה להונות משקיעים. ויש עבירות שונות ונוספות. דרך אגב, לברמלי היו גם את העבירות האלה של פרט מטעה, מתוך כוונה להונות משקיעים. לא רק העניין של הצעה לציבור ללא תשקיף. כלומר הוא לא לחינם קיבל עשר שנים, כי יש שמה עוד עבירות. זה לא רק העבירות של הצעה לציבור ללא תשקיף, כן? אז יש עוד הרבה מאוד עבירות, אבל אנחנו כאן מיקדנו את הדיון בעצם בשלוש עבירות מרכזיות. הצעה לציבור ללא תשקיף, שימוש במידע פנים שזה היה בסוף. ובאמצע דיברנו גם על התרמית ו-או על השפעה בדרכי תרמית. כלומר עבירת התרמית. כאמור יש עוד עבירות שחלקן הן עבירות קלות. אפשר גם אולי אחר כך להביא אותם לוועדה מנהלית ואפילו לא מגיעות לבית משפט. ורק

מסתפקות בעיצומים כספיים וזהו. או התחייבות להימנע מעבירה וכן הלאה. כלומר זה סוג שדומה מאוד לכופר בדיני מיסים. כלומר יש ועדת אכיפה מינהלית או שזה כן מגיע לבית משפט, כשזה עבירות יותר חמורות. עד כאן ענייננו להיום. דיברנו על גיוס הון מהציבור, דיברנו על התשקיף, דיברנו על עבירות בניירות ערך, כאשר מיקדנו את הדיון בעבירות המרכזיות. תודה רבה לכם ונשתמע. האזנתם לפודקאסט האקדמי של שערי מדע ומשפט. תודה ובהצלחה במבחנים.