



רשות ניירות ערך

עמדת סגל

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הינן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות של הסגל בסוגיות הנוגעות ליישום דיני ניירות ערך. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות והסגל בהפעלת סמכותם והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחליק בנסיבות דומות.

יד' בחשוון, התשפ"א

1 בנובמבר, 2020

עמדת סגל משפטית בנושא תרמית במסחר בניירות ערך

1. הקדמה

המטרה של עמדת סגל זו הינה תיאור של אינדיקציות העולות מן המסחר, אשר לדעת סגל הרשות מצביעות על חשד לביצוע תרמית במסחר בניירות ערך, לצורך הדגשת המקרים המהווים הפרה של הדין, זאת בניגוד לאיסור הקבוע בסעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק" או "חוק ניירות ערך").

החוק אוסר על השפעה בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך. הרציונל בבסיס הוראה זו הוא הבטחת קיומו של מסחר תקין והוגן למען החתירה לשוק הון יעיל ומשוכלל. חקיקת סעיף 54 נועדה להבטיח כי מנגנון קביעת המחירים בבורסה ינטרל מהשפעות זרות כדי ששערי ניירות הערך ימדדו פעילות כלכלית אמיתית המבוססת על הערכות המשקיעים בנוגע לשווי נייר הערך. בנוסף לכך, מטרת ההוראה היא לשפר את יכולתו של המשקיע הסביר לקבל החלטות על בסיס כל המידע הרלבנטי, תוך נטרול עיוותים ופערי מידע הקיימים בשוק, העלולים להשפיע על קבלת ההחלטות שלו.¹ עיוותים אלה עלולים לגרום נזק כלכלי ישיר ומיידי לציבור הסוחרים, נזק לציבור המשקיעים באמצעות פגיעה בהשקעותיו הישירות או המנוהלות בידי מנהלי השקעות שונים, ולפגיעה באמון הציבור בשוק ההון.

התיבה "דרכי תרמית" המופיעה בסעיף 54(א)(2) הינה "מושג שסתום", מושג שיש לצקת לתוכו תוכן. הביטוי "דרכי תרמית" אינו מפורט בחוק ואינו כולל רשימה סגורה של מקרים. מושג זה פורש, במשך השנים, על ידי בתי המשפט בערכאות השונות, אשר קבעו כי דרכי תרמית הן רבות

¹ ע"פ 97/5383, ע"פ 97/5647 טמפו תעשיות בירה בע"מ ואח' נ' מדינת ישראל, פ"ד נד(1) 557, בעמ' 568.

פנים וצורות. אין הן מוגבלות לפעולות סרק בלבד, ואפשר למצוא את חותמן גם בפעולות ממשיות לכאורה.²

דפוס התרמית מאופיין בהצבת שער נייר הערך כתכלית של הפעולה תוך הסתרת המגמה של הפעולה, אי גילוי מידע רלוונטי ויצירת מראית עין של פעולה המושפעת מכוחות השוק בלבד.

עמדת סגל זו מציגה רשימה לא סגורה של דפוסי התנהגות כאלו, דוגמאות לדפוסים אלה במסחר, וכן סימנים מעידים הנבחנים לצורך קביעה אם ישנו חשד להפרת החוק. עמדת הסגל נועדה לשמש כלי עזר לפעילים בשוק ההון, לממוני אכיפה פנימית וציות ולאחרים העוסקים בתחום, בבואם לאבחן האם התנהגויות או פעילויות במסחר עולות כדי תרמית במסחר כמשמעותה בחוק ניירות ערך ובפסיקת בתי המשפט.

מסמכים דומים קיימים גם במדינות אחרות. כך, בהמשך לדירקטיבה האירופאית בנושא תרמיות במסחר³, ולהנחיות ארגון רשויות ניירות הערך האירופאי (ESMA)⁴, פרסמו רשויות ניירות ערך באירופה רשימת דוגמאות להתנהגויות במסחר המהוות לדעת הרשויות תרמית בניירות ערך, וכן פרמטרים וגורמים אותם יבחנו הרשויות בבואן לקבוע אם מדובר בתרמית בניירות ערך.

על מנת להקל על הקוראים, מובאת עמדה זו במכוון במילים פשוטות, תוך הימנעות ככל הניתן משימוש במונחים משפטיים או כלכליים מורכבים. יובהר, כי עמדה זו היא כללית באופיה, וכי רשות ניירות ערך בוחנת בכל מקרה ומקרה המובא לפתחה את התקיימות יסודות העבירה בסעיף 54(א)(2) לחוק על רקע נסיבות המקרה. כפי שצוין לעיל, רשימת הדפוסים והדוגמאות שיוצגו להלן אינה מהווה רשימה סגורה, ויש לראות בה כלי מנחה בלבד. עוד יובהר, כי הוראות הדין ופסיקת בתי המשפט בנוגע לעבירת התרמית במסחר הן המחייבות, וכי בכל מקרה יש לפעול על פיהן.

2. סעיפי החוק

סעיף 54 לחוק קובע כדלקמן:
”54. תרמית בקשר לניירות ערך

² פעולת סרק היא למשל ביצוע עסקאות עצמיות בין שני חשבונות שונים המצויים בבעלות אותו אדם, שכן בפועל הפעולה אינה מביאה להחלפת בעלות בניירות הערך. פעולה ממשית לכאורה היא למשל ביצוע עסקאות אמיתיות של קניה או מכירה מול גורמים אקראיים בשוק.

³ Directive [2003/6/EC](#) of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse).

⁴ ESMA (CESR)

Ref: CESR/04-505b Market Abuse Directive - Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive

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

(1) הניע או ניסה להניע אדם לרכוש או למכור ניירות ערך ועשה זאת באמרה, בהבטחה או בתחזית - בכתב, בעל פה או בדרך אחרת - שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או בהעלמת עובדות מהותיות ;

(2) השפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך. לענין פסקה זו, חזקה כי מי שפעל לפי הוראות סעיף 56(א) לענין ייצוב מחיר ניירות ערך לא השפיע בדרכי תרמית כאמור.

(1א) גורם מפוקח או משקיע בניירות ערך שעשה אחד מאלה, יראו אותו לענין פרק ח' כמי שביצע הפרה המנויה בתוספת ג' לתוספת השביעית :

(1) מסר לאדם אמרה, בהבטחה או בתחזית - בכתב, בעל פה או בדרך אחרת - שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או בהעלמת עובדות מהותיות והיה עליו לדעת שיש במעשיו כדי להניע אותו אדם לרכוש או למכור אותו ני"ע ;

(2) עשה עסקה עצמית בניירות ערך, עסקה מתואמת בניירות ערך או ייצוב של שער ניירות ערך.

3. התנהגות במסחר המקימה חשד לתרמית בניירות ערך

להלן תיאור סוגי התנהגות במסחר המקימים חשד לתרמית בניירות ערך לפי סעיף 54 לחוק. הרשימה אינה מהווה רשימה סגורה.

הנסיבות המפורטות ברשימה הן דפוסים אשר התקיימותם מקימה חשד לתרמית במסחר בניירות ערך. מובן כי התקיימות הנסיבות אינה גוררת אחריה באורח אוטומטי פתיחה בחקירה, והן אך בסיס להפעלת שיקול דעת הרשות לענין זה :

3.1 עסקאות עצמיות - מכירה וקניה בעת ובעונה אחת של אותו נייר ערך, בידי אותו אדם או מי מטעמו, אשר השפיעה על שער נייר הערך בבורסה ; (Wash trades).

דוגמא א': אדם אשר מבצע עסקאות בניירות ערך בין חשבונות המצויים בבעלותו, כאשר הבעלות בנייר הערך אינה משתנה, ומשפיע על שער נייר הערך.

דוגמא ב': מנהל תיקי השקעות, אשר קונה או מוכר ניירות ערך בחשבונו או בחשבונם של אחרים המקורבים לו, באמצעות עסקאות בין חשבונות אלו לבין החשבונות אותם הוא מנהל עבור לקוחותיו ומשפיע על שער ניירות הערך.

3.2 עסקאות מתואמות - מכירה וקניה של אותו נייר ערך, בידי שני אנשים או יותר, שנעשו תוך תאום מראש בין הצדדים, והשפיעו על שער נייר הערך בבורסה ; (Matched orders).

דוגמא ג': גורם המבצע עסקאות מתואמות במטרה להשיא לעצמו רווח או למנוע הפסד באמצעות הפרשי שערים במסחר ;

3.3 ביצוע עסקאות כמצג שווא - ביצוע עסקאות במסחר תוך השפעה על שער נייר הערך, בין אם מתואמות ובין אם לאו, היוצרות מצג שווא בדבר קיום מסחר ער בניירות ערך או שינויים בשערן של נייר הערך ;

דוגמא א': ביצוע עסקאות במחזורים גדולים ביחס למחזורים הממוצעים בנייר ערך דל סחירות, תוך השפעה על שער, במטרה ליצור את הרושם לקיומו של מסחר "ער" בנייר הערך;

דוגמא ב': הזרמת הוראת קניה בכמות גדולה במעט מזו הקיימת בהוראת המכירה הראשונה בספר הפקודות, ובשער הקיים בשכבה השנייה של הוראות המכירה בספר הפקודות, כך השער נקבע בהתאם לשכבה השנייה, בעלת השער הגבוה יותר, אף שרוב העסקה נעשה בשער הנמוך יותר. באופן זה מועלה השער למחיר השכבה השנייה באמצעות רכישה "זולה" יותר הנעשית ברובה במחיר השכבה הראשונה ("שיטת הזנבות").

דוגמא ג': ביצוע עסקאות קניה או מכירה מחשבון פרטי בזיקה לפעילות של חשבון מוסדי באותו נייר, תוך תזמון הפעילות של החשבונות הפרטיים והמוסדיים במטרה להפיק רווחים.

3.4 **מתן הוראות ללא כוונת ביצוע** - הזרמת הוראות במסחר וביטולן לפני ביצוע, במטרה לטעת רושם כאילו יש היצע או ביקוש אמיתי בהגבלות שערים אלו ובכך להשפיע על שער נייר הערך;

דוגמא א': מתן הוראות בשלב המסחר הרב צדדי וביטולן בסמוך לפני תום שלב מסחר זה, במטרה להשפיע על תנודות שער נייר הערך ו/או המדד;

דוגמא ב': גורם במסחר אשר מזרים סדרת הוראות שווא (בדרך כלל ע"י מכונה) תוך ניסיון לגרום לתנועה מהירה במחיר המניה, וזאת על מנת "לצוד" סוחר אחר שגיב להוראות השווא ויבצע מסחר אל מול הוראה אמיתית של אותו גורם שניתנה מהצד השני. בסמוך לביצוע העסקה או מיד לאחריה יבוטלו ההוראות המניפולטיביות.

3.5 **השפעה על שער נעילה** - מתן הוראות קניה או מכירה, במטרה להשפיע על שער נייר הערך בשלב הנעילה; (Marking the clos)

דוגמא א': גורם הפועל להקטנת אחזקותיו בנייר ערך על ידי מכירות במהלכו של יום מסחר, רוכש לקראת סוף כל יום מסחר כמות קטנה יחסית של נייר הערך, בשער גבוה משערי מכירותיו, במטרה לצמצם את ירידת הערך של שווי אחזקותיו הנותרות בנייר הערך, או במטרה לסייע לו למכור את יתרת אחזקותיו ביום/ימי המסחר העוקבים במחירים גבוהים יותר;

3.6 **השתלטות על נייר ערך לצורך השפעה על השער** - הזרמת הוראות ו/או ביצוע עסקאות על-ידי גורם או מספר גורמים, תוך שיתוף פעולה, בניסיון ליצור עודף ביקוש או עודף היצע של נייר הערך, במטרה להשפיע באופן ישיר או עקיף על שערי הקניה או המכירה של אותו נייר ערך וקביעתם;

דוגמא א': גורם בשוק בעל אחזקה משמעותית בנייר ערך, המזרים הוראת קניה לאותו נייר ערך בשער גבוה, בסמוך לתום שלב המסחר הרציף ובמהלך שלב מכרז הנעילה, באופן המהווה חלק משמעותי מצד הביקוש של נייר הערך על מנת להשפיע על שער הנעילה ובכך להעלות את שווי אחזקותיו;

- 3.7 **שמירה על שער מינימום של נייר ערך** - הזרמת הוראות או ביצוע עסקאות במטרה למנוע ירידת שער, בכדי למנוע תוצאות שליליות למנפיק, לבעל השליטה או לבעל אינטרס אחר בשער הנייר;
- דוגמא:** בעל שליטה, אשר ניירות הערך של החברה בשליטתו מהווים בטוחות לאשראי שקיבל, קונה את נייר הערך במהלך המסחר, תוך העלאת השער או מניעת ירידתו, במטרה למנוע דרישה להגדלת בטוחות;
- 3.8 **השפעה על השער לצורך שערוד** - קניה או מכירה של נייר ערך, בסמוך לסיום תקופת דיווח, או תאריך חתך, באופן המשפר את שווי הנכסים או את שווי תיק ההשקעות/התשואות של הגורם המדווח; (Window dressing)
- דוגמא:** גוף מוסדי (לדוגמא, מנהל קרן נאמנות) מזרים פקודת קניה לנייר ערך שהינו חלק מתיק האחזקות שלו, בסמוך לפני הזמן בו נמדדות התשואות של אותו הגוף (סוף שנה, סוף רבעון וכו') במטרה לגרום לעלית שער, או למנוע ירידת שער. מטרתו היא לקבע את מחיר נייר הערך ברמה חריגה או מלאכותית, ובכך להעלות את שווי תיק האחזקות שלו ולהציג תשואה גבוהה יותר;
- 3.9 **פעילות במסחר במטרה להשפיע על תוצאות אירוע משמעותי** - הזרמת הוראות קניה או מכירה בנייר ערך על מנת להשפיע על שער, בסמוך לאירוע משמעותי, כאשר לשער יש השפעה על תוצאה של אירוע משמעותי זה (כגון מועד פקיעה של אופציות על מדד המעו"ף, מכרזי החלף, הרחבת סדרה, כניסה/יציאה ממדדים וכדומה);
- דוגמא א':** קניה או מכירה של נייר ערך, על מנת להשפיע על שער נייר הערך, בימים בהם נקבע המדד, לרבות הרכב או משקל, כאשר באותה העת קיימת למבצע הפעילות פוזיציה באותו נייר ערך (או בנייר קשור/נגזר), וזאת במטרה להרוויח מהשינוי במדד ו/או בהרכבו;
- דוגמא ב':** חברה ציבורית פרסמה דוח על כוונתה לבצע הרחבת סדרה של אג"ח של אותה החברה. בעל השליטה בחברה או מי מטעמו, מבצע במהלך המסחר, קניות ו/או עסקאות מתואמות באותו אג"ח, במטרה לגרום לעליות שערים או למנוע ירידות שערים, בסמוך לפני המועד בו נקבע המחיר לפיו תונפק הרחבת הסדרה;
- 3.10 **השפעה על שער נייר ערך במטרה להשפיע על נייר ערך קשור** (נגזר, נייר על אותו עקום תשואות וכדומה) או השפעה על נייע בפלטפורמת מסחר אחת על מנת להשפיע על שער בפלטפורמת מסחר אחרת;
- דוגמא:** גורם המחזיק כתב אופציה של מניה מסוימת, מזרים הוראת קניה בלימיטיס גבוהים במניה בכדי לגרום לשער המניה לעלות ובעקיפין גם לשער כתב האופציה, ולאחר מכן, להרוויח ממכירה של כתבי האופציה על אותה המניה.
- 3.11 **ניצול לרעה של מנגנוני המסחר בבורסה במטרה להשפיע על שער נייר הערך** - הזרמת הוראות קניה או מכירה במטרה להשפיע על השער ובכך להפעיל מנגנוני מסחר בבורסה, תוך ניצול הפעלת המנגנון לצורך הפקת רווחים⁵.

⁵ מנגנון ממתן תנודה מופעל כאשר הולכת להתבצע עסקה בשינוי שער מעל שיעור שנקבע בתקנון הבורסה. במידה ומופעל, העסקה לא מתבצעת מיד אלא מתקיימת הפסקת מסחר לפרק זמן של 3 עד 4 דקות בשלבי הפתיחה ונעילה ו-

דוגמא: הזרמה מכוונת ושיטתית של הוראות הגורמות להפעלת מנגנון ממתן תנודה ושינוי המסחר בנייר ממסחר רציף בו קיימת הגבלה של גודל פקודה מזערי, למסחר רב-צדדי, ומיד לאחר מכן, במהלך המסחר הרב צדדי, ביטול הוראת הקניה שהפעילה את המנגנון והזרמת הוראות חדשות במסחר בכמויות מזעריות (ע.נ בודדים) הגורמות לשינוי בשער.

4. סימנים מעידים

המאפיינים הבאים עשויים להיות רלבנטיים לצורך הפעלת שיקול דעת הרשות אם מדובר בתרמית בניירות ערך. כל אחד מהם יכול לעמוד בפני עצמו או להיבחן יחד עם מאפיינים אחרים.

בואנו לבחון את המסחר, יילקחו בחשבון בין היתר גם מאפייניהם הייחודיים של שחקנים שונים בשוק ההון (לדוגמא: עושי שוק וכדומה).

הרשימה אינה מהווה רשימה סגורה:

- 4.1 היקף ההוראות או העסקאות של אותו גורם מסך הפעילות שבוצעה באותו יום באותו נייר ערך או מסך הפעילות בשלב מסוים במסחר;
- 4.2 המידה בה הוראות או עסקאות של גורם או מספר גורמים הפועלים במשותף, הובילו לשינוי במחיר נייר הערך או נגזר שלו;
- 4.3 העדר שינוי בבעלות על נייר הערך או העדר מהות כלכלית אחרת בביצוע העסקאות.
- 4.4 המידה בה הוראות או עסקאות, בוצעו בפרק זמן קצר, תוך שינוי צד - קניה ומכירה (position reversals), והיוו חלק משמעותי מהיקף המסחר באותו היום בניירות הערך הרלוונטיים;
- 4.5 המידה בה הוראות או עסקאות, בוצעו תוך פרק זמן קצר והובילו לשינוי בשער, אך זה חזר לשער טרום עסקאות אלה זמן קצר לאחר מכן;
- 4.6 מידת ההשפעה של הוראות ביקוש או היצע בנייר ערך, אשר בוטלו לפני ביצוען, על ספר הפקודות הנגיש לציבור המשקיעים;
- 4.7 מידת השינוי בשער נייר ערך, אשר נוצר כתוצאה מעסקאות שבוצעו בסמוך לאירוע משמעותי בו שער זה שימש בסיס להערכת נכסים, להערכות שווי, הסדרים, הרכב מדד, קביעת מחיר בהצעת ניירות ערך לציבור, וכדומה;
- 4.8 קיום אינטרס, ישיר או עקיף, בהשפעה על השער או על שווי נייר הערך או נגזר שלו;
- 4.9 המידה בה השינוי בשער נייר ערך היה משמעותי ביחס לטווח המחירים בהם נסחר הנייר באותו היום, השבוע או החודש;
- 4.10 המידה בה גורם או גורמים הפועלים יחדיו במסחר, הצליחו באופן רציף ועקבי להעלות או להוריד את שער נייר הערך.
- 4.11 המידה בה שווי החזקותיו של גורם מסוים הושפעה מאופן פעילותו בנייר הערך.

5 עד 6 דקות בשלב הרציף, ומתקיים מסחר רב צדדי. מטרת המנגנון אינה למנוע ביצוען של עסקאות אלא לדחות ביצוען של עסקאות חריגות על מנת לאפשר לשוק למתן את התנודה החריגה טרם ביצועה.

אנשי קשר: עו"ד אבי ארוניס, רו"ח זוהר לויטן

טלפון: 03-7109898, פקס: 03-5663024