

פרק ט'

שימוש במידע פנים

תוכן עניינים

426	1. הרציונל באיסור על שימוש במידע פנים
426	1.1 כללי
428	1.2 הכלל של "גלה או הימנע" — Disclose or Abstain Rule
434	1.3 נימוקים בעד ונגד האיסור על שימוש במידע פנים
434	1.3.1 כללי
434	1.3.2 נימוקים בעד הגבלת השימוש במידע פנים
440	1.3.3 נימוקים בעד התרת השימוש במידע פנים
445	2. יסודות העבירה
445	2.1 מהו מידע פנים
445	2.1.1 כללי
448	2.1.2 "אשר אינו ידוע לציבור"
453	2.1.3 "ואשר אילו נודע לציבור..."
455	2.1.4 עקרון "המהותיות" לעניין הכרעה בדבר קיומו של מידע פנים
465	2.1.5 "תיאורית המוזאיקה" (The Mosaic Theory)
468	2.1.6 מה לא ייחשב למידע פנים
470	2.1.7 ה"תיאוריה הקלאסית" ו"תיאוריית המעילה" ביחס למידע פנים
475	2.2 "איש פנים"
475	2.2.1 הרציונל לאיסור השימוש במידע פנים על ידי "איש פנים"
477	2.2.2 מיהו "איש פנים"
489	2.2.3 איש פנים "פנימי" — אדם העובד בחברה או שהינו נושא משרה בה
493	2.2.4 איש פנים "חיצוני" — אדם שאינו עובד בחברה ושאינו נושא משרה בה
499	2.2.5 מיהו "איש פנים מרכזי"
502	2.2.6 התאגיד כ"איש פנים" המחזיק במידע פנים

דיני ניירות ערך

504	2.2.7	החמרת הענישה ביחס ל"איש פנים"
505	2.3	שאלת הקשר הסיבתי
510	3.	דרכי ביצוע העבירה
510	3.1	מהו "שימוש" במידע פנים
511	3.2	עשיית שימוש במידע פנים על ידי "איש פנים"
512	3.3	מסירת מידע פנים לאדם אחר
513	3.4	עשיית שימוש במידע פנים שמקורו ב"איש פנים"
513	3.4.1	כללי
515	3.4.2	מקבל המידע (Tippee)
	3.4.3	גישת המשפט האמריקאי לשאלת השימוש במידע פנים על ידי מי
518		שאינו "איש פנים"
523	3.4.4	שרשרת מקבלי המידע
526	4.	היסוד הנפשי
526	4.1	כללי
529	4.2	היסוד הנפשי לעניין עבירה על פי סעיף 52(א)(2) לחוק
532	4.3	היסוד הנפשי בעבירה על פי סעיף 52 לחוק
535	4.4	דרישת היסוד הנפשי במשפט האמריקאי
536	5.	הגנות בעבירה של שימוש במידע פנים
536	5.1	כללי
538	5.2	הגנת סעיף 52(א)(1) לחוק
538	5.3	הגנת סעיף 52(א)(2) לחוק
539	5.4	הגנת סעיף 52(א)(3) לחוק
539	5.5	הגנת סעיף 52(א)(4) לחוק
543	5.6	הגנת סעיף 52(א)(5) לחוק
544	5.7	הגנת סעיף 52(א)(6) לחוק
545	5.8	הגנת סעיף 52(א)(7) לחוק
546	5.9	הגנת סעיף 52(א)(8) לחוק
547	5.10	הגנת סעיף 52(א)(9) לחוק
550	5.11	הגנה לתאגיד מעבירת שימוש במידע פנים
551	6.	חזקות
551	6.1	חזקה על תאגיד שיש בידיו מידע פנים
552	6.2	חזקה בדבר ניצול מידע פנים על ידי "איש פנים מרכזי"
554	7.	זכות התביעה האזרחית בשל עבירה של שימוש במידע פנים
554	7.1	כללי

פרק ט': שימוש במידע פנים

555	7.2	שאלת הבעלות על מידע הפנים
556	7.3	זהות הנפגע העיקרי משימוש במידע פנים
556	7.4	הקניית זכות תביעה למשקיעים מהציבור – ראוי אך לא פשוט
559	7.5	הוראת סעיף 52ח לחוק וזכות תביעה אזרחית על ידי משקיעים
559	7.6	הפרת חובה חקוקה
559	7.7	סיכום
560	8.	רמת הענישה בעבירה של שימוש במידע פנים
560	8.1	כללי
	8.2	השימוש בסעיף 61 לחוק העונשין לשם ענישה על עבירת שימוש במידע פנים
561	8.3	השימוש בסעיף 63 לחוק העונשין לשם ענישה על עבירת שימוש במידע פנים
563		פנים
565	8.4	רמת הענישה בעבירה של שימוש במידע פנים בישראל

1. הרציונל באיסור על שימוש במידע פנים

1.1 כללי

1.1.1 שימוש במידע פנים הינו אחת התופעות הרווחות ביותר בכל שוק הון, בין אם נודה בכך ובין אם לאו.

יתרה מזאת, ספק רב, אם ניתן למנוע לחלוטין שימוש במידע פנים ולהעלים כליל תופעה זו מהמסחר בניירות ערך. העבירה של שימוש במידע פנים מהווה חלק בלתי נפרד מקיומו של שוק הון. זאת, ולו בשל הפיתוי הגדול המונח לפתחם של אלה המחזיקים — לשעה יקרה מפז — מידע שאין לאיש מלבדם; פיתוי לעשות שימוש במידע על מנת להפיק רווח כספי ניכר, תוך ניצול יתרון המידע העודף שבידיהם על פני יתר השחקנים בשוק ההון.

1.1.2 מחקרים מגלים, כי שימוש במידע פנים הינו אכן פרקטיקה רווחת בשוק ההון. מעניין אף יותר לגלות, כי הפשע אכן משתלם: מחקרים אמפיריים מגלים, כי אנשים אשר עשו שימוש במידע פנים, אכן הרוויחו יותר מאשר אלה שלא עשו שימוש כזה, או שלא היה ברשותם מידע פנים.¹

1.1.3 האיסור על השימוש במידע פנים, הינו מאבני היסוד של דיני ניירות הערך ומיסודותיו של שוק הון המושתת על עקרונות של הגינות, שוויון, יעילות וסדר. ביסודו של האיסור האמור ניצבת השאיפה ליצור שוק הון, בו מתקיימת תחרות הוגנת ושוויונית ובו אין צד אחד נהנה מיתרון או מעדיפות על פני משנהו.² מטרת האיסור על השימוש במידע פנים הינה, אם כן, להעמיד את כל השחקנים הנוטלים חלק ב"תחרות" הקרויה — מסחר בניירות ערך, בפני תנאי התמודדות שווים וזהים. אכן, תנאי לתחרות הוגנת הוא שוויון מלא בין כל המתחרים ושלילת כל יתרון התחלתי-ראשוני של מי מהמשתתפים.³ משום כך, כוונת המחוקק בהסדרת איסור השימוש במידע פנים היא להעמיד את כל המשתתפים בפני אותו סיכון ובפני אותם גורמים של אי-ודאות, שהינם אינהרנטיים להשקעה בניירות ערך.⁴

1 ראו D. W. Carlton and D. R. Fischel, "The Regulation of Insider Trading" 35 Stanford L. Rev. 857, at p. 859.

2 ראו SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (1968) 848.
כן ראו Shapiro v. Merrill Lynch, 495 F.2d 228 (1974) 235.
ראו גם ת"פ (ת"א) 6026/89 מדינת ישראל נ' פלג (להלן: "פרשת פלג-שלום"), פ"מ תשנ"ג (4) 156.

3 ראו פרשת פלג-שלום, לעיל הערה 2, בעמ' 34 לגזר הדין. ראו באופן דומה גם ע"פ 4675/97 רוזוב ואח' נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת גיבור סברנה-עליון"), פ"ד נג (4) 337, בעמ' 352-354.

4 ראו Texas Gulf, supra note 2, at p. 852.

"The idea of a free and open public market is built upon the theory that competing judgments of buyers and sellers as to the fair price of a security brings about a situation where the market price reflects as nearly as possible a just price. Just as artificial manipulation tends to upset the true function of an open market, so the hiding and secreting of important information obstructs the operation of the markets as indices of real value. There cannot be honest markets without publicity".⁵

1.1.4 מעת בה עלול ליהנות שחקן אחד, או מספר שחקנים בני מזל, מעדיפות כלשהי על פני יריביהם, נשלל אותו יסוד הכרחי של הגינות ושל שוויון.⁶ מטרת האיסור על השימוש במידע פנים הינה לאפשר לבעל דוכן בשוק להתחרות — כשווה בין שווים — עם פרופסור למימון באוניברסיטה, ויותר מכך — עם יושב ראש הדירקטוריון של החברה שאת מניותיה מבקש בעל הדוכן לרכוש. אכן, משמעותו המעשית של האיסור על שימוש במידע פנים, היא האיסור וההגבלה על פעילותם בשוק ההון של המכונים, על ידי החוק, "אנשי פנים".⁷

1.1.5 ועדת בייסקי, שדנה בהשלכות משבר המניות הבנקאיות, קבעה עוד בשנות ה-80 כי —

"קיים קשר הדוק בין חובת גילוי בעסקאות בניירות ערך לבין הדינים הנוגעים לשימוש במידע פנים. בלשון כללית נציין כי אחת ממטרות הגילוי היא לבטל את היתרון הבלתי הוגן של אנשי פנים, שיש להם, מכוח מעמדם, גישה למידע פנים או 'חסוי', שאיננו מצוי בידי הציבור. גילוי נאות מאפשר מסחר בתנאי שוויון בנקודה זו. בהיעדרו נפתח בפני אנשי פנים השער להפיק רווחים בלתי הוגנים תוך ניצול חוסר המידע של הציבור הרחב המשקיע בניירות ערך. ההכרה בכך שיש להנהיג חובת גילוי לגבי עסקאות בניירות ערך הפכה אבן יסוד בשיטות משפט במדינות רבות".⁸

5 ראו Texas Gulf, *supra* note 2, at p. 858. באופן דומה ראו: U.S. v. Chestman, 947 F.2d 551 (1991) 573.

6 ראו גם פרשת פלג-שלום, לעיל הערה 2. באותו מקרה היה הנאשם מנכ"ל, דירקטור ובעל מניות בחברת מתכת סדום. בודעו כי מצב החברה בכירע, הוא מכר טיפין טיפין, באורח מחושב וזהיר, את אחזקותיו בחברה, תוך שניצל מידע פנים, שלא היה ידוע לכלל ציבור המשקיעים. בנצלו את המידע האמור, השיג לעצמו הנאשם — כך קבע בית המשפט — יתרון בלתי הוגן על פני יתר המשקיעים. ראו שם.

7 ראו, למשל, פרשת גיבור סבריה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 351–352.

8 מתוך "דין וחשבון ועדת החקירה לענין ויסות מניות הבנקים" (להלן: "דו"ח בייסקי") (ירושלים, התשמ"ו–1986), בעמ' 337–338.

1.1.6 אנשי פנים הינם אותם אנשים המקורבים לתאגיד, שמניותיו נסחרות בבורסה לניירות ערך, ומצויות בידי הציבור הרחב. מדובר באנשים אשר מתוקף תפקידם בתאגיד או מתוקף היותם בעלי מניות בו בשיעור ניכר, או מתוקף קשריהם העסקיים או האחרים עם התאגיד, הם נגישים למידע מהותי הנוגע לתאגיד ולעסקיו. מידע כזה, יכול להיות מסוגים שונים, בנוגע לעניינים שונים, ובלבד שהוא נוגע או קשור — ולו בעקיפין בלבד — לתאגיד.

1.2 הכלל של "גלה או הימנע" — Disclose or Abstain Rule

1.2.1 משמעותו המעשית של האיסור התחקיתי על שימוש במידע פנים הינה, כי מי שקיבל לרשותו מידע הנחשב למידע פנים, חייב להימנע מלעשות בו כל שימוש, כל עוד הוא נחשב לכזה. במילים אחרות, הכלל הוא, מה שכונה במשפט האמריקאי — Disclose or Abstain Rule, ובעברית — "גלה או הימנע". זה שברשותו מידע פנים ייאלץ להמתין עד שהמידע יהפוך לנחלת הכלל, עד שיחדל המידע הפנימי להיות כזה, ויהפוך להיות מידע ציבורי וגלוי. או אז, ורק אז, יורשה בעל המידע הפנימי לעשות בו שימוש. הרציונל לכך ברור — רק משעה שפורסם המידע ונמצא גם ברשות יתר המשתתפים ב"משחק", רק אז מאפשרים כללי ההגנות לבעל מידע הפנים לעשות בו שימוש.⁹

1.2.2 יודגש, כי בפסיקת בתי המשפט בארה"ב הודגש בעניין זה, כי אין כל חשיבות לאופי המסחר בניירות ערך בו מדובר, ואין כל מקום להבחין בין מסחר פנים-אל-פנים (בעסקה דו-צדדית, למשל) לבין עסקה במהלך המסחר הרגיל בבורסה.¹⁰ באופן דומה נדחה הטיעון כאילו אין כל פסול בשימוש במידע פנים שהנפגע ממנו אינו בעל מניות נוכחי של החברה. נדחתה גם הטענה לפיה אין לעברין כל אחריות כלפי מי שאינו בהווה בעל מניות בחברה, או לא היה כזה במועד השימוש במידע הפנים.¹¹

בפרשת Shapiro נקבע כדלקמן —

"To hold that section 10(b) and Rule 10b — impose a duty to disclose

9 ראו פרשת גיבור סברנה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 351–353. כן ראו *Kardon v. National Gypsum Co.*, 73 F. Supp. 798.

ראו גם *L. Loss & J. Seligman, Securities Regulation* (3rd ed.), V. 7, at pp. 3490–3492.

ראו גם — *Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F. Supp. 808, 828–829.

כן ראו מאמרו של K.E. Scott "Insider Trading: Rule 10b–5, Disclosure and Corporate Privacy", *The Journal of Legal Studies*, V. 9 N.2 (1980), 801, at p. 803.

כן ראו *Radiation Dynamics, Inc. v. Goldmuntz*, 464 F. 2d 876 (1972), at p. 887.

10 ראו *supra* note 5, at p. 574. Chestman,

ראו גם *L. Loss & J. Seligman, Fundamentals of Securities Regulation* (3rd ed.), at p. 817.

11 ראו *supra* note 5, at p. 573. Chestman,

material inside information only in face-to-face transactions or to the actual purchasers or sellers on an anonymous public stock change, would be to frustrate a major purpose of the antifraud provisions of the Securities laws: to insure the integrity and efficiency of the securities markets".¹²

בפסק הדין בפרשת Speed v. Transamerica Corp. נקבע באופן דומה —

"The duty of disclosure stems from the necessity of preventing a corporate insider from utilizing his position to take unfair advantage of the uninformed minority stockholders. It is an attempt to provide some degree of equalization of bargaining position in order that the minority may exercise an informed judgment in any such transaction".¹³

ובהמשך נקבע שם עוד —

"One of the primary purposes of the Securities Exchange Act of 1934... was to outlaw the use of inside information by corporate officers and principal stockholders for their own financial advantage to the detriment of uninformed public security holders".¹⁴

1.2.3 באחד מפסקי הדין המנחים בנושא זה, Texas Gulf Sulphur, הבהיר בית המשפט האמריקאי את חשיבות העיקרון של "גלה או הימנע" (Disclose or Abstain) (Rule):

"The essence of the rule is that anyone who, trading for his own account in the securities of a corporation has 'access', directly or indirectly, to information intended to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone may not take advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom he is dealing i.e., the investing public."¹⁵

12 ראו Shapiro, *supra* note 2, at p. 237. יצוין, כי סעיף 10b-5 לחוק ניירות הערך האמריקאי, שיפורט ויידון להלן בפרק זה, הינו הסעיף המסדיר את סוגיית איסור השימוש במידע פנים.

ראו גם Chris-craft Industries Inc. v. Piper Aircraft Corp., 480 F.2d 341 (1973) 357.

13 ראו Speed, *supra* note 9, at p. 829.

ראו גם Loss & Seligman, *supra* note 9, at p. 3494.

14 ראו Speed, *supra* note 9, at p. 829.

15 ראו Texas Gulf, *supra* note 2, at p. 848. ראו גם — Cady Roberts & Co., 40 SEC 907.

ראו גם Loss & Seligman, *supra* note 9, at p. 3505.

“[A]nyone in possession of material inside information must either disclose it to the investing public, or, if he is disabled from disclosing it in order to protect a corporate confidence, or he chooses not to do so, must abstain from trading in or recommending the securities concerned while such inside information remains undisclosed”.¹⁶

1.2.4 יצוין, כי בארה"ב נפסק, כי הכלל של "גלה או הימנע" הוא בעל תחולה גם בהליכים אזוריים בין בעלי מניות ולא רק בהליכים פליליים הננקטים על ידי הרשות לניירות ערך.¹⁷ בפרשת Shapiro, הנזכרת לעיל, נפסק, כי חובת הגילוי מכוח הכלל של "גלה או הימנע" אינה חלה רק על אלו שרכשו מניות מהמוכרים (שכנגדם נטען, כי לא גילו מידע פנים שהיה בידיהם), אלא היא חלה על המוכרים גם ביחס לבעלי מניות אחרים באותה חברה.¹⁸ באופן דומה נקבע בפרשת Radiation Dynamics v. Goldmuntz, כי הכלל של "גלה או הימנע" חל לא רק על ניירות ערך הנסחרים בבורסה, אלא גם על ניירות ערך הנמכרים בהנפקה פרטית.¹⁹

1.2.5 חובת הגילוי או ההימנעות, כמפורט לעיל, חלה לפי המשפט האמריקאי לא רק על אנשי פנים אלא גם על כל מי שמצוי בקשר של יחסי אמון עם החברה, כגון יועצים מסוגים שונים, ואחרים.²⁰

למעשה, מי שמצוי ברשותו מידע פנים, ייאלץ לא רק להמתין עם השימוש במידע הפנים. יהא עליו להמתין עם ביצוע פעולות כלשהן בניירות הערך של אותו תאגיד, שכן אם יבצע אותו אדם פעולות בניירות ערך של התאגיד, שלגביו יש ברשותו מידע פנים, הוא עלול להיחשד בשימוש אסור במידע פנים אף אם בפועל הוא לא השתמש במידע פנים לשם ביצוע הפעולות בניירות הערך. במקרה כזה, יהא מוטל על אותו אדם נטל ההוכחה, כי לא עשה שימוש כלשהו במידע פנים. בהיות נטל זה כבד

16 ראו Texas Gulf, *supra* note 2, at p. 848.

17 ראו Shapiro, *supra* note 2, at p. 236.

18 ראו Ibid, at pp. 236–237. יצוין, כי באותה פרשה הואשמה חברת הברוקרים הנודעת מריל-לינג' בכך שכאשר היה ברשותה מידע פנים על דבר הנפקת אג"ח צפויה של חברה ציבורית (מריל-לינג') היתה אמורה להיות בין חתמי ההנפקה) היא מסרה מידע למספר לקוחותיה, שהקדימו ורכשו ניירות ערך של אותה חברה, בטרם התפרסם המידע. מנגד, היא לא מסרה מידע פנימי זה לכל לקוחותיה, אשר הופלו לרעה לעומת אותם לקוחות בני-מזל שקיבלו את המידע. בפסק הדין שניתן בשנת 1974 הורשעה מריל-לינג' בשימוש במידע פנים.

19 ראו Radiation Dynamics, *supra* note 9, at p. 887.

20 ראו Loss & Seligman, *supra* note 10, at pp. 817–819.

יצוין, כי על פי המשפט הישראלי כלל אין דרישה להוכחת יחסי אמון או יחסי "רעות" על מנת להקים את חובת ההימנעות משימוש במידע פנים.

וקשה להרמה, הרי שמבחינה מעשית נאסר עליו לבצע כל פעולה בניירות הערך של התאגיד הרלוונטי, כל עוד המידע הפנימי לא נודע בציבור.²¹ הגבלה רחבה זו נועדה למנוע, כאמור, מאנשי פנים ומאחרים, שקיבלו לידיהם את מידע הפנים, מלעשות בו שימוש, ובכך — לזכות ביתרון בלתי הוגן.

1.2.6. ייתכנו מצבים בהם דירקטור בחברה נוטל חלק במשא ומתן בשם התאגיד עם חברה אחרת. במסגרת תפקידו בתאגיד מגיע לידי מידע פנים, אשר על פי טיבו הוא מנוע מלגלותו לצד השני, בשל חובת הסודיות והאינטרס העסקי של התאגיד. אם אותו דירקטור יבקש לבצע פעולות בניירות הערך של התאגיד בו הוא מכהן, יהיו פעולותיו כפופות לכלל האמור של "גלה או הימנע". אם חפץ אותו דירקטור לעשות שימוש במידע הפנים שהגיע לידי, חובה עליו לגלות את המידע לציבור ורק אז — לרכוש או למכור ניירות ערך של התאגיד. ואולם, נאסר, כאמור, על הדירקטור לחשוף את המידע. התנגשות זו של אינטרסים ושל חובות מנוגדות, מובילה את הדירקטור לדרך אחת ויחידה המותרת לו — להימנע מכל פעולה בניירות הערך של החברה. אם לא יעשה כן, הוא עלול למצוא עצמו במצב ברור של הפרת חובה אחת לפחות: הפרת החובה בדבר שמירת הסודיות כלפי התאגיד או הפרת האיסור על שימוש במידע פנים.

1.2.7. שאלה אחרת המתעוררת בהקשר לכלל של "גלה או הימנע" היא — במשך כמה זמן אמור בעל מידע פנים להימנע מלעשות שימוש במידע הפנים. האם עליו להימנע ממש עד לרגע פרסום המידע או שמא גם לאחר הפרסום לא יהא רשאי לבצע פעולות בניירות הערך של אותו תאגיד, ואם אמנם כך — למשך כמה זמן תמשיך לחול עליו המגבלה האמורה?

התשובה על כך אינה אחידה ואין היא חד-משמעית. כבמקרים רבים אחרים, תלוי הדבר בנסיבותיו של המקרה, ובמיוחד — בטיבו של המידע. יש שהמידע הינו פשוט, ברור ומובן לכל, והמשמעות העולה ממנו ברורה לציבור המשקיעים. כך הדבר, לדוגמא, כאשר מדובר במציאת סימני נפט על ידי שותפות לחיפושי נפט, או כאשר מדובר במידע בדבר שינוי משמעותי ברווחים או בהפסדים של תאגיד, או כזה המתייחס לעסקה מהותית ביותר של תאגיד, כגון — השתלטות עוינת או רכישת חברה מתחרה, וכיוצא באלה.

ואולם, חלק ניכר מפריטי המידע המתויגים כמידע פנים אינם כה זוהרים ואינם כה ברורים על פניהם. להמחשה: מידע בדבר פרישת מייסד החברה אין משמעותו כי פני החברה, בהכרח, לאבדון. לעתים — נהפוך הוא. הוא הדין בהחלפת בעלות על חברה. יש שמדובר בחילופים מבורכים ומעודדים, ויש כאלו העלולים להדיר שינה

21 לדין בשאלה, מתי ניתן לומר כי מידע "נודע לציבור", ראו בסעיפים 2.1.2–2.1.3 לפרק זה להלן.

מעניי ציבור המשקיעים. במילים אחרות, גם פרסום המידע הפנימי לציבור הרחב אינו נושא עימו, לעתים קרובות, תג זיהוי ברור וקריא-לכל. יש שהמידע טעון "עיכול", ניתוח, השלמה והצלבה עם פריטי מידע אחרים. לעתים, רק חלוף הזמן יענה על השאלה מה היה טיב השינוי ומה היתה עוצמתו. ברור, אם כן, כי לעתים אין די בעצם הפרסום על מנת שיתאפשר לציבור המשקיעים לקלוט את המידע, להבינו כדבעי ולקבל החלטות על פיו.

בפרשה הנודעת של Texas Gulf אכן נפסק בעניין זה כך:

"Before insiders may act upon material information, such information must have been effectively disclosed in a manner sufficient to insure its availability to the investing public".²²

השלכות דברים אלו, לעניין הכלל של "גלה או הימנע", ברורות: לעתים מזומנות, גם לאחר פרסום המידע לא יוכל בעל מידע הפנים לעשות בו שימוש מידי, אף שכאמור אין מדובר עוד במידע פנים.

ושוב, קביעה נחרצת וכללית של פרקי זמן נחרצים ואחידים, ביחס לכל המקרים, אינה מעשית ואינה אפשרית. בכל מקרה ומקרה אמור בעל מידע הפנים לשקול היטב אם היה סיפק בידי הציבור לקלוט את המידע ולהפנימו. יתר על כן, יש גם להביא בחשבון, כי מידע אינו הופך "ידוע לציבור" ממש במועד פרסומו. אמנם נכון שהמידע זמין כיום, באופן מידי באמצעות האינטרנט לא רק לאנשי שוק ההון, כגון — מנהלי תיקים, יועצי השקעות, אלא לכלל ציבור המשקיעים. עם זאת, לא יהא זה נכון לומר, כי כל ציבור המשקיעים, או אף מרביתו, מודע למידע שפורסם מיד עם ביצוע הפרסום. ככלות הכל, לעתים יגיע המידע שפורסם בשעות הבוקר לידיעת ה"משקיע הסביר", או אף לידיעת ה"משקיע הנבון" או ה"מתוחכם", רק בתום יום עבודתו, עת יתפנה לקרוא את עיתוני כלכלה, לגלוש באינטרנט או לצפות ולהאזין לחדשות הכלכלה.

1.2.8 בהקשר זה ראוי להעיר, כי לנוכח הדרישה המתבקשת, לאפשר לציבור המשקיעים ל"עכל" את המידע, מתחייב, כי שאלת השימוש במידע פנים תיבחן לא על סמך השאלה מתי בוצעה הפעולה של בעל מידע הפנים, אלא — תחת זאת — מה היה המועד לביצוע הוראת הפעולה של אותו אדם. למשל, אם בעל המידע מסר את הוראת הביצוע לפני שהמידע פורסם, על מנת שהיא תבוצע ממש במועד הפרסום, אזי יש אפשרות, כי הוא יחשב כמי שביצע עבירה של שימוש במידע פנים, שכן, ברור, כי הוא מסר את הוראת הפעולה עוד בטרם נודע המידע לציבור הרחב. במועד מסירת ההוראה על ידו לא רק שהוא לא יכול היה לדעת, בהכרח, כי

²² ראו Texas Gulf, *supra* note 2, at p. 854.

הפעולה אכן תבוצע לאחר פרסום המידע (אלא אם כן נתן הוראה מיוחדת לעניין זה); אלא שברור, כי לאור האמור לעיל – הוא לא איפשר לציבור המשקיעים לעכל את המידע, שהיה ידוע לו זמן רב בטרם פרסומו. הוא, להבדיל מיתר המשקיעים, לא זו בלבד שהספיק לעכל את המידע ולנתחו, אלא שהוא כבר הספיק לקבל החלטות לפעולה לאורו של אותו המידע. מצב דברים זה מקנה לבעל המידע עדיפות בלתי הוגנת על פני יתר המשקיעים.

1.2.9 להשלמת הדיון בנושא החובה מכח הכלל של "גלה או הימנע", ראוי להבהיר עניין נוסף: הדין בישראל אינו דורש מאדם להמתין זמן כלשהו לאחר פרסום מידע הפנים, בטרם יעשה שימוש בעצמו באותו המידע. הקושי הוא שאיסור השימוש במידע פנים עשוי לחייב, לעתים, המתנה מסוימת על מנת לאפשר לכל ציבור המשקיעים לעכל את המידע.

נמחיש את הקושי בדוגמא הבאה: חשב של חברה בורסאית יודע, כי החברה עומדת להכריז על תביעה ייצוגית ענקית, בסכום של מאות מיליוני ש"ח, שהוגשה באותו יום כנגד החברה. הוא יודע כי התביעה, שאינה מופרכת כלל והנוגעת להפרת חובות גילוי בדו"חות הכספיים של החברה, עלולה לחייב את החברה לבצע הפרשות גדולות בדו"חותיה. הוא גם יודע, כי אם תתקבל התביעה, תיקלע החברה לחדלות פירעון. החברה מפרסמת דו"ח מידי בשעה 11:30 ביום שלמחרת. החשב נותן הוראת מכירה למניות החברה המצויות בידיו מזה זמן רב. הוא נותן את הוראת המכירה בשעה 10:00 ומורה לפקיד הבנק המטפל בו לבצע את הפעולה רק בשעה 11:35, ולא לפני כן. וכך אכן נעשה. לכאורה, פעל החשב כדין. ואולם, מצוי קושי בהתנהגותו בשני היבטים:

ראשית, הוא נתן הוראת פעולה לפני פרסום מידע הפנים. מנגד, הפעולה בוצעה רק לאחר הפרסום.

שנית, האם נכון לומר שבשעה בה בוצעה הפעולה, כבר הצליח ציבור המשקיעים לא רק לדעת אודות המידע החשוב, אלא גם לעכלו ולקבל החלטות לאורו? ספק רב. אם כך הדבר, מדוע ראוי שרק איש הפנים, החשב, ייהנה מיתרון הזמן ומהיכולת להתכונן בנחת, לקבל החלטות שקולות ולפעול בהתאם? מדוע שזכות זו תישלל מכלל הציבור? יתרה מזאת, כלל לא ברור מדוע ייהנה החשב מיתרון על פני יתר המשקיעים באותה מניה.

ברור, אם כן, כי גם שימוש תקין וחוקי לכאורה במידע, מעורר בעיות שאינן פשוטות. ברור גם, כי חובת ההמתנה, אשר אינה מוסדרת בדין, היא נושא מורכב ובעייתי, שאין לו מענה ברור כלשהו.

1.3 נימוקים בעד ונגד האיסור על שימוש במידע פנים

1.3.1 כללי

קיימת מחלוקת בספרות אם נדרשת ורצויה הסדרה (רגולציה) של איסור השימוש במידע פנים. יש הטוענים, כי בשוק משוכלל כלל אין צורך באיסור כזה, וכי דווקא מידע הפנים הינו מידע בעל חשיבות לשוק ההון ולפעילותו. זרימת אינפורמציה, כך הטוען, הינה בגדר אינטרס חשוב של כל שוק הון תקין.

ניתן לבקר גישה אפיקורסית זו, המייצגת כיום רק מיעוט קטן ושולי. כיום מקובלת, ללא עוררין, חשיבותה של הסדרת איסור השימוש במידע פנים, כחלק מהניסיון ומהמאמץ לקיים שוק הון הוגן ותחרותי, המקיים מידה רבה, ככל האפשר, של שוויוניות בין שחקניו. כפי שהובהר לעיל, מטרת האיסור על שימוש במידע פנים היא למנוע ניצול בלתי הוגן של מידע, המצוי בידי מיעוט מבין ציבור המשקיעים. ואולם כבר הודגש, לא אחת, בפסיקת בתי המשפט, כי המטרה אינה מצטמצמת להגנה על ה"משקיע הלא-מידע" מפני ה"משקיע המידע". המטרה היא להקנות אמינות וביטחון למשקיעים בשוק ההון, וליצור שוק המבוסס על הגינות ושוויון, ללא מתן יתרונות בלתי-מוצדקים לאיש.²³

להלן יסקרו, בתמצית, עיקרי ההנמקות בעד ונגד האיסור של שימוש במידע פנים.

1.3.2 נימוקים בעד איסור על שימוש במידע פנים

1.3.2.1 שיקולי מוסר ויושר

המצדדים בשיקולי מוסר ויושר סבורים, כי שוק הון מסודר ותקין חייב להיות מושתת על בסיס של שוויוניות והגינות, תוך שימור תחרות בתנאים שוויוניים בין כל השחקנים בשוק ההון.²⁴ ההיבט המוסרי מדגיש את העובדה שאנשי הפנים בתאגיד הינם – מטבע הדברים – בעלי נגישות גבוהה למידע רגיש, בעל ערכיות רבה, אשר אינו מצוי בידי כלל ציבור המשקיעים. בהקשר זה שמורה חשיבות יתרה לנורמה האוסרת על שימוש במידע פנים. נורמה זו היא המבטיחה, כי אותם "מקורבים", הנגישים למידע פנים מכח זיקתם לתאגיד, יימנעו משימוש במידע שהגיע לידיהם.²⁵

בפרשת אוסטרובסקי אכן נקבע על ידי בית משפט השלום כי –

"הרעיון המרכזי העומד מאחורי האיסורים הנדונים בו (בפרק ח'1 לחוק –

23 ראו ת"פ (ת"א) 1327/92 מדינת ישראל נ' פריאל ואח' (להלן: "פרשת פריאל וגולדברג-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 313, בעמ' 43. כן ראו ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך (להלן: "פרשת ברנוביץ-עליון"), פ"ד מו(2) 818, בעמ' 830-831. ראו גם ע"ש (ת"א) 737/89 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' הרשות לניירות ערך (להלן: "פרשת ברנוביץ-מחוזי"), פ"מ תשנ"א(2) 89, בעמ' 94-95. כן ראו רע"פ 4827/95 ה.ג. פולק בע"מ נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת פולק-עליון"), פ"ד נד(2) 97, בעמ' 105-106. 24 ראו, למשל, פרשת גיבור סברניה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 351-352. 25 ראו ת"פ (ת"א) 7577/92 מדינת ישראל נ' אוסטרובסקי (להלן: "פרשת אוסטרובסקי-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 296.

ר' ע'), הוא החתירה מצד המחוקק לשוויון מירבי בין כל המשתתפים במשחק הכוחות בשוק ההון, ומניעת התעשרותם של אלה המקורבים ל'צלחת'. נראה כי חששו של המחוקק בענין זה, הוא כי שאיפתם, הכמעט טבעית של אלה, לעשות שימוש במידע הפנימי שברשותם, לרווחתם הם, תוך שיתוף המקורבים להם בידע וברווח שעשוי לצמוח ממנו, יש בה כדי לגרום להגדלת העושר המוקצה לשכבה צרה של משקיעים ולהרחקת משקיעים קטנים מן השוק. והרי, שאיפתו של המחוקק היא דווקא שילובו של ציבור רחב ככל האפשר בשוק ההון המוסדר, כך שיאפשר ניצול אופטימלי של ההון כגורם יצור, לרווחת הציבור כולו".²⁶

באופן דומה נקבע על ידי בית משפט העליון בפרשת גיבור-סברנה —

"אכן, תכלית החוק היא למנוע ניצולה (לרעה) של עדיפות במידע, והנחת היסוד בו היא, שאיסור על ניצול (לרעה) של מידע פנים יעשה צדק בין השחקנים בשוק ההון".²⁷

ועדה מטעם הקונגרס האמריקאי שדנה באיסור השימוש במידע פנים (דווקא בהקשר של אנרגיה וסחר) קבעה —

"The abuse of informational advantages that other investors cannot hope to overcome through their own efforts is unfair and inconsistent with the investing public's legitimate expectation of honest and fair securities markets where all participants play by the same rules".²⁸

באופן דומה היטיב לבטא רעיון זה פרופ' ברודני (Brudney) —

"The unfairness is not a function merely of possessing more information — outsiders may possess more information than other insiders by reason of their zeal — but of the fact that it is an advantage which cannot be competed away since it depends upon a lawful privilege to which (other investors) cannot acquire access."²⁹

הטיעון המוסרי תומך את יתדותיו ברציונל שלפיו שוק ההון חייב לשדר אמינות כלפי כלל הציבור, פן ידיר הציבור את רגליו משוק זה.³⁰ ברור, כי טיעון מוסרי זה מקורו גם

26 ראו שם, שם. ראו באופן דומה דברי השופט ע' בנימיני (אז בבית משפט השלום) בת"פ (ת"א) 13181/97 מדינת ישראל נ' לוריה ורשף (להלן: "פרשת לוריה ורשף-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 606, בעמ' 4.

27 דברי השופט מ' חשין, בפרשת גיבור סברנה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 352.

28 Loss & Seligman, *supra* note 9, at p. 3443. ראו גם Scott, *supra* note 9, at p. 804.

29 ראו V. Brudney, "Insiders, Outsiders, and Informational Advantages Under the Federal Securities Laws" 93 *Harvard L. Rev.* 332 at p. 346.

30 לביקורת על הטיעון המוסרי, ראו מאמרו של D.R. Fischel, "Insider Trading and Investment

בהשקפה תועלתנית ומעשית: שוק לא הוגן הינו שוק לא אטרקטיבי, ממנו ידיר רגליו ציבור המשקיעים.

חשש נוסף, המועלה בהקשר של איסור השימוש במידע פנים, הוא, כי אילולא האיסור עלולים אנשי פנים לעשות שימוש בדיס-אינפורמציה, תוך הזרמת ידיעות מטעות, בכוונת תחילה, לשוק ההון, על מנת להפיק לעצמם רווח כספי.³¹ חולשתו של טיעון אחרון זה נעוצה בכך שהחשש מפני הזרמת מידע מטעה או שגוי, לשם הפקת רווחים אישיים, אינו תלוי בהכרח בקיומו או בהעדרו של האיסור על שימוש במידע פנים.

יצוין, כי כנגד טיעון ההגינות והמוסר, המקובל — כבמקהלה צייתנית — כמעט על כל המלומדים בתחום ניירות הערך, ניתן להעלות טיעונים סותרים, אשר יובאו להלן, במסגרת פירוט הנימוקים כנגד האיסור על שימוש במידע פנים. ראוי עם זאת להעיר, כבר בשלב זה, כי ניתן לראות את נושא השימוש במידע פנים, למעשה, כסיכון שהינו אינהרנטי לשוק ההון. לשון אחר, כל משקיע בניירות ערך צריך להיות מודע לכך, שכאשר הוא סוחר בניירות ערך, קיים סיכון וקיימת אפשרות סבירה, כי לא כל המידע הרלוונטי מצוי בידיו במועד ביצוע הפעולות. עליו לדעת, כי בכל פעולה בניירות ערך שהוא מבצע, הוא מסתכן בכך שבשל העובדה, כי לא כל המידע גלוי וידוע לו, הוא עלול לשגות בביצוע אותה פעולה ולהצטער עליה בדיעבד. דרך זו של ראיית הדברים מקנה לתופעה הקרויה "שימוש במידע פנים" מעין לגיטימציה, משל היתה "כח עליון" או "גזירה משמיים", שאין להימנע ממנה.

ממש כשם ששחקן בשוק ההון אינו יודע מה מתכוונים לעשות יתר השחקנים בשוק ההון, ואם הם עומדים לרכוש או למכור אותו נייר ערך בו הוא מחזיק או מעוניין, עובדה שתשפיע כמובן על מחירו, כך גם עליו לדעת שקיימים נתונים שאינם ידועים לו. אם יפעלו השחקנים בשוק ההון תחת אותו "תמרור אזהרה" אישי ופנימי, ואם ייטיבו להפנים מציאות בה הם פועלים רק על סמך חלק מהמידע הרלוונטי, אזי אין לראות בשימוש במידע הפנים עבירה, אלא חלק מההוויה של שוק ההון.

אכן יש מלומדים, בודדים יש להודות, שמצאו טעם בטיעון מהסוג המפורט לעיל, ולשיטתם כלל אין מקום לאסור על שימוש במידע פנים.³²

analysts: An economic Analysis of *Dirks v. Securities and exchange Commission*"

.33 *Hofstra L. Rev.* 127 (1984), at p. 146

Manne, "Insider Trading and The Law Professors" 23 *Vanderbilt L. Rev.* 547, at pp. 549-551

31 ראו מאמרם של Carlton & Fischel, *supra* note 1, at p. 873

32 H.G. Manne, "In Defense of Insider Trading" *Harvard Business Rev.* (Nov.-Dec. 1966) 113

ראו גם מאמרו של Scott, *supra* note 9, at pp. 808-809

ראו גם מאמרם של Carlton & Fischel, *supra* note 1, at pp. 881-882

1.3.2.2 האיסור על שימוש במידע פנים כאמצעי לשמירת אמינות שוק ההון
האיסור על שימוש במידע פנים הינו אמצעי חשוב לשמירת אמון המשקיעים בשוק
ההון, שכן בעזרתו מבהיר המחוקק לכלל הציבור, כי השקעה והשתתפות בשוק ההון
בישראל ייעשו על בסיס שוויוניות והגינות.³³

אין מחלוקת, כי ציבור המשקיעים ידיר רגליו משוק הון, אם לא יהא מושתת
על יסודות של הגינות ושוויון. במצב דברים כזה, יוותרו באותו שוק הון אך ורק
אנשי הפנים, המקורבים לתאגידים, ואנשי שוק ההון המקצועיים, כגון מנהלי התיקים,
המשקיעים המוסדיים וכיוצא באלו.

אין חולק, כי מציאות מעין זו הינה חלום בלהות עבור כל שוק הון. יתרה מזאת –
זהו חלום בלהות במיוחד עבור אותו ציבור של מקורבים ואנשי פנים. אלה נזקקים,
ככלות הכל, לציבור רחב של משקיעים, אשר יטלו חלק בגיוסי ההון של החברות,
במסגרת ה"שוק הראשוני", וכן יטלו חלק במסחר השוטף של ניירות הערך בבורסה,
במסגרת ה"שוק המשני". בלא נוכחותו של אותו ציבור משקיעים רחב, אין קיום
לשוק הון. נתון יסודי זה הוא המחייב לא רק את המחוקק, אלא אף את שחקני שוק
ההון עצמם, לאמץ את הנורמה האוסרת שימוש במידע פנים.

לשם השגת אמינות זו והקניית ביטחון לכלל המשקיעים נדרש, כי בעלי השליטה
והעניין בחברות הבורסאיות, נושאי המשרה ויתר אנשי הפנים בהן, יימנעו משימוש
במידע הפנים, המצוי ברשותם באופן שוטף וכי המסחר בניירות הערך של החברות
השונות אכן יתנהל על בסיס מידע שווה וזהה, ככל שניתן.³⁴ מנגד, ניתן לומר,
כי לא אחת נשמעו גם דעות המבטלות את הטיעון בדבר אמינות שוק ההון, בנימוק
שמעולם לא הביע הציבור את חוסר אמונו בשוק ההון, בשל קיומו של שימוש במידע
פנים בו.³⁵

33 ראו גזר הדין בעניינו של אליעזר גולדברג שהועמד לדין בפרשת פריאל וגולדברג-שלום, לעיל
הערה 23, בעמ' 3 לגזר הדין. כן ראו גם פרשת פלג-שלום, לעיל הערה 2. לדעה אחרת, פחות
מקובלת בישראל בסוגיה זו, ראו מאמרו של ידלין, הטוען, כי ההצדקה הנכונה לאישור על
שימוש במידע פנים אינה יצירת שוויון בין המשקיעים אלא ייעולו של שוק ההון על הפירמה.

ראו – ע' ידלין, "גבולות האיסור על שימוש במידע פנים" עיוני משפט כה 143, בעמ' 177.
איני שותף לדעה זו של ידלין הרואה ביעילות השוק ובשכלולו את חזות הכל. נדמה, כי המטרה
האמיתית של דיני ניירות הערך הינה, וצריכה להיות, יצירת שוק הון הוגן ושוויוני, ככל האפשר.
34 אין ספק, כי לעולם לא ייהנו כל שחקני שוק ההון ממידע זהה לגמרי, שכן בידי אנשי הפנים
ויתר "המקורבים" לחברה מצוי, כאורח קבע, "מידע רך" רב. מדובר במידע בעל ערכיות רבה,
שאין כל חובה לגלותו לציבור, ואשר ספק אם הוא מוגדר כמידע פנים, לאור אופיו ה"רך"
והבלתי-מגובש. ראו בעניין זה בפרק ו', העוסק בחובות הגילוי, ובו דיון בנושא ה"מידע הרך".

ראו גם Loss & Seligman, *supra* note 9, at pp. 3441–3446.

כן ראו B.R. Hodder, "Central Bank v. First Interstate Bank and Its Aftermath: Securities
Professional's Ever-Changing Liabilities" 39 *Arizona L. Rev.* 343, at p. 346.

כן ראו מאמרם של Carlton & Fischel, *supra* note 1, at p. 858 and p. 879.

35 הדברים אמורים בשוק האמריקאי, אך הם נכונים ככל הנראה גם לשוק הישראלי.

ראו מאמרו של המלומד הנרי מאן (Manne), *supra* note 32.

1.3.2.3 תיאוריית שוק ההון היעיל

תיאוריית השוק היעיל מתבססת על ההנחה, לפיה על שער נייר הערך לשקף, בכל רגע נתון, את ערך החברה באופן המדויק ביותר. התרת השימוש במידע פנים עלולה דווקא לגרום לעיוות במחירים, שכן אנשי הפנים, אשר ברשותם מידע ערכי שאינו נחלת כלל ציבור המשקיעים, יוכלו לעשות שימוש מקדים במידע פנים. הם יוכלו למנוע את הפצתו ופרסומו עד לאחר שהם עצמם יבצעו את הפעולות, אשר יניבו עבורם את מירב התשואה. בדרך זו, כאשר יבקש הציבור הרחב ליטול חלק באותו משחק, ייעשה הדבר ברמת מחירים שונה מזו שבה פעלו אנשי הפנים. שכן, לאחר שאלה כבר ביצעו את פעולותיהם בניירות הערך של החברה, והכל — על סמך מידע פנים שהגיע לידיהם, עלו או ירדו שערי אותו נייר ערך בהתאמה. משמע, כאשר יפורסם המידע לכלל הציבור, כבר יהא אותו מידע "מגולם" בשער נייר הערך. במילים אחרות, אם מידע הפנים היה חיובי, מחיר נייר הערך כבר יהיה יקר יותר, ואם מידע הפנים הינו שלילי, יהיה מחירו נמוך מבעבר.

ברור, אם כך, כי בלא איסור על שימוש במידע פנים, ייפגע כלל הציבור בשל העובדה כי שערי ניירות הערך לא ישקפו את מחירים הנכון של ניירות הערך הנסחרים בו. מחירים של אלו כבר יהא משוקלל עם מידע הפנים, ממנו נהנו רק אנשי הפנים.³⁶

ראו על כך דברים שנאמרו בפרשת פריאל וגולדברג —

"הנחת היסוד בבסיס דיני ניירות הערך הינה, כי בשוק חופשי ומשוכלל, רציונליות המשתתפים במשחק השוק, גוררת יעילות, שבה כל פיסת מידע המגיע לשוק, גורמת שינוי במחיר נייר הערך המסוים, המכמת את ערכו הכלכלי של כלל המידע, בתוספת המידע החדש".³⁷

לפי גישה זו, האיסור על שימוש במידע פנים יגביר את מהירות השילוב, או ההיטמעות, של המידע הפנימי בשוק. שהרי בשל האיסור האמור יימנעו אנשי הפנים מלעכב את המידע ויחששו מלעשות בו שימוש מקדים. מצב דברים זה, בו אין תמריץ (חוקי) לעיכוב מידע פנים, יגביר את זרימת האינפורמציה בשוק ההון, ממש כשם שיגביר הוא את ההגינות והשוויון בין כל המשתתפים.³⁸

³⁶ לדעה אחרת — ראו מאמרם של Carlton & Fischel, *supra* note 1, at p. 879.

³⁷ ראו גזר הדין בעניינו של אליעזר גולדברג שהועמד לדין בפרשת פריאל וגולדברג-שלום, לעיל הערה 23, בעמ' 3 לגזר הדין. כן ראו פרשת גיבור סבריה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 351–352. כן ראו גם פרשת פלג-שלום, לעיל הערה 2.

³⁸ ראו — Loss & Seligman, *supra* note 9, at pp. 3446–3449, כן ראו מאמרו של, Scott, *supra* note 9, at p. 804.

כן ראו — J.H. Lori, "Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy: A Comment", 9 (2) *Journal of Legal Studies* (1980) 819.

ראו גם מאמרו של האפט (Haft) בו הוא טוען, כי האיסור על שימוש במידע פנים יגביר, יאין ואף יעיל את תהליך קבלת ההחלטות בתאגידים גדולים. ראו — R.J. Haft, "The Effect of

נימוק נוסף הקשור ליעילות שוק ההון הוא, ששוק הון, אשר הציבור הרחב מדיר רגליו ממנו, הינו שוק הון ריכוזי, בו נוטלים חלק בעיקר אנשי פנים ומשקיעים מוסדיים. בשוק כזה, בו יש מעין "אוליגרכיית מידע" של "מקורבים" תתרחש, ללא ספק, עלייה במחיר ההון. בשוק הון מעין זה, יהיו המרוויחים העיקריים נותני השירותים הפיננסיים למיניהם, כגון מנהלי התיקים וכן המשקיעים המוסדיים, כגון קופות הגמל וקרנות הנאמנות, שהם, מטבע הדברים, בעלי יתרון אינפורמטיבי, באשר הם ספקי האשראי לתאגידים.

1.3.2.4 השימוש במידע פנים מהווה נטילה שלא כדין של נכס או קניין השייכים לתאגיד

טיעון חשוב בפי מצדדי הנורמה, האוסרת שימוש במידע פנים, הוא זה המדגיש את היותו של כל מידע, המתייחס לחברה, נכס בלעדי של אותה חברה.³⁹

לפי השקפה זו, אנשי פנים, כגון מנהלים ובעלי העניין בחברה, העושים שימוש במידע פנים, לא זו בלבד שהם מפרים את חובת האמון שלהם כלפי בעלי המניות של החברה, אלא הם אף נוטלים נכס שכלל אינו שייך להם, אלא לתאגיד. נימוק זה תקף במיוחד כאשר מדובר במידע הנוגע למוצר או לנכס שהחברה השקיעה משאבים רבים בפיתוחו, בייצורו או בקידומו.⁴⁰ כך, למשל, המקרה בו איש פנים בשותפות העוסקת בחיפושי נפט יעשה שימוש מקדים במידע פנים שהגיע לידיעתו, בדבר מציאת סימני גז טבעי בקידוח נסיוני שערכה השותפות.

שימוש במידע פנים אף עלול להסב לתאגיד נזק, למשל כאשר שימוש בלתי מבוקר במידע פנים על ידי איש פנים עלול להשפיע על שער נייר הערך של החברה ובכך להכשיל משא ומתן בו היתה החברה מצויה באותה עת.⁴¹

Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation" 80 *Michigan L. Rev.* 1051, at p. 1053.

39 ראו פרשת לוריה ורשף, לעיל הערה 26, בעמ' 4-5. ראו באופן דומה ידלין, לעיל הערה 33, בעמ' 177. ידלין סבור, כי רק מידע השייך לחברה צריך להיות כפוף לאיסור על שימוש במידע פנים, ואילו ביחס לכל מידע אחר – אין לאסור את השימוש בו, גם אם הוא מידע פנימי.

40 ראו Loss & Seligman, *supra* note 9, at pp. 3450-3451. כן ראו Scott, *supra* note 9, at p. 804. וכן – Chestman, *supra* note 5, at p. 576-577.

41 יצוין, כי קיימת דעה ולפיה מידע פנים אינו שייך כלל לחברה או למנהליה, ואף לא לבעלי המניות שלה, אלא לאגליסטים (!). ראו ז' גושן ו-ג' פרחמובסקי, "האיסור על שימוש במידע פנים – מונופול של אנשי פנים או תחרות בין אנליסטים?" עיוני משפט כה 655. גושן ופרחמובסקי סבורים, כי יש לאסור שימוש במידע פנים, אך מנגד יש ליצור ולעודד מסחר או שוק במידע, שינוהל על ידי אנליסטים ואנשי שוק ההון (משקיעים מוסדיים וכדומה) אשר יתרום לגזילות השוק וליעילותו. לשיטתם, האיסור על שימוש במידע פנים, ובמיוחד איסור על אנשי פנים, יעודד את האחרונים למסור מידע חדש לאגליסטים, עובדה שתטיב עם כל השחקנים בשוק ההון, בשל הגדלת זמינות המידע באשר לחברה.

1.3.2.5 מידע פנים הינו תגמול לא-יעיל למנהלי התאגיד

בספרות הובעה דעה שלפיה השימוש במידע פנים אינו אלא אמצעי לתגמול מנהלי החברה.⁴² מנגד, ניתן לטעון, כי "תגמול" כזה אינו נשלט ואינו מסודר או מאורגן. ככלות הכל, מידע פנים יכול להגיע לחלק קטן בלבד ממנהלי התאגיד, הראויים לתגמול מעין זה. ברור, כי מדובר בתגמול חלקי, כזה המתנהל באופן אקראי וסלקטיבי, בלי שכל אותם הראויים לתגמול אכן זוכים לו. יתרה מזאת, ניתן לטעון, כי אין הצדקה לתגמול אנשי הפנים של החברה על חשבון כלל ציבור המשקיעים. אף לא ברור מדוע לא יתוגמלו מנהלי החברה באופן ישיר מתוך נכסי החברה, באמצעות מענקים, אופציות וכד'.

זאת ועוד, מנהלי החברה ובעלי העניין בה חשופים ממילא, מידי יום, למידע פנימי, אשר חלקו אסור לשימוש, בשל "מהותיותו", וחלקו אינו אסור לשימוש. לעתים, הם עושים שימוש במידע כאמור, והרי זו "הטבה" הניתנת להם מעצם תפקידם וקירבתם לתאגיד. ספק רב, אם יש אכן הצדקה בתגמול מוגבר. יתר על כן, אם מנהל זכאי ל"תגמול" בדמות מידע פנים, לא ברור מדוע לא תהא זכאית לכך גם מזכירתו. לא ברור מדוע רק שכבת הניהול בחברה ראויה לתגמול, ולא כל עובדי החברה. ברור, כי מרגע בו מוגדר מידע הפנים כמעין "בונוס-מנהלים", יהיה קושי להגדיר את קו הגבול של התרת השימוש במידע הפנים, ולחלופין – תהא כאן העדפה מפלה של מנהלים על פני כל יתר עובדי החברה, בלא כל הצדקה נראית לעין.

1.3.3 נימוקים בעד התרת השימוש במידע פנים

1.3.3.1 מידע פנים כאמצעי לחשיפת מידע רלוונטי ביחס לתאגיד

המתנגדים לאיסור על שימוש במידע פנים סבורים, כי בשוק הון יעיל ומשוכלל קיימת זרימת מידע תקינה וכי כל המידע, הקיים באשר לתאגידים הנסחרים בו, אכן מוצא ביטוי בשערי ניירות הערך שלהם. בשוק הון כזה ייסחרו ניירות הערך של תאגיד, שמצבו הפיננסי והעסקי טוב, בשערים גבוהים. כך תוזל עלות גיוס ההון בעבור אותו תאגיד (באמצעות הנפקות עתידיות). על מנת שמידע אכן ישתקף במחירי ניירות הערך, מן הראוי לתמרץ חשיפת מידע זה. על פי גישה זו יסופק התמריץ על ידי הענקת קדימות ל"יצרן" המידע. "דליפתו" הטבעית של המידע לכלל השחקנים בשוק תאפשר תמחור מדויק של שער נייר הערך.

כנגד טיעון זה ניתן להעלות טיעון ולפיו שימוש במידע פנים על ידי מיעוט של "מקורבים" לתאגיד לא תיעל את שוק ההון, אלא רק תחריף את אי השוויוניות ואת אי ההגינות בשוק זה.

יתרה מזאת, כאשר מוטלות כיום, על פי דין, על כל תאגיד שניירות הערך שלו הוצעו לציבור, חובות גילוי נרחבות ומפורטות, נדמה, כי ממילא נשחקה עוצמת הטיעון בדבר הצורך ב"תמריץ" לחשיפת מידע. המחוקק ביכר דווקא ל"תמריץ",

42. Manne, *supra* note 32, at p. 114.

בדברי חקיקה, את התאגידים לגלות כל מידע רלוונטי ביחס לעסקיהם. ה"תמריץ" לחברה כיום הוא בדמות האיום על הפרת הנורמה החוקית. התמריץ מכח הדין, כאמור, נראה נכון יותר מאשר כל "תמריץ" מאולץ אחר, הנועד להגביר זרימת מידע בשוק ההון בצורה מעוותת, בדרך של עידוד השימוש במידע פנים, ועוד על ידי מקורבים ואנשי פנים.

זאת ועוד, התרת שימוש במידע פנים תגרום למצב של "רעשים" רבים במערכת, שכן בעלי מידע הפנים יפעלו על בסיסו במהלך המסחר בבורסה, בלי שיתר השחקנים יהיו מודעים למידע זה. במצב דברים זה, לא יוכלו יתר השחקנים להבין את פשר פעילותם של בעלי מידע הפנים, אלא רק להעלות השערות וניחושים. תופעה זו תגרום לאי-ודאות, לחרושת של שמועות, לחשדות ול"רעשים" בשוק ההון. הדבר עלול גם להוביל לתנודתיות חריפה, לא מוסברת, בשערי אותם ניירות ערך בהם פועלים בעלי מידע הפנים.

1.3.3.2 מידע פנים כתגמול למנהלי התאגיד

המתנגדים לנורמה האוסרת שימוש במידע פנים סבורים, כי נורמה זו מונעת מהתאגיד מלתגמל את אנשי הפנים בגין עבודתם, בדרך של הנאה והפקת רווח אפשרית, כתוצאה מניצול מידע פנים. הם טוענים עוד, כי המצב הקיים מתמרץ פחות מדי את אנשי הפנים לייצר מידע חיובי, מאחר שאין הם זוכים לתגמול מידי הולם. הסרת האיסור על שימוש" במידע פנים תספק להם אותו תמריץ נדרש.⁴³

בעלי הדעה האמורה טוענים, כי בשווקים אחרים, כגון שוק הנדל"ן, מקובל שיזמים ומומחים זוכים, עקב יזמותם ומומחיותם ועקב נגישותם למידע ערכי, לרווחים גבוהים. רווחים אלו מתגמלים אותם על פעילותם באותו שוק. אין מקום, כך מצדדי דעה זו, למנוע תיגמול כזה בשוק ההון.

לפי הגישה האמורה לעיל, הרי שמידע הפנים הינו קניינו של התאגיד, שאזי רשאי הוא להחליט למי להעניק בו זכות שימוש וכידי מי להפקיד אותו. כך, למשל, רשאי התאגיד לבחור לאפשר דווקא למנהלים ולבעלי תפקידים בתאגיד (ואולי אף למעגל רחב יותר של עובדים) לעשות שימוש במידע הפנים, עוד בטרם יוודע המידע לציבור. זאת, כתחליף להעברת המידע הפנימי לידיעת כלל הציבור.⁴⁴

חולשתו של טיעון זה נעוצה בכך שהנהנים ממידע פנים אינם בהכרח אלו אשר אכן "מייצרים" אותו. זה שהגיע לידיו מידע פנים בתאגיד הוא לעתים רק פקיד או בעל תפקיד, שאין בינו לבין "יזמות" ולא כלום, והוא אף אינו נוטל, בהכרח, חלק

43 ראו, למשל, מאמרם של Carlton & Fischel, *supra* note 1, at pp. 869–870. ראו גם מאמרו של, Manne, *supra* note 32, at p. 3451. Loss & Seligman, *supra* note 9, at p. 3451.

כן ראו Scott, *supra* note 9, at pp. 808–809. 44 Carlton & Fischel, *supra* note 1, at pp. 866–867. ראו גם Manne, *supra* note 32, at pp. 117–118.

ישיר ב"ייצור" המידע האמור. נוסף לכך וכנזכר לעיל, לא ברורה ההצדקה בתגמול של דרג המנהלים בלבד בחברה, בעוד כל עובדי החברה האחרים, שאף הם תורמים לפעילותה, לא ייהנו מאותן הטבות, בדמות שימוש מותר במידע פנים. זאת ועוד, יש כיום דרכים מקובלות אחרות לתיגמול מנהלים, בין במסגרת תנאי עבודה משופרים ומפנקים, ובין במסגרת תוכניות להענקת אופציות ללא תמורה או באמצעות מענקים והטבות כספיות אחרות. אין צורך לנסות לתגמל מנהלים דווקא בדרך עקלקלה זו של התרת השימוש במידע פנים.

1.3.3.3 שימוש במידע פנים כאמצעי לייצוב שוק ההון
צידוק נוסף להתרת השימוש במידע פנים הינו ראיית מידע פנים כאמצעי המסוגל למנוע זעזועים בשוק ההון. לפי גישה זו, דליפה הדרגתית של מידע, גם מידע פנים, תמתן את השפעת אותו מידע על שערי ניירות הערך. טיפטוף מידע הפנים לשוק ההון ימנע זעזועים קשים, בדמות ביקושים בלתי מוגבלים או לחלופין – קריסת שערים.

1.3.3.4 שימוש במידע פנים כמעודד זרימת מידע בשוק ההון
בין מתי המעט המצדדים בהתרת השימוש במידע פנים, יש כאלה המבססים את טיעונם על כך שדווקא התרת הרסן, קרי – לגיטימציה לשימוש במידע פנים, עשויה להגדיל את זרימת המידע בשוק ההון, זרימה שרק תיטיב עם השוק ותאפשר לשחקנים בו לתמחר נכון יותר את מחירם של ניירות הערך.⁴⁵

בעלי דעה זו סוברים, בין היתר, כי בניגוד לדעה המקובלת על הרוב, לפיה חשיפה מלאה הינה תופעה חיובית ומבורכת, הרי דווקא הגבלה מסוימת על חשיפה או על זרימה של מידע אינה רעה כל עיקר, ואולי אף מבורכת. הנימוק לכך הוא, שחשיפה מלאה הינה יקרה ומחירה עולה לעתים על יתרונה ומעלותיה.⁴⁶ יתר על כן, גישה זו מאמינה, כי באמצעות שימוש במידע פנים יוכל התאגיד לשלוט ולפקח על זרימת המידע לשוק ההון, עובדה שתשרת, למעשה, את בעלי המניות של התאגיד.

קשה להשתכנע מנימוק זה, שכן האינטרסים של תאגיד זה או אחר אינם חזות הכל, ממש כשם שאין זה נכון ומדויק לאפיין את האינטרסים של בעלי המניות של תאגיד מסוים, כמייצגים את כלל האינטרסים של השחקנים בשוק ההון. יתרה מזאת, אין זה הגיוני וסביר לומר, כי לבעל מניות בתאגיד מסוים אין אינטרסים נוספים בתאגידים אחרים, מכח אחזקותיו בניירות ערך נוספים. ואם כך הדבר, כלל לא ברור

45 יצוין, כי המלומד הנרי מאן (Manne) סבר, במאמר שפרסם עוד בשנת 1966, כי שימוש במידע אינו נפוץ כל כך כפי שמניחים וכפי שמקובל לחשוב. מעבר לכך, הוא סבר, כי האיסור על מידע פנים אמור להיטיב רק עם המשקיעים לזמן קצר, עם הספקולנטים, ולא עם המשקיעים לטווח ארוך (שהם, לכאורה, היעד המוצהר להגנה מצד הרשות לניירות הערך האמריקאית, ה-SEC). לשיטתו של מאן, דווקא אנשים הפועלים בשוק ההון על סמך מידע פנים מגדילים את הסחירות ותורמים לשוק ההון.

ראו Manne, *supra* note 32, at pp. 113–114.

46 ראו, למשל, Carlton & Fischel, *supra* note 1, at p. 867.

על שום מה ולמה יש להעדיף אינטרס סקטוריאלי של תאגיד או של בעל מניות זה או אחר.

זאת ועוד, כלל לא בטוח כי אינטרס הציבור הוא להפקיד את שמירת החלב בידי החתול, קרי — להותיר בידי כל תאגיד את הבחירה ואת השליטה על המידע הנוגע אליו, על מנת שהוא יחליט, על דעת עצמו, איזה מידע יפורסם. דווקא נורמות אחידות, בהירות וברורות, בנושא זה עדיפות בהרבה.

1.3.3.5 שימוש במידע פנים כאמצעי לתמחור נכון ומדויק של ניירות ערך כנגד האיסור על שימוש במידע פנים ניתן להעלות טיעון ולפיו דווקא השימוש במידע פנים מאפשר תמחור נכון ומדויק יותר של ניירות ערך הנסחרים בבורסה. לפי טיעון זה, אם השחקנים בשוק ההון יהיו מודעים לסיכון של שימוש במידע פנים ולכך שקיימת תופעה כזו, אזי מחירי ניירות הערך כבר יגלמו בתוכם ויבטאו אותו אלמנט של סיכון.

למרבית הצער, גם טיעון מקורי, יש להודות, זה דינו להידחות. ראשית, משום שברור כי הראשונים אשר יעשו שימוש במידע הפנים שבידיהם, יעשו כן עוד בטרם הספיק מידע הפנים להיות "מגולם" במחיר נייר הערך. שנית, התרת השימוש במידע פנים תפתח מירוץ תזזיתי ומסוכן בו יזכה הראשון: זה שיקדים ויספיק לעשות שימוש במידע פנים, עוד בטרם נודע המידע לכלל הציבור, יהנה מרווח משמעותי על פני כל יתר שחקנים בשוק ההון. מצב דברים זה יגרום לעיסוק מאומץ של כל השחקנים לא רק בהשגת מידע פנים אלא בהכעת — בהסתרתו מעיני השחקנים האחרים. פרקטיקה של מירמה, הונאה ונוכלות תיוסד על ידי התרת השימוש במידע פנים. מציאות כזו היא חלום בלהות של כל מי שטובת שוק ההון עומדת לנגד עיניו.

1.3.3.6 שימוש במידע פנים כמיטיב עם בעלי המניות אחד הנימוקים המקוריים בעד השימוש במידע פנים הוא, שלמעשה, אין השימוש פוגע כלל בבעלי המניות. ליתר דיוק, הוא אף מיטיב עימם. משום כך, אין לומר, כי שימוש במידע פנים פוגע בחברה ואין לומר, כי השימוש מהווה הפרת חובת אמונים כלפי החברה.⁴⁷

אף שטיעון זה הינו מקורי ואף שהמצדד בו — פרופסור דניאל פישל (Fischel) — הוא איש אקדמיה מכובד ובעל מוניטין, קשה לקבל טיעון זה, ולו מקצתו.

47 ראו מאמרו של פישל — Fischel, *supra* note 30, at p. 129. יצוין, כי פישל אינו מסביר כיצד שימוש במידע פנים אכן מיטיב עם כלל בעלי המניות של החברה, להבדיל ממנהליה ומבעלי העניין והשליטה בה. טיעונו בעניין זה מתרכז בכך שאין הוכחה כי שימוש במידע פנים פוגע בבעלי המניות. בפסיקה האמריקאית, כפי שעלה בפרשות *Dirks* ו-*Chiarella*, נדרשת הוכחה להפרת חובת אמונים לחברה, על מנת להוכיח כי נעשה שימוש במידע פנים. ראו דיון בנושא זה בהמשך פרק זה. ראו *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983). וכן ראו *Vincent F. Chiarella v. U.S.*, 445 U.S. 222 (1980).

ראשית, גם אם שימוש במידע פנים מיטיב עם בעל מניות זה או אחר, בוודאי אין נכון הדבר לגבי כלל ציבור בעלי המניות באותה חברה. שנית, גם אם נניח, כי שימוש במידע פנים אכן מיטיב עם כלל בעלי המניות של חברה מסוימת, הרי ברור שהאינטרס הציבורי מחייב הגנה על כלל ציבור המשקיעים. שלישית, גם טיעונו של פרופ' פישל, באשר להעדר הפרתה של חובת אמונים לחברה, אינו יכול לעמוד. העובדה, כי שימוש במידע פנים מיטיב עם בעל מניות כלשהו, או אף עם רוב או כל בעלי המניות של החברה, עדיין אינה שוללת את הפרת חובת האמונים לחברה. מידע הפנים הינו נכס של החברה וקניינה, והיא זו אשר רשאית לעשות בו שימוש. אמנם נכון שהאינטרסים של בעלי המניות אמורים להנחות את פעולת החברה והנהלתה. עם זאת, אין משמעות הדבר, כי החברה אמורה להתיר לאנשי הפנים בה לעשות שימוש במידע פנים כאוות נפשם.

זאת ועוד, כלל לא ברורה הנחת היסוד של פישל באשר לטיבו החיובי והמיטיב של שימוש במידע פנים עם בעלי המניות של החברה. נדמה, כי שימוש במידע פנים דווקא מיטיב, ונועד להיטיב מלכתחילה, רק עם מיעוט מצומצם של בעלי המניות, אלה ה"מקורבים לצלחת", הקשורים להנהלה ובעלי ערוצי מידע טובים בתוך התאגיד. כל יתר בעלי המניות של החברה נותרים סומים בעלטה ונפגעים מניצול הזדמנויות על ידי המקורבים, העושים זאת לא לשם רווחת "כלל בעלי המניות", אלא אך ורק לטובת עצמם.⁴⁸

1.3.3.7 רחיית הטיעון המוסרי באשר לשימוש במידע פנים בספרות המשפטית, במיוחד בזו בעלת האוריינטציה העסקית-כלכלית, הובעה לא-אחת דעה הממעיטה בחשיבותו של הטיעון המוסרי בשוק ההון בכלל, ובאשר לשימוש במידע פנים בפרט. כך, למשל, נטען כי אין מקום כלל להשתמש בטיעון המוסרי או בטיעון ההגינות בכל הנוגע לשימוש במידע פנים, שכן אין סיבה, למשל, להעדיף את האינטרס של בעל מניות אחד (שאין בידיו מידע פנים) על פני בעל מניות אחר (שיש בידיו מידע פנים והוא אף שילם בגינו).⁴⁹

כנגד טיעון המוסריות וההגינות מציג פרופ' הרברט מאן, מהמתנגדים הבולטים לאיסור השימוש במידע פנים, תפישה שונה ומקורית ביותר. מאן מתריס כנגד הצביעות הרבה

48 פישל (Fischel) מביא במאמרו דלעיל שני נימוקים מדוע שימוש במידע פנים מיטיב עם בעלי המניות — האחד, שהוא מעודד מנהלים לצבור ולקבל מידע בעל ערך לחברה, וכך להגביר את ערך החברה עצמה. השני — שימוש במידע פנים יקנה לחברה אמצעי יעיל להתקשרות עם השוק, להעברת מידע אליו ולקבלתו ממנו. ראו מאמרו של Fischel, *supra* note 30, at pp. 131-132.

49 *Ibid.*, at p. 146. כן ראו — Manne, *supra* note 32, at pp. 113-114. ראו באופן דומה את עמדתו של ידלין הסבור, כי הרציונל האמיתי להסדרת שוק ההון ולאיסור השימוש במידע פנים אינו יצירת שוק הון שוויוני והוגן, אלא הגברת יעילותו של שוק זה. ראו ידלין, לעיל הערה 33, בעמ' 177.

השוררת בקרב תומכי האיסור על שימוש במידע פנים. לדבריו, טיעון ההגינות משמש באופן בלתי שוויוני בפי מצדדי האיסור על שימוש במידע פנים. כך, למשל, חברה היודעת אודות משאב טבע כלשהו, תנסה לנצל מידע זה כדי לרכוש במחיר נמוך את הקרקע בו מצוי המחצב או הנפט וכד'. זהו מעשה לגיטימי וחוקי, לגישתו. לעומת זאת, אם בעל מניות של החברה ינסה לנצל את המידע הרגיש והסודי הזה לטובת עצמו, הוא יואשם בשימוש במידע פנים. כדברי פרופ' מאן —

“The tone of most discussion on this subject suggest that there is no doubt whatever: insider trading is a sin, and the war against it, is a holy one.

But, in most holy wars, self-righteousness and hypocrisy may be the true order of the day”.⁵⁰

2. יסודות העבירה

2.1 מהו מידע פנים

2.1.1 כללי

2.1.1.1 סעיף 52א לחוק קובע —

“מידע פנים” — “מידע על התפתחות בחברה, על שינוי במצבה, על התפתחות או שינוי צפויים, או מידע אחר על החברה, אשר אינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של החברה”; “חברה” — “תאגיד שניירות ערך שלו הוצעו לציבור על-פי תשקיף או נסחרים בבורסה והם נמצאים בידי הציבור, לרבות חברה בת וחברה קשורה של אותה חברה”.

2.1.1.2 עולה, אם כן, כי סעיף 52א לחוק קובע מספר חלופות למידע פנים:

(א) מידע שהינו —

(1) מידע על התפתחות בחברה, או —

(2) מידע על שינוי במצבה של חברה, או —

(3) מידע על התפתחות או שינוי הצפויים בחברה, או —

(4) מידע אחר על החברה.

(ב) אשר אינו ידוע לציבור.

(ג) ואשר אילו נודע לציבור (על המידע), היה בו (במידע) כדי לגרום לשינוי משמעותי במחיר נייר הערך של החברה.

⁵⁰ Manne, *supra* note 32, at pp. 113–114.

2.1.1.3 ההגדרה של מידע פנים מורכבת משלושה רכיבים עיקריים:

האחד – סוג המידע;

השני – מידע שאינו ידוע לציבור;

והשלישי – שאילו היה נודע לציבור היה בו כדי לגרום "שינוי משמעותי" במחיר נייר ערך של החברה.

2.1.1.4 הרכיב הראשון עוסק בטיבו של המידע הפנימי. החוק אינו מגדיר, ואינו מתיימר להגדיר, את כל אותם סוגי המידע ופרטי המידע העשויים להיחשב כמידע פנים, אלא הוא יוצר מסגרת כללית וגמישה ביותר לשם הגדרת המונח האמור. רצונו של המחוקק להימנע מיצירת מסגרת נוקשה, סגורה וממצה, של סוגי "מידע", בא היטב לידי ביטוי בתיבה הלשונית – "או מידע אחר על החברה", כאמור בסיפא לסעיף 52א לחוק.

בגדר מידע על התפתחות בחברה וכדומה יכול להיכלל מגוון רחב ביותר של סוגי מידע: החל בשינוי ברווחיות החברה או בהכנסותיה, משא ומתן למיזוג או להקמת מיזם משותף; עובר בשינוי בתחומי עיסוקיה וכניסתה לתחומי עיסוק חדשים (או זניחת תחומי עיסוק נוכחיים), התפתחויות וחדושים באותם תחומי עיסוק, כגון פתיחת שווקים חדשים ופיתוח מוצרים חדשניים על ידי מתחרי החברה; וכלה – בשינויים פרסונליים בהנהלת החברה או בזהות הבעלים של החברה.⁵¹

2.1.1.5 הרכיב השני של המונח "מידע פנים" עוסק ביסוד של אי פרסום המידע ובאי הידיעה של הציבור הרחב אודות אותו מידע. רכיב זה מחייב דיון בשתי שאלות משנה:

האחת – מהו יסוד ה"ידיעה" של הציבור ("אילו נודע"), ומה היתה כוונת המחוקק כאשר נקט לשון "נודע". נוסף לכך, האם יש בהימנעות המחוקק מהלשון "פורסם", כדי להעיד על כוונה להרחיב את הגדרת המונח של מידע פנים? כך, למשל, נשאלת השאלה מתי ניתן לומר, כי מידע "נודע" לציבור ואיזה היקף של פרסום נדרש על מנת שייקבע בוודאות כי הציבור "יודע" מידע מסוים. שאלת המשנה השנייה בעניין זה היא – מהו "ציבור" והאם די בהפצת מידע מסוים בקרב ציבור של אנליסטים או סוכני בורסה וכדומה כדי לקיים את יסוד ה"ציבור"?⁵²

2.1.1.6 הרכיב השלישי והאחרון של מידע פנים הוא היסוד של "מהותיות" ובו

⁵¹ להרחבה בנושא זה, ראו פרק ג' לספר זה העוסק בשאלת ה"מהותיות" ובו דיון בסוגי מידע שונים שנקבעו בפסיקת בתי המשפט, בישראל ובארצות הברית, כמעידים על מהותיות.

⁵² לדיון בנושא הגדרת המונח "ציבור", ראו בפרק ב' לספר זה. ראו לעניין זה גם תקנה 36(1) לתקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל-1970, העוסקת במידע שהוא "מן המפורסמות".

עוסק הסיפא לסעיף 52א לחוק — "ואשר אילו נודע... היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של חברה". (ההדגשה אינה במקור). בתמצית ייאמר, כי יסוד המהותיות נועד לשמש מעין מסננת או מזקקה של המידע, בו עושים שימוש כל העוסקים בשוק ההון. "מזקקה" זו של מהותיות נועדה למנוע שימוש במידע שהוא לא רק פנימי, קרי — אינו בידי הציבור הרחב, אלא שהוא אכן מידע "מהותי" וחשוב; כזה שיש בו כדי להשפיע (אם יוודע לציבור המשקיעים) על שער ניירות הערך של החברה, שבה עוסק מידע הפנים. כאשר למידע שאינו "מהותי", הרי שאין כל איסור על שימוש בו באין מפריע, גם אם הוא לא נודע לציבור, שכן, גם אם היה המידע ידוע לציבור המשקיעים, לא היה בו כדי להשפיע על שערי ניירות הערך של החברה. דיון נרחב בנושא המהותיות מצוי בפרק ג' לספר זה.

2.1.1.7 שאלה היא, ואין עליה מענה חד-משמעי וברור, אם מידע פנים יכול להתייחס גם לנתונים מאקרו-כלכליים, ולא רק לנתוני חברה מסוימת. במילים אחרות, אם עובד בנק ישראל יודע על כוונת הנגיד להפחית את שיעור הריבית במשק (מידע רלוונטי לגבי כדאיות ההשקעה באיגרות חוב קונצרניות, למשל), ועושה שימוש במידע בטרם פרסם נגיד בנק ישראל את החלטתו, תישאל השאלה האם נעשה שימוש במידע פנים? לכאורה, כעולה מלשון החוק ומהגדרת המונח "מידע פנים", אין מדובר במידע פנים, שכן המידע אינו מתייחס לחברה כלשהי, ולו בעקיפין. מנגד, מדובר במידע ערכי ובעל השלכה ישירה על כדאיות ההשקעה במניות, באיגרות חוב וכד'. דוגמא טובה נוספת למידע פנים, הנוגע למגמות כלל-שוקיות ומאקרו כלכליות, הוא מידע על כוונת משרד האוצר ובנק ישראל לבטל את המס על רווחי הון המופקים מניירות ערך הנסחרים בבורסה. ביטול מס כזה (או לחלופין — העלאת שיעור המס הקיים) משליך באורח ישיר על כדאיות ההשקעה במניות. אמנם, אין מדובר במידע אודות מניה מסוימת של חברה מסוימת, אך ברור, כי מדובר במידע בעל ערך רב לכל משקיע בשוק ההון. מדובר במידע שללא ספק הינו בעל פוטנציאל "לגרום לשינוי משמעותי במחיר נייר הערך של החברה", כלשון סעיף 52א לחוק. גדר הספקות בעניין זה הוא, כאמור, לשון החוק מחד גיסא, ושיקולי מדיניות (מניעת ניצול מידע המצוי בידי מעטים), מאידך גיסא.

נדמה, שאין מדובר במידע פנים, שכן, כעולה מלשון סעיף 52א לחוק, אין מדובר במידע הנוגע לחברה כזו או אחרת, אלא לתהליכים או למגמות החלים על כל המשק הישראלי והמשפיעים על כל שוק ההון. אם נחזור לדוגמא לעיל, נדמה, כי הפיתרון המשפטי-ענישתי הנכון ביחס לאותו עובד של בנק ישראל, יהיה בעבירה של הפרת אמונים, ולא בעבירה של שימוש במידע פנים. שכן, הדגש במקרה של שימוש על ידי עובד מדינה במידע שהגיע לידיה במהלך עבודתו לשם הפקת רווח אישי, דהיינו, על הפרת האמונים וניצול קירבתו למוקדי קבלת ההחלטות, לשם הפקת טובת הנאה אישית.

2.1.2 "אשר אינו ידוע לציבור"

2.1.2.1 רכיב זה ברכיבי העבירה על פי סעיף 52א לחוק מחייב, כאמור, התייחסות לשני רכיבי משנה:

האחד — מה ייחשב למידע ה"ידוע" (לציבור);

השני — מהו "ציבור".

בנושא הגדרת המונח "ציבור" לא נדון כאן, כאמור.⁵³

2.1.2.2 לעניין רכיב ה"ידיעה" ביכר המחוקק את הביטוי "אינו ידוע" על פני ביטוי אפשרי אחר, כגון "לא פורסם". ביטוי "אינו ידוע" הוא ביטוי מעורפל וכוללני, שכן נשאלת השאלה כיצד ניתן להוכיח "ידיעה" של ציבור בלתי מסוים. לאור זאת נדמה, שביטוי מוצלח יותר היה — "לא פורסם", המכוון למעשה ברור של פרסום מידע ברבים.⁵⁴

נראה, כי לשונו הנוכחית של החוק דווקא מיטיבה עם מי שנחשד בשימוש במידע פנים, שכן אין סיבה מדוע לא יוכל נאשם לטעון כי על אף שמידע לא פורסם, בכל זאת הוא "היה ידוע לציבור".⁵⁵

2.1.2.3 אין ספק, כי ההכרעה בשאלה אם המידע "היה ידוע" לציבור, או אם המידע "פורסם", תיעשה על פי נסיבות כל מקרה לגופו. כך לדוגמא, אחת הפרשות המרכזיות הראשונות שנדונו בישראל בסוגיית מידע פנים היתה פרשת פריאל וגולדברג. בפרשה זו טענו הנאשמים, כי כאשר עשו שימוש במידע שברשותם, לא היה זה למעשה מידע פנים. לטענתם, מידע הפנים (ידיעות אודות זכיות "אלביט" במכרז "קול אמריקה") כבר פורסם ודלף לכלי התקשורת. טענה זו נדחתה על ידי בית המשפט מהפך העובדתי, שכן נקבע, כי לא היה כל פרסום אודות זכיות "אלביט" במכרז.⁵⁶ לעומת זאת, קיבל בית המשפט בפרשת פרנקל, באופן חלקי, את טענת ההגנה, שלפיה המידע, בו עשה שימוש הנאשם, כבר היה ידוע לציבור באחד המועדים בו נעשה השימוש במידע.⁵⁷

53 ראו דיון בנושא זה בפרק ב' לספר זה.

54 ראו לשם השוואה את הלשון הברורה אותה נקט המחוקק בסעיף 152 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק"). סעיף זה קובע מה לא ייחשב כמידע פנים.

55 בהקשר זה ראו הפסיקה אשר כבר קבעה, לא אחת, כי אותו "ציבור" בו עסקין אינו בהכרח כלל ציבור המשקיעים וכי די להוכיח ידיעה של ציבור אנשי שוק ההון, כגון אנליסטים, משקיעים מוסדיים וברוקרים, על מנת לקיים את יסוד "היה ידוע", יסוד אשר שולל את טיבו של המידע כמידע פנים. ראו ת"פ (ת"א) 3348/90 מדינת ישראל נ' קרן (להלן: "פרשת קרן-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 309, בעמ' 14-15. ראו הרחבה בנושא הגדרת "ציבור" בפרק ב' לספר זה.

56 ראו פרשת פריאל וגולדברג-שלום, לעיל הערה 23, בעמ' 30-31.

57 המידע בנסיבות אותו מקרה היה בקשר לגידול ברווחי הבנק למסחר, בו כיהן הנאשם כדירקטור וכחבר ועדת המאזן. קביעת בית המשפט שם התבססה על כתבה עיתונאית אחת בלבד, שפורסמה יומיים לפני אחד ממועדי השימוש במידע על ידי הנאשם. לאור זאת, זיכה בית המשפט את

באופן דומה נטען בפרשת קרן, כי במועד ביצוע העבירה של שימוש במידע פנים, כבר היה ידוע בציבור מידע על דבר קידוח נפט מוצלח. טענה זו נדחתה על ידי הערכאה הראשונה ועל ידי שתי הערכאות הנוספות שדנו בפרשה.⁵⁸ בית משפט השלום קבע בפרשת קרן, כי כל אותן "שמועות" שנפוצו, לטענת ההגנה, בציבור הרחב, אכן היו אך בגדר שמועות בלבד, ותו לא, ואין לראות בשמועות ובמידע בלתי מהימן ובלתי מבוסס תחליף לפרסום הודעה רשמית של החברה הנמסרת לבורסה לניירות ערך. את הפרסומים הבלתי רשמיים הללו תיאר בית משפט מפי השופטת אופיר-תום כך –

"(פרסומים)... המתקבלים בחשדנות ובזהירות, על ידי כל משקיע ברדעת, כולל המשקיע במניות נפט, הנחשב, כאמור, כמשקיע פחות סולידי. מה עוד, שכאשר מתוך עיון בפרסומים עולה, כי אלה עצמם לוו, לא אחת, בהזהרות לציבור המשקיעים, שיימנע מהיגררות אחרי ה"שמועות" המוכאות בהן".⁵⁹

דברים ברוח דומה אמר הנשיא ברק בפרשת פולק:

"מן המפורסמות הוא, כי ההסתמכות על מידע נגזרת לא רק מתוכנו אלא גם ממקורו ... לא הרי שמועה כהרי דו"ח ברור וגלוי; לא הרי שבדי מידע מעורפלים וסותרים כהרי דיווח הנדרש על פי חוק; לא הרי מידע עיתונאי הבא וחולף בחדשות של יום אתמול כהרי מידע הנכלל באופן קבוע בדו"ח לרשות רשמית".⁶⁰

2.1.2.4 בפרשת חברת נורדן קבע בית משפט השלום בתל אביב, כי לשם הוכחת קיומו של מידע פנים ולהוכחת אידיעת הציבור אודותיו, חובה להוכיח את יסוד ה"סודיות", קרי, כי המידע נשמר ב"חדרי חדרים". קביעה זו נדחתה מכל וכל על ידי ערכאת הערעור ובצדק.⁶¹ "סודיות" אכן אינה יסוד מיסודות העבירה על פי סעיף 52 א לחוק ואף אין לפרש את הביטוי "אינו ידוע לציבור", כמושג המקביל למילה "סודי".

המבחן שנקבע בחוק הינו הבאת המידע הפנימי לידיעת הציבור, כאשר דרך המלך לעניין פרסום המידע היא באמצעות הודעה רשמית של החברה לרשות לניירות ערך

הנאשם מהאישום בגין אותו שימוש, אם כי הרשיע אותו בשימושים מוקדמים יותר באותו מידע פנים. ראו ת"פ (ת"א) 3305/92 מדינת ישראל נ' פרנקל (להלן: "פרשת פרנקל-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 315, בעמ' 22.

58 ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 55, בעמ' 40-41. כמו כן ראו ע"פ (ת"א) 331/94 קרן נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת קרן-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך כו(7), 797, בעמ' 10-11. וכן רע"פ 5174/97 קרן נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת קרן-עליון"), פ"ד נב(2) 177, בעמ' 189.

59 ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 55, בעמ' 41. ראו גם פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 10.

60 ראו פרשת פולק-עליון, לעיל הערה 23.

61 ראו ע"פ (ת"א) 4612/98 מדינת ישראל נ' אלרגנד ואח' (להלן: "פרשת נורדן-מחוזי") (לא פורסם), דינים-מחוזי, כרך כז(1), 570, בעמ' 7-8 ובעמ' 20-22.

ולבורסה לניירות ערך. אמנם, אין לשלול דרכי הודעה או פרסום אחרות או חלופיות, כגון פרסום מודעה בולטת בעיתונות היומית, הוצאת הודעה לעיתונות בתפוצה רחבה, כינוס מסיבת עיתונאים וכיוצא באלו. עם זאת ברור, כי כל דרך שאינה כוללת גם דיווח רשמי לרשויות, קרי – לרשות לניירות ערך ולבורסה לניירות ערך, עלולה להיחשב כ"לא הודעה". שכן, בהעדר דיווח רשמי של החברה, יוותר הספק אם הפרסום ענה על דרישת ה"נודע" לציבור. יוותר ספק, אם ה"ציבור" שנחשף לאותה ידיעה ולאותו פרסום היה "ציבור" צר וחלקי מדי, ולא כל ציבור המשקיעים.

2.1.2.5 מידע בעניין משא ומתן למיזוג חברה אחת עם חברה מתחרה הינו, ללא עוררין, מידע מהותי עבור כל אחת מהחברות המתמזגות. בוודאי מדובר במהלך מהותי לחברה הקטנה מבין השתיים המתמזגות.

משום כך פסק בית המשפט בפרשת עדי אייל, כי כאשר רכש הנאשם אייל מניות של חברת "תשלובת אלוני", בה כיהן כדירקטור ונחשב כ"איש פנים", עת ידע על מיזוג בין החברה לבין חברת "איטונג", הוא עשה שימוש אסור במידע פנים.⁶² בית המשפט קבע, שם, כי המשא ומתן למיזוג היה מהותי, ללא ספק, עבור "תשלובת אלוני" ולו משום שבעבור "תשלובת אלוני" היתה משמעות המיזוג כניסה לקונצרן "כלל", ששלט ב"איטונג". מדובר בצירוף שותף אסטרטגי לחברה, ואין דרך לראות מידע כזה כבלתי-מהותי.⁶³

קביעת בית המשפט דלעיל מנומקת גם בכך שאותו אירוע של משא ומתן למיזוג, מחייב על פי הדין דיווח מיידי. עובדה זו, כשלעצמה, מעידה על מרכזיות המידע ועל חשיבותו עבור המשקיע הסביר.

בהתבססות על פסק הדין הידוע בפרשת Basic בארה"ב, ציין השופט בנימיני, כי המבחן בארה"ב לקביעת המועד, בו חייב התאגיד לדווח על המשא ומתן, אינו המועד בו סיכמו הצדדים את מבנה העסקה ואת מחירה, אלא נקודת הזמן במשא ומתן שבה יהיה למידע בדבר המו"מ חשיבות עבור משקיע סביר. נקודת זמן זו נקבעה על פי מבחן הסתברותי בו נבדקים מחד גיסא – הסיכוי שהמו"מ יצליח ויסתיים בכריתת חוזה, ומאידך גיסא – חשיבות המידע.⁶⁴

62 ראו ת"פ (ת"א) 6030/00 מדינת ישראל נ' אייל (להלן: "פרשת עדי אייל-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך כ, 155. יצוין, כי בפסק דין מפורט ומנומק דחה השופט בנימיני (אז בבית משפט השלום) את כל טענות הנאשם לעניין אי-מהותיות המידע באשר למו"מ למיזוג. בהעברת נדחו גם טענות ההגנה, כאילו לא היה מדובר ב"מידע מהותי", משום שבמועד רכישת ניירות הערך על ידי הנאשם המיזוג עדיין לא היה ודאי וכי הרכישות בוצעו בטרם בוצעה העסקה בפועל. ראו באופן דומה קביעת בית המשפט בפרשת מהרשק, כי מידע על אישור שקיבלה חברה ממרכז ההשקעות למיזם משותף עם חברה אחרת, הינו מידע מהותי. ראו ע"פ (ת"א) 70672/00 מהרשק נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת מהרשק-מחוזי") (לא פורסם), דינים-מחוזי, כרך לב (10), 214.

63 ראו פרשת עדי אייל-שלום, לעיל הערה 62, בסעיף 23 לפסק הדין.

64 ראו שם, בסעיף 52 לפסק הדין. ראו באופן דומה-פרשת מהרשק-מחוזי, לעיל הערה 62, בסעיף י"א לפסק דינה של השופטת ברלינר.

2.1.2.6 נדמה, כי בהתבסס על ההלכה מפרשת Basic, אכן ניתן לאפיין משוואה כדלקמן: ככל שהמידע הפנימי, שטרם פורסם, חשוב יותר ומהותי יותר עבור המשקיע הסביר, כך די ברמת סבירות נמוכה יותר כדי להצדיק את חובת הפרסום והדיווח מחד גיסא, ועל מנת להפוך את המידע ל"מהותי", מאידך גיסא.

במילים אחרות, אם מדובר על מו"מ למיזוג, שהינו מטבעו בעל חשיבות רבה, שלא לומר — דרמטית, לעסקי החברה המתמזגת, הרי שגם כאשר המו"מ עדיין לא הבשיל ועדיין קיימת סכנה שלא יבשיל כלל לכדי חוזה מחייב, הרי שברגע בו הפך המו"מ למיזוג ל"רציני", דבקה במידע אודות המו"מ תווית המהותיות. זאת, בשל מהותיות המידע, המתגלה על פניה, ובשל חשיבותו הברורה לכל משקיע סביר. להבדיל, אם מדובר במידע בעל חשיבות פחותה לציבור המשקיעים (כגון, למשל, מו"מ לשיתוף פעולה עסקי שאינו צפוי להשפיע באורח בולט על הכנסות החברה), יהיה מקום להמתין עד אשר יבשיל המשא-ומתן לכדי חוזה, על מנת שהמידע אודותיו ייחשב למהותי.

2.1.2.7 באחד מפסקי הדין החשובים והידועים בנושא השימוש במידע פנים בארה"ב, פרשת Texas Gulf Sulphur, אכן נטענה על ידי שניים מהנאשמים הטענה, כי אף שהיה בידיהם מידע "מהותי" ללא עוררין במועד ביצוע רכישות של ניירות ערך, לא היה זה מידע פנים, שכן הוא כבר פורסם במועד ביצוע הפעולות.⁶⁵ בית המשפט לערעורים הפך פסיקה קודמת של הערכאה הראשונה וקבע, כי המידע, אשר על פיו פעלו הנאשמים, לא היה עדיין ידוע לציבור הרחב, ולכל הפחות — בוודאי הוא לא "נספג" ולא "נקלט" עדיין על ידי ציבור המשקיעים.⁶⁶ במילים אחרות, בית המשפט קבע באותה פרשה, כי מאחר שביצוע הרכישות נעשה בסמוך מאוד למועד פרסום המידע לראשונה, ועוד בטרם היתה שהות בידי ציבור המשקיעים לעכל מידע זה, לקלוט אותו כהלכה ולנתחו, אזי עדיין ייחשב אותו מידע שפורסם — במועד בו בוצעו הפעולות בניירות ערך — כמידע פנים. ככזה, אסור הוא לשימוש.⁶⁷

קביעה זו של בית המשפט האמריקאי חשובה ביותר, שכן היא מחייבת את אנשי הפנים, או כל אדם אחר המחזיק ב מידע פנים, להמתין שהות נאותה, לאחר שהמידע כבר פורסם בציבור, בטרם יוכל לעשות בו שימוש בביטחה. בלשונו של בית המשפט באותה פרשה —

65 ראו Texas Gulf, *supra* note 2, at pp. 853–854. בנסיבות אותו מקרה, רכשו שני הנאשמים ניירות ערך של חברה בסמוך לפני ולאחר שאותה החברה, פרסמה הודעה לעיתונות על הצלחת קידוחים למציאת מחצבי מתכת שהיא ביצעה בקנדה.

66 בית המשפט האמריקאי השתמש בביטוי באנגלית — assimilated, שמשמעו בעברית: להיטמע, להיספג, להיקלט.

67 Texas Gulf, *supra* note 2, at p. 854.

“Before insiders may act upon material information, such information must have been effectively disclosed in a manner sufficient to insure its availability to the investing public”.⁶⁸

קביעה זו מונעת מאנשי פנים מלבסס פעולה בניירות ערך על סמך העובדה, כי מבחינה טכנית הקדים הפרסום של מידע הפנים את ביצוע הפעולות על ידם. אם יובהר לבית המשפט, כי היתה סמיכות זמנים קרובה ביותר בין שני האירועים (הפרסום, מחד גיסא, וביצוע פעולות בניירות ערך, מאידך גיסא), עשוי בית המשפט לפסוק, כפי שנעשה בפרשת Texas Gulf, כי המידע עדיין נחשב כמידע פנים, אף שמהפך הפורמלי, הטכני, המידע כבר פורסם.

המשמעות הנובעת מגישת בית המשפט האמריקאי דלעיל היא, כי מידע פנים אינו חדל להיות כזה באופן מיידי וסימולטני לפרסומו בציבור. נדרשת שהות מסוימת, שאינה קבועה והיא משתנה על פי נסיבות המקרה, בין פרסום המידע לבין עיכולו, קליטתו וניתוחו, על ידי הציבור הרחב. רק אז, ורק לאחר שניתן לומר, כי היתה שהות נאותה באופן סביר בידי הציבור לקלוט ולעכל את המידע ולקבל החלטות על פיו, רק אז יוכל אותו מידע פנים להסיר מעליו את חותם המידע “האסור לשימוש” וניתן יהיה לבצע פעולות תוך שימוש בו.

2.1.2.8 יש, עם זאת, לציין ולהדגיש, כי פסיקה חשובה זו ניתנה בשנת 1968, בטרם עידן האינטרנט. ספק אם קביעה זו עדיין שרירה כיום, בוודאי לעניין משך הזמן הנדרש לשם הטמעת המידע, קליטתו ועיכולו, על ידי הציבור. כיום, בעידן הפס הרחב, מופץ מידע בזמן אמת לכלל ציבור המשקיעים (בתנאי, כמובן, שהם מתעדכנים באמצעות האינטרנט) וזמן הטמעתו קצר ביותר.

אין ספק, שכל דרישה לשיהוי או לעיכוב בשימוש במידע פנים, לשם קליטת מידע פנים וספיגתו, מציבה קושי בפני כל מי שיש ברשותו מידע כזה. שכן, כיצד יכול אדם להחליט בלב שקט, כי המידע שפורסם כבר נקלט ו“נעכל” בקיבתו של הציבור הרחב, באופן שגם הוא רשאי לעשות בו שימוש? שאלה היא — כמה זמן עליו להמתין: שמא תספיק שעה או שמא נדרשות מספר שעות, ואולי אף יממה. יתר על כן, שאלה היא, אם ניתן לדרוש זמני המתנה שונים, על פי סוג המידע ואופיו. ייתכן, לשם דוגמא, לטעון, כי יש מידע שמטבע מהותו מחייב לימוד ממושך יותר מאשר מידע אחר. ואם כך הדבר, ייתכן כי נדרש זמן המתנה ממושך יותר, מרגע הפרסום ועד לרגע הפיכתו של המידע לנחלת הכלל, בטרם ניתן לעשות בו שימוש.

2.1.2.9 שאלה אחרת, העולה בהקשר זה, היא אם יש לייחס משקל לתום ליבו של האדם, שעשה שימוש במידע פנים על סמך הנחתו, בתום לב, כי המידע כבר פורסם

ונקלט על ידי הציבור.⁶⁹ בית המשפט בפרשת Texas Gulf דחה טענה כזו, ואולם לא על סמך הנימוק שאין לקבל עקרונית טענת תום לב בהקשר זה. ההנמקה היתה, כי מבחינה עובדתית הוברר, כי הנאשמים לא יכלו להניח באופן סביר, שהמידע כבר נקלט ונספג אצל הציבור הרחב, באותו מועד בו ביצעו את רכישות ניירות הערך.⁷⁰

2.1.3 "ואשר אילו נודע לציבור..."⁷¹

2.1.3.1 ניסוחו (הלקוי, יש להודות) של סעיף 52א לחוק מעורר קושי פרשני שכבר אילץ את בית המשפט בישראל ללוליינות לשונית. קושי זה נובע מהשאלה אם הסיפא של סעיף 52א ("ואשר אילו נודע לציבור, היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של החברה"), מתייחס לכל הרישא של הסעיף ("מידע על התפתחות בחברה, שינוי במצבה, על התפתחות או שינוי צפויים, או מידע אחר"); או שמא חל הסיפא רק על הרכיב האחרון שברישא — "או מידע אחר על החברה".⁷² אין מדובר בוויכוח סמנטי כל עיקר, אלא בכזה שהינו בעל נפקויות מעשיות בהחלט. זאת, במיוחד לאור הלשון הרחבה, ולמעשה — הבלתי מוגבלת, של הרישא לסעיף 52א, מחד גיסא, לעומת הלשון המוגבלת של הסיפא, הדורשת — "שינוי משמעותי" במחיר נייר הערך, ולמעשה מכוונת לדרישת המהותיות.⁷³

2.1.3.2 הגישה הסוברת, כי הסיפא חל על כל רכיבי הרישא, מקלה, כמובן, עם הנאשמים, שכן הוא דורש את הוכחת "המהותיות" (של מידע הפנים) לא רק ביחס ל"מידע אחר", אלא ביחס לכל רכיב של מידע שיכול להיחשב כמידע פנים. להבדיל, הגישה האחרת, הסוברת, כי הסיפא חל אך ורק על הרכיב האחרון של הרישא ("מידע אחר") משחררת, למעשה, את כל יתר רכיבי המידע, הנזכרים ברישא לסעיף 52א, מדרישת המהותיות.

2.1.3.3 כפי שהובהר בפרק ג' בספר זה, העוסק בנושא ה"מהותיות", הרי שהדרישה בדבר היותו של מידע פנים מידע "מהותי", הינה — למעשה — לב ליבו של המבחן

69 זו, אגב, היתה טענת שלושת הנאשמים בפרשת Texas Gulf Sulphur, *supra* note 2, at pp. 854–855.

70 יצוין, כי הנאשמים הללו טענו, כי במועד בו ביצעו את רכישות ניירות הערך כבר היו "שמועות" רבות, שאף פורסמו במדורים הכלכליים בעיתונות בארה"ב, ולפיה אכן הצליחו מאוד קידוחי חברת Texas Gulf Sulphur. ואולם, בית המשפט קבע שם, כי מאחר שהחברה עצמה הכחישה את השמועות הללו, בהודעות שהיא פרסמה מספר ימים לפני ההודעה שבה הודיעה על הצלחת הקידוחים, אזי ברור, כי ציבור המשקיעים לא יכול היה לדעת כי אכן הקידוחים הצליחו, כפי שפורסם על ידי החברה לבסוף.

71 לדיון בנושא משמעות המונח "ציבור", ראו פרק ב' לספר זה.

72 ראו ת"פ (ת"א) 5322/90 מדינת ישראל נ' גיבור סברינה מפעלי טקסטיל בע"מ (להלן: "פרשת גיבור סברינה-שלום"), פ"מ תשנ"ג (4) 397.

73 להרחבה בנושא ה"מהותיות" ראו בפרק ג' לספר זה.

להגדרת מידע פנים. לאור זאת, ברור, כי כל פירוש המשחרר רכיב מרכיבי מידע הפנים, כמוגדרים בסעיף 52א לחוק, מדרישת המהותיות, מרוקן מתוכן דרישה כה יסודית, שלא לומר – מהותית, של המבחן להגדרת מידע כמידע פנים ולאבחון ככזה.

אין זה סביר לטעון, כי "מידע אחר" (שהינו מעין "הגדרת-סל" של מידע פנים) חייב להיות מידע אשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום לשינוי משמעותי במחיר נייר הערך של החברה, ואילו מידע בדבר "התפתחות בחברה", "שינוי במצבה" וכד', אינו צריך להיות מידע שיש בו כדי לגרום ל"שינוי משמעותי" במחיר נייר הערך. פירוש כזה חוטא לא רק ללשון החוק, אלא – בראש ובראשונה – לרציונל העומד ביסוד החקיקה וביסוד הדרישה להוכחת "מהותיותו" של המידע, בו עסקינן, כתנאי להוכחת טיבו כמידע פנים.

2.1.3.4 בפרשת גיבור סברינה ציין בית המשפט, כי הפרשנות המקובלת, עד לאותה עת, ראתה בסיפא של סעיף 52א לחוק, כחל על הרישא לאותו הסעיף. ואולם, בית המשפט קבע שם אחרת, וזאת בנימוק, כי מדובר בהגבלה מוגזמת, אשר אינה מתיישבת עם כוונת המחוקק ואף לא עם לשון הסעיף ומבנהו התחבירי.⁷⁴ לפיכך נפסק, כי הביטוי "אילו נודע לציבור", מתייחס אך ורק ל-"מידע אחר".⁷⁵ הנמקה נוספת מפי בית המשפט לעמדתו האמורה התבססה על הרציונל החקיקתי, המבקש למנוע שימוש במידע פנים.

גישתו של בית המשפט בפרשת גיבור מקילה, כמובהר לעיל, על מלאכת התביעה ומחמירה עם הנאשמים. כלל לא ברור, כי זו אכן היתה כוונת המחוקק וכי זוהי אמנם הפרשנות המילולית-לשונית הראויה בנסיבות העניין. זאת ועוד, יש חשש, כי פרשנות בית המשפט כעולה בפרשת גיבור לעיל, תגרום ל"פליליות-יתר": גם שימוש במידע שולי וחסר חשיבות, אך כזה שלא נודע לציבור, ייחשב לעבירה. ספק רב אם זו אכן תכלית החקיקה. הדבר אף מנוגד למגמה הפוכה הקיימת כיום בענפי משפט שונים, מגמת דה-קרימיניזציה. משמע – המגמה להוציא מגדר האיסורים והעבירות אותן עבירות זוטרות ושוליות. ביטוי למגמה זו ניתן למצוא בתיקון מס' 39 לחוק העונשין, בו נקבעה הוראת סעיף 34יז לחוק העונשין, המדבר על זוטי דברים.

2.1.3.5 הביטוי "אשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי במחיר נייר ערך של החברה", כאמור בסעיף 52א לחוק, מכוון לבחינת השפעתו הפוטנציאלית של המידע על שער נייר הערך. הלכה היא, כי אין צורך להוכיח השפעה ממשית, או

74 ראו פרשת גיבור סברינה-שלום, לעיל הערה 72, בעמ' 425–426.

75 מבחינה לשונית, סבר בית המשפט, כי הסיפא של הסעיף נוקט לשון יחיד ("אינו ידוע"), בעוד שהרישא נוקט לשון רבים. השוואת סעיף 52א לחוק לסעיף 54(א)(1) לחוק הינה מאלפת, לדעת בית המשפט (מפי השופט אופיר-תום), משום ששם השתמש המחוקק בלשון רבים גם ברישא וגם בסיפא, ואזי ברור, כי הסיפא נועד לחול על הרישא. ראו שם.

שינוי משמעותי של פרסום המידע, על שערן של נייר הערך. הדגש בהגדרה זו אינו על הוכחת השפעה בפועל, אלא על הוכחת השפעה בכוח, קרי – הדגש הוא על פוטנציאל ההשפעה של המידע על שער נייר הערך, וזאת אף אם בפועל לא היתה השפעה ממשית לאותו מידע על שער נייר הערך.

2.1.3.6 נובע מכך, כי גם אם המחזיק במידע פנים אינו צופה בוודאות או כוודאות קרובה, כי חשיפה לפרסום מידע הפנים אכן תשפיע על שער נייר הערך, אין הדבר שולל אפשרות כי הוא עושה שימוש אסור במידע פנים:

”ההגדרה של מידע פנים איננה דורשת הוכחה כי ניתן היה לצפות בוודאות, או בוודאות קרובה, שגילוי המידע ישפיע באופן משמעותי על השער. די בקיומה של אפשרות ממשית וסבירה.”⁷⁶

ובהמשך –

”הגורם המשמעותי יותר הוא מידת ההשפעה הצפויה של המידע על המשקיע הסביר, ופחות מכך מידת הסבירות שהמידע אכן יגרום לשינוי משמעותי בפועל בחברה.”⁷⁷ (ההדגשה במקור).

2.1.4 עקרון ”המהותיות” לעניין ההכרעה בדבר קיומו של מידע פנים
2.1.4.1 כללי

עקרון ה”מהותיות” מהווה נדבך חשוב לא רק בהגדרתו של מידע פנים, אלא גם בהגדרת מידע שחובה לגלות לציבור המשקיעים, בין בדרך של גילוי מיידי ובין בגילוי תקופתי. בה במידה, מהווה עקרון המהותיות גורם-מפתח בהגדרת חובת הגילוי במסגרת הצעה לציבור של ניירות ערך, הן כאשר ההצעה נעשית בדרך של תשקיף והן בדרך של מיפרט הצעת רכש וכיוצ”ב.

משכך הדבר, רלוונטי מונח זה גם לעבירת התרמית בניירות ערך. ואמנם, עקרון ה”מהותיות” זכה בפסיקת בתי המשפט בארה”ב ובישראל להתייחסות נרחבת בעבירת התרמית.⁷⁸

לעקרון המהותיות שמורה חשיבות רבה בשל היותו אמצעי לסינון מידע שאינו רלוונטי, או שאינו חשוב, אשר אין ביכולתו להשפיע על מכלול הנתונים העומדים

76 ראו פרשת עדי אייל-שלום, לעיל הערה 62, בסעיף 49 לפסק דינו של השופט בנימיני. ראו באופן דומה, פרשת קרן-עליון, לעיל הערה 58, בעמ' 189. וכן ראו ת”פ (ת”א) 6383/96 מדינת ישראל נ’ אלרגנד (להלן: ”פרשת נורדן-שלום”) (לא פורסם), דינים-שלום, כך יז, 543, בסעיף 4 ח’ לפסק דינה של השופטת הדסי-הרמן.

77 ראו פרשת עדי אייל-שלום, לעיל הערה 62, בסעיף 49 לפסק הדין.

78 לדיון רחב בנושא עקרון המהותיות, ראו פרק ג’ לספר זה. לדיון בעבירת התרמית בניירות ערך, ראו פרק י’ לספר זה.

לרשות המשקיע הסביר.⁷⁹ אכן, הדעה המקובלת כיום הינה, שעקרון המהותיות מהווה את לב ליבה של שיטת הגילוי המלא וה"גילוי הנאות".⁸⁰

אם ננסה לתמצת את עקרון המהותיות ולהגדירו, הרי שהכוונה לכל מידע שיש לו חשיבות לגבי קבלת החלטותיו של "משקיע סביר", או כזה שיש בכוחו כדי להשפיע על שעריו של נייר ערך, אם יודע אותו מידע לציבור המשקיעים. בעזרת הפסיקה המקיפה בנושא ניתן לשרטט מבחן למהותיות, הטומן בחובו שני רכיבים מרכזיים: אחד — הסתברות גבוהה (substantial likelihood), שהאירוע בו עוסק המידע, אכן יתרחש בפועל.

שני — המידע יגרום להשפעה ממשית או משמעותית ("substantial effect" או "actual significance") על שיקול דעתו של המשקיע הסביר. יצוין, עם זאת, כי במרוצת השנים אומץ בארה"ב, אם כי לא באופן אחיד, מבחן נוסף, הוא מבחן "השפעת השוק" (Market Impact), המבוסס על בחינת השפעתו של פרסום המידע על ניירות הערך אליהם מתייחס המידע. במרבית המקרים מדובר על השפעת המידע על שערי ניירות הערך, אך לעתים יכול הדבר להתבטא גם בשינוי מחזורי המסחר והיקפיו. לעתים, כך נקבע, עצם הפסקת המסחר בנייר ערך מסוים מעיד על "השפעה" משמעותית דיה.⁸¹ הדין האמריקאי קובע (בלשון כלל 10b-5 לכללי SEC) כדלקמן:

"It shall be unlawful for any person....:

(a)...

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

(ההדגשה אינה במקור)

בסעיף 10b לחוק ניירות הערך האמריקאי (The Securities Exchange Act 1934) נקבע:

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

(a) ...

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any

79 T.E. Patton & T.R. Saunders, "Elements of Proving A Rule 10b-5 Violation" *Securities Fraud: Litigating Under Rule 10b-5* (1993) p. 2:32.

80 א' אברמזון, "תחזיות ו'מידע רך' בחברה ציבורית — החובה לגלות ועקרונות האחריות המשפטית" משפטים כב 56, בעמ' 59.

81 ראו V. 2nd ed. A.R. Bromberg & L.D. Lowenfels, *Securities Fraud & Commodities Fraud* (2nd ed. V. 2) at p. 7:158.10.

security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors".⁸²

אף שלשון חוק ניירות ערך בישראל (להבדיל מהחוק האמריקאי) אינה דורשת שמידע פנים יהא מידע "מהותי", הרי שפסיקת בתי המשפט בישראל דרשה (בעקבות הפסיקה בארה"ב) כתנאי יסודי להגדרת מידע כ"מידע פנימי", כי אותו מידע יהא "מהותי".⁸³

הפסיקה בארה"ב ובמדינות נוספות התלבטה רבות בשאלה כיצד יש להגדיר מידע "מהותי". בקליפת אגוז, השאלה מתמצית בבחירה בין שתי גישות עיקריות: הגישה האחת, מעדיפה את המבחן התיאורטי-היפותטי, והיא בודקת את מצב הדברים מראש ולפני הפעולה (Ex-Ante); קרי — היא מתמקדת בשאלה מהו מידע היכול להיחשב כמהותי, מעצם טיבו. לפי גישה זו, גם בנסיבות בהן כלל לא ברור, או לא הוכח, כי המידע הפנימי היה בעל השלכות בפועל על שער נייר הערך הרלוונטי, גם אז תוטל אחריות על ה"עושה" שימוש ב"מידע הפנים" ובלבד שמידע כזה יכול היה — באופן תיאורטי — לגרום שינוי כזה. הגישה האחרת, מצדדת במבחן אמפירי, שלאחר מעשה (Post Factum), והיא בודקת את השפעתו בפועל של מידע הפנים על שער נייר הערך הרלוונטי, באופן שרק אם וכאשר מתברר כי אכן היתה השפעה כזו בפועל, אזי התקיים הרכיב של מידע פנים לעניין העבירה האמורה.

בפסיקת בתי המשפט בישראל אומץ, כפי שיפורט להלן, המבחן התיאורטי, אף שהובעה גם דעה המכירה במבחן משולב של שתי הגישות.⁸⁴ אין לומר בביטחה, כי חובה לאמץ למשפטנו את המבחן האמפירי דווקא. ואולם, לשם מניעת ספקות ואי-בהירות מיותרת בנושא זה, רצוי היה כי המחוקק הישראלי יעגן מבחן זה בחוק ניירות ערך.⁸⁵

2.1.4.2 עקרון המהותיות: מספר הערות מקדימות

מן הראוי, ראשית, לאפיין את עקרון המהותיות במספר הערות מקדימות: ראשית, מדובר בעיקרון עמום במידה רבה.⁸⁶ משום כך ברור, כי חשיבותו של

82 והשוו לשון סעיף 52א לחוק, הקובע: "מידע פנים — מידע על התפתחות בחברה, על שינוי במצבה, על התפתחות או שינוי צפויים, או מידע אחר על החברה, אשר אינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום לשינוי מהותי במחיר נייר הערך של החברה".

83 ראו פרשת גיבור-סברניה-שלום, לעיל הערה 72, בעמ' 428–429. כן ראו פרשת גיבור סברניה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 356–357. בהקשר זה ראו דיון בסוגיית המהותיות בפרשת ברנוביץ-עליון, לעיל הערה 23, בעמ' 833–837.

84 ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 23.

85 להרחבה בנושא הנימוקים בעד ונגד המבחן האמפירי מחד גיסא והמבחן התיאורטי מאידך גיסא, ראו בפרק ג' לספר זה, הדן בנושא עקרון המהותיות.

86 ראו SEC v. Bausch & Lomb Inc., 565 F.2d 8 (1977), at p. 10.

העיקרון אינה כל כך בהגדרתו, כי אם בדרכי יישומו בפועל על ידי בתי המשפט. התוכן, אשר בית המשפט יוצק לתוכו והשיקולים העומדים ביסוד הפעלתו, הם המעניקים לעיקרון זה את כוח חיותו.⁸⁷

העמימות של עקרון המהותיות נובעת, במידה רבה, מהעובדה שהוא מופעל בהתאם לנסיבות כל מקרה ומקרה, ועל כן עובדה או נתון מסוימים יכולים להיחשב "מהותיים" במערכת נסיבות נתונה ובמועד נתון, בעוד שאותן עובדות לא ייחשבו ככאלו במערכת נסיבות אחרת, או במועד אחר. התוצאה המיידית של עמימות זו היא, שבמקרים רבים אין השחקן בשוק ההון יודע לאשורו, אם העובדות המצויות בידיו הינן עובדות מהותיות, אם לאו, וכנגזר מכך — אין הוא יודע כיצד לפעול. במילים אחרות, אם אדם אינו יודע האם מידע שברשותו נחשב למידע "מהותי", אין הוא יודע אם חייב הוא לגלותו או בנסיבות אחרות — אם רשאי הוא לעשות בו שימוש חופשי. או שמא עליו לנקוט את הגישה הזהירה, המחייבת אותו להימנע מכל פעולה, גישה שגובשה בדין האמריקאי וכונתה כאמור לעיל גישת ה"גלה או הימנע" — Disclose or Abstain Rule.

שנית, המהותיות נבדקת אך ורק בנקודת הזמן בה בוצעה העבירה (למשל — בעת בה נעשה השימוש ב"מידע הפנים").⁸⁸ על כן, כאשר מתבקשים אנו להכריע אם נתון מסוים הינו מהותי, חובה עלינו להגדיר, ראשית, את נקודת הזמן הרלוונטית. שכן, אף אם מידע מסוים הינו מהותי במועד מסוים, אך לא היה כזה במועד בו בוצעה העבירה המיוחסת לנאשם, אזי ברור שלא נעברה כל עבירה.

לשם המחשה: אם אדם רכש ניירות ערך של חברה לחיפושי נפט לאחר שהגיע לידיעתו מידע כי החברה עומדת לבצע קידוחים באזור הידוע כעשיר בנפט, עדיין אין מדובר, בהכרח, במידע פנים "מהותי", אף אם אין המידע מצוי בידי הציבור הרחב. יתרה מזאת, אף אם יתברר בדיעבד, כי אותו קידוח נפט התגלה כהצלחה מסעירה, הרי שכלל אין זה ברור שה"שימוש" במידע הראשוני היה שימוש אסור. זאת, מאחר שבמועד בו נעשה ה"שימוש", כאמור לעיל, לא היה בידי ה"עושה" המידע הסופי בדבר הצלחת הקידוח, משמע — באותה עת לא היה המידע "מהותי" כל עיקר.

שלישית, חשיבותו הגדולה של עקרון המהותיות נעוצה בהיותו אמצעי יעיל לסינון מידע לא חשוב או לא רלוונטי, בבחינת מעין "מזקקת מידע".

אכן דברים ברוח זו נקבעו על ידי בית המשפט האמריקאי בפסק הדין המנחה בפרשת : Basic

A.S. Jacobs, *Litigation and Practice Under Rule 10b-5* (2nd ed.), V. 5A, Sec. 61.02, at p. 87
3-96

88 ראו *Berman v. Thomson*, 312 F. Supp. 1031 (1970) at p. 1033

כמו כן ראו *Kohler v. Kohler Co.*, 319 F.2d 634 (1963)

*"The role of the materiality requirement is not to attribute to investors a child-like simplicity, an inability to grasp the probabilistic significance of negotiations, but to filter out essentially useless information that a reasonable investor would not consider significant, even as part of a larger 'mix' of factors to consider in making his investment decision".*⁸⁹
(ההדגשה אינה במקור)

הבחינה באמצעות משקפי המהותיות מאפשרת לבדוק אם מידע הינו נוגע לעניין, ונוסף לכך – אם הוא בעל חשיבות. שאם לא כן, אין כל איסור או הגבלה על השימוש בו. חשוב מכך נדרש, כי המידע יהיה הן חשוב והן רלוונטי באותה נקודת זמן (מועד השימוש), כאמור לעיל.

רביעית, מבחן המהותיות מתייחס לנקודת מבטו של "האדם (או המשקיע) הסביר", קרי, אמת המידה היא אובייקטיבית ובשום פנים אינה סובייקטיבית.⁹⁰

2.1.4.3 אינדיקציות לכך שהמידע אכן "מהותי" (1) כללי

בפרשת Texas Gulf קבע בית המשפט האמריקאי, כי ניתן לאפיין שלושה פרמטרים למהותיותו של מידע פנים, וזאת, בהתאם לסעיף 10-b לחוק ניירות ערך האמריקאי וכלל 10b-5 של כללי ה-SEC (הרשות לניירות ערך בארה"ב):
האחד – אירועים יוצאי דופן במהותם, שגילויים עשוי להביא בוודאות סבירה לשינוי מהותי במחיר נייר ערך.

השני – אירועים שניתן לצפות באורח סביר כי ישפיעו על ערך החברה או על ניירות הערך שלה.

השלישי – אירועים שעשויים להשפיע על עתיד החברה ועל רצון המשקיעים לרכוש או להחזיק ניירות ערך של החברה.⁹¹

פסיקת בתי המשפט בארה"ב וב ישראל, כפי שתיסקר להלן, מלמדת על מספר מאפיינים, שמהם ניתן להסיק על קיומה של "מהותיות" מידע פנים.

(2) המחזיקים במידע "הפנימי" רואים בו מידע "מהותי"
אחת הדרכים האפשריות להסיק את קיומה של עובדה "מהותית" היא השימוש, במה שכונה בספרות, "הקריטריון הסובייקטיבי", קרי – התבוננות במעשי הנאשם עצמו. כיצד פעל, כאשר היה בידיו מידע הנחשד למידע "מהותי".⁹² כך, למשל, בפסק הדין

⁸⁹ ראו Basic Incorporated v. Levinson, 485 U.S. 224, 99 L. Ed. 2d 194, (1988) at p. 210.

ראו גם TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, at pp. 448-449.

⁹⁰ ראו Texas Gulf, *supra* note 2, at p. 849.

⁹¹ Ibid., at pp. 848-850. ראו גם פרשת גיבור סבריה-שלום, לעיל הערה 72, בעמ' 429.

⁹² ראו Jacob, *supra* note 87, at p. 3-96.

בפרשת Texas Gulf נקבע, כי על מהותיות המידע ניתן ללמוד מכך שאותם נאשמים, שהיו בעלי המידע הפנימי, בדבר התוצאות הטובות של קידוח נפט שביצעה החברה, מיהרו לתת פקודות רכישה לטווח קצר ועשו שימוש במידע זה במהירות רבה.⁹³ ואולם, מדובר בסוגיה קשה ובעייתית. אין זה ברור, אם ובאיזו מידה ניתן להסתמך על התנהגותם של הנאשמים עצמם, כאבן בוחן לכך שהמידע שהיה מצוי ברשותם, אכן היה בגדר מידע פנים. ייתכן בהחלט, לדוגמא, כי ניתן להסיק "מהותיות" מכך שה"עושה" מיהר לעשות שימוש במידע שהגיע לידי ונקט אמצעים להסתירו מפני אחרים. אך קשה לקבוע מסמרות ברורים ונוקשים בעניין זה, והדבר תלוי בנסיבותיו של כל מקרה. לעתים, מתגלה מהתנהגות הנאשם, כי הוא ייחס חשיבות מרובה למידע שהגיע לידי. עם זאת, יש לזכור כי קנה המידה לקביעת ערכיות המידע אינו סובייקטיבי אלא אובייקטיבי, ומשום כך ברי, כי דרך ראייתו של ה"עושה" עצמו תזכה למשקל מוגבל בלבד בשיקולי בית המשפט.

מקובלת הדעה, הן בפסיקה והן בספרות, לפיה יש לסייג את ההתבססות על התנהגות הנאשמים, כאינדיקציה ל"מהותיות", לאותם מקרים בהם ניתן להצביע על שינוי בהתנהגות הנאשם, בהשוואה להתנהגותו בעבר. והטעם ברור — אם תאמר אחרת, עלולה הסתמכות כאמור על התנהגות שחקני שוק ההון להרתיע אותם מלפעול בשוק.

(3) אנשים הקשורים לחברה או לשוק ההון רואים במידע זה מידע "מהותי" בדומה להתנהגות הנאשם עצמו, הרי שלעתים אנשים הקשורים לחברה או המכירים אותה או את פעילותה במסגרת פעילותם בשוק ההון, כגון אנליסטים, "עושי השוק" או כתבים כלכליים, יכולים אף הם לשמש כ"נייר לקמוס" לשאלה אם המידע נתפש כמהותי. אם הללו יעניקו משמעות או חשיבות למידע מסוים, בהחלט עשוי הדבר להעיד כי מדובר במידע מהותי.

גם התנהגות החברה עצמה עשויה לשמש אינדיקציה. לשם הדוגמא, כאשר החברה מוצאת לנכון להוציא הודעה דרמטית לעיתונות או לבורסה ולרשות לניירות ערך, הודעה שאינה מצטמצמת, כמקובל, לדיווח הלאקוני, אלא קושרת לאותו אירוע כתרים רבי-חשיבות ורבי-השלכות לעתידה של החברה, אזי בהחלט יש בכך כדי להצביע על חשיבותו של אותו המידע.⁹⁴ מאידך גיסא, הימנעותה של הבורסה מלהפסיק את המסחר, על אף פרסום הודעה על ידי החברה, יכולה בהחלט להעיד כי אין מדובר במידע "מהותי".⁹⁵

93 התייחסות לבעיה זו ראו — Bromberg & Lowenfels, *supra* note 81, at p. 7:158:36.

94 כך אכן אירע בעניין זכייתה של "אלביט" במכרז להקמת תחנת "קול אמריקה" בערכה: החברה הוציאה דיווח לעיתונות, דרמטי וחריג בסגנונו, ובו נאמר, כי זכיית החברה במכרז הנ"ל הינה, כדבריה, "אחד ההישגים הגדולים ביותר אליהם הגיעה 'אלביט' עד כה. זהו פרויקט שיזיק את החברה וירחיב את פעילותה באורח משמעותי". ראו פרשת פריאל וגולדברג-שלום, לעיל הערה 23, בעמ' 15.

95 ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 55, בעמ' 27–28.

בפסיקת בתי המשפט בנושא זה נשמעו קולות שונים: בפרשת נורדן, הסתמך בית משפט השלום על כך, שהבורסה לניירות ערך נמנעה מלהפסיק את המסחר במניות נורדן, כאינדיקציה לכך שהמידע (בדבר קבלת היתר לביצוע בדיקות לגילוי נפט וגז על-ידי חברת נורדן) אינו מהותי. קביעה זו התהפכה בערכאת הערעור ונפסק, כי אין לקבוע מסמרות בנושא המהותיות אך ורק בשל החלטת הבורסה שלא להפסיק את המסחר.⁹⁶ בית המשפט המחוזי קיבל את הסבר התביעה לאי הפסקת המסחר וקבע, כי "כשמדובר במניות נפט יש התייחסות שונה שאינה מדגימה בהכרח את הכלל שצוטט לעיל, וכבר בשל כך אין אפשרות להסיק מסקנות של ממש מאי-הפסקת המסחר בבורסה".⁹⁷ ייאמר במאמר מוסגר, כי הנמקה זו בעייתית, שכן גם אם מניות נפט נחשבות "מסוכנות" יותר ובעלות תנודתיות גבוהה יחסית, גם אז ברור, כי הימנעות הבורסה מלהפסיק את המסחר בוודאי מעידה כיצד העריכו מומחי שוק ההון שבבורסה את המידע ואת מידת המהותיות שלו.

(4) המידע עוסק באירועים בעלי השפעה רבה על החברה או בנתונים חשובים אחרים לעסקי החברה

בתי המשפט הכירו בכך, כי מידע בדבר אירוע רב-חשיבות ורב-השלכות ביחס לחיי החברה ולעתידה, הינו, מטבעו, מידע מהותי, וזאת אף אם הסיכויים להתרחשות האירוע אינם גבוהים, או אף נמוכים.⁹⁸ יתרה מזאת, ככל ש"עוצמתו" של המידע גבוהה יותר, קרי – ההשפעה הצפויה לו על החברה גדולה יותר, כך ניתן לצפות כי תגדל נטיית בתי המשפט להסתפק ברמה נמוכה יותר של הסתברות שאותו אירוע אכן יתרחש בפועל, כתנאי לכך שהמידע יוכר כ"מהותי".⁹⁹

יש לציין, כי פרמטר העוצמה כולל בתוכו שני רכיבי משנה: האחד – "עוצמת" ("Magnitude") האירוע הצפוי, קרי – השלכותיו הצפויות על החברה.¹⁰⁰

השני – ההסתברות להתרחשות האירוע.¹⁰¹

96 ראו פרשת נורדן – מחוזי, לעיל הערה 61, בעמ' 23.

97 שם, שם.

98 ראו Texas Gulf, *supra* note 2, at pp. 848–84. כן ראו פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 72, בעמ' 429.

ראו גם *Harkavy v. Apparel Industries, Inc.*, 571 F.2d 737 (1978), 741.

99 ראו *Bromberg and Lowenfels, supra* note 81, at p. 7:158:20.

כן ראו: *SEC v. Geon Industries, Inc.*, 531 F.2d 39 (1976), at pp. 47–78. לדיון בסוגיית העוצמה, ראו פרק ג' הדן בעקרון המהותיות.

100 ראו *Bausch, supra* note 86, at p. 17. כן ראו *Geon, supra* note 99, at p. 47.

101 הפסיקה בארה"ב אינה מספקת הנחיה ברורה בקשר לשאלת הוכחת ההסתברות להתרחשותו בפועל של האירוע הרלוונטי. לעתים מחייבת בדיקת ההסתברות ניתוח סטטיסטי מעשי; לעתים די בבדיקת היסטורית של שערי ניירות הערך של החברה, ולעתים ניתן להסתפק בחוות דעת מומחה לעניין זה. ראו: *Bromberg and Lowenfels, supra* note 81, at p. 7:158:20.

(5) מידע בדבר משא ומתן למיזוג או להשתלטות על חברות לאור חשיבותו הבלתי מוטלת בספק של מיזוג לחייה של כל חברה, כבר נפסק, לא אחת, כי גם מידע ראשוני בלבד ביחס למיזוג עשוי להיחשב כמידע "מהותי", וזאת, לנוכח ה"עוצמה" הצפויה של האירוע (המיזוג) ביחס להמשך קיומה של החברה.¹⁰² כך, למשל, נפסק, כי מידע בקשר למיזוג אפשרי של חברה קטנה עם חברה אחרת, הינו מידע מהותי, וזאת על אף שדובר במשא ומתן ראשוני בלבד, אשר כלל לא היה ברור אם יבשיל. משום כך אף לא התעוררה החובה לדווח עליו לרשויות ולציבור.¹⁰³

מנגד, ניתן לטעון, כי כאשר המשא ומתן למיזוג מצוי בראשיתו, וטרם נקבעו העקרונות הבסיסיים לעסקה, אזי אין המידע אודות המיזוג בגדר "מידע מהותי" או פנימי, ואין, על כן, כל איסור על אנשי פנים לבצע פעולות בניירות הערך של החברות הנוגעות לעניין.¹⁰⁴

דוגמא לאירוע בעל "עוצמה" גבוהה, לצד הסתברות נמוכה למדי, עלתה בארה"ב בפרשת Shapiro. באותו מקרה ניתנה הצעה למיזוג בין שתי חברות, הצעה אשר משמעותה המעשית היתה הגדלה צפויה של הרווח למניה של אחת החברות מ-\$0.29 ל-\$2.24, גידול של כ-670%. ההסתברות לביצוע המעשי של המיזוג לא היתה גבוהה, שכן הצעת המיזוג נדחתה כחודש לפני כן, ולא היה ברור אם הוא אכן ייצא אל הפועל. על אף הסתברות נמוכה יחסית זו הוכרע שמדובר במידע מהותי.¹⁰⁵

באחד מפסקי הדין המנחים בארה"ב בסוגיית השימוש במידע פנים, נדון מקרה של חברה אשר לא רק שלא גילתה לציבור אודות מו"מ למיזוג שניהלה עם חברה אחרת, אלא שהיא אף הכחישה, בהודעות לעיתונות, את השמועות בדבר משא ומתן כזה.¹⁰⁶ הערכאה הראשונה קבעה באותה פרשה, כי החברה הפרה את חובתה על פי סעיף 10(b) לחוק ניירות הערך האמריקאי, שכן בשל חשיבותו של המיזוג באשר לעתיד החברה, הרי שההכחשה על ידי החברה הפכה את המידע על המיזוג למהותי. בית המשפט העליון הפדרלי בארה"ב פסק אחרת וקבע, כי שאלת המהותיות תוכרע על פי נסיבותיו של כל מקרה ומקרה, וכי אין לומר שעצם הכחשת המידע על ידי החברה

¹⁰² ראו Basic, *supra* note 89, at pp. 208–209. וראו אברמזון, לעיל הערה 80, בעמ' 63.

וראו גם U.S. v. Newman, 664 F.2d 12 (1981).

במקרה דנן הורשע ברוקר אשר עשה שימוש, יחד עם אחרים, במידע פנימי שהגיע לידיעתם במסגרת עבודתם בחברות השקעה מהגדולות בעולם. המידע התייחס למיזוגים צפויים, כאשר העבריינים נהגו לרכוש ניירות ערך של החברות המעורבות במיזוגים בטרם נודע הדבר בציבור הרחב. לאחר פרסום מידע זה בציבור ועליית שער ניירות הערך הנוגעים בדבר, היו מוכרים העבריינים את ניירות הערך ברווח משמעותי.

¹⁰³ ראו Geon, *supra* note 99, at pp. 47–48.

והשוו Flynn v. Bass Bros. Enterprises, Inc., 744 F.2d 978 (1984).

¹⁰⁴ ראו A. Fleischer Jr., "Securities Trading & Corporate Formation Practices: The Implication of The Texas Gulf Sulphur Proceeding" 51 *Virginia L. Rev.* 1271 at p. 1290.

¹⁰⁵ ראו Shapiro, *supra* note 2, at pp. 1306–1307.

¹⁰⁶ ראו Levinson v. Basic Inc 786 F. 2d. 741.

הופך את המידע למהותי.¹⁰⁷ שאלת המהותיות בהקשר של מיזוג תוכרע — כך נפסק — בקביעה מהי ההסתברות לכיצועו של המיזוג מחד גיסא, ומה חשיבותו הצפויה של אותו המיזוג לחיי החברה, מאידך גיסא.¹⁰⁸

באופן דומה נפסק בישראל, כי מידע על השתלטות עתידית צפויה של חברה ציבורית על חברה קטנה יותר, הוא ללא ספק, מידע "מהותי" ובתור שכזה — מידע פנים.¹⁰⁹ יש לזכור, עם זאת, כי אותו מידע יכול להיות בעל חשיבות שונה, ובעלת דרגה שונה של מהותיות, עבור תאגידים שונים. למשל, עבור התאגיד הגדול, הבולע אל קרביו תאגיד קטן, ייתכן שהמידע בדבר כוונת ההשתלטות על התאגיד הקטן אינו מהותי ביותר לנוכח היקף עסקי התאגיד הגדול. שונה הדבר בתכלית ביחס לתאגיד הקטן: מידע באשר לתוכנית ההשתלטות עליו בוודאי ייחשב כמידע מהותי.

(6) מידע בדבר רווח או הפסד של החברה

אין מחלוקת על חשיבות מידע בדבר רווח או הפסד של חברה. אם מקובל עלינו, כי גם מידע בדבר אירועים בעלי חשיבות לחברה מהווה מידע "מהותי" (וזאת, בשל יכולתם של אירועים אלו להשפיע על רווחיות החברה), קל וחומר שמידע בדבר עצם הרווחיות, הינו — אינהרנטית — מידע "מהותי".

כך, למשל, כבר נפסק, ובצדק, כי גם נתון לגבי גידול של כ-30% ברווח רבעוני בלבד (ולא שנתי) הוא נתון משמעותי ומהותי בהחלט.¹¹⁰

במקרה אחר נפסק, כי מידע בדבר צפי לכך שחברה, אשר הציגה רווחים במשך 10 שנים רצופות, עומדת להודיע על הפסד רבעוני ראשון, הוא "מהותי" ללא ספק.¹¹¹ עם זאת, שאלה היא — וטענה הכרעה עובדתית בנסיבות כל מקרה ומקרה — איזהו השינוי ברווחי החברה העשוי להיחשב שינוי מהותי או משמעותי. כבר נפסק, כי גם מידע אודות גידול קטן לכאורה של כ-40,000 ש"ח בלבד ברווח רבעוני של בנק, יכול להיחשב למידע משמעותי, וזאת, עת עסקינן בבנק פרטי קטן, אשר הגידול האמור היווה גידול של כ-30% ברווח הרבעוני בהשוואה לרבעון הקודם.¹¹²

מידע בדבר צפי או הערכות (בלבד) ביחס לרווחי חברה יכול אף הוא לשמש "מידע מהותי", אשר השימוש בו אסור לשם פעילות בניירות ערך. זאת, אף שאין חובה

107 Basic, *supra* note 89, at pp. 212–213.

108 Ibid, at p. 220.

109 ראו ת"פ (ת"א) 6802/94 מדינת ישראל נ' יונה (להלן: "פרשת יונה-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך ד, 394, בעמ' 14–16. מעניין, עם זאת, לציין כי בפסק דין זה נקבע כי מידע הפנים אינו חייב להיות מידע מהותי על מנת שייחשב כמידע פנים. יודגש, כי קביעה זו אינה מתיישבת עם ההלכה הפסוקה בנושא זה.

110 ראו פרשת פרנקל-שלום, לעיל הערה 57, בעמ' 12–13. ראו באופן דומה Benjamin (Benn) Myzel v. Harry Fields, 386 F.2d 718, at p. 734.

111 ראו ת"פ (ת"א) 7388/94 מדינת ישראל נ' רותם (להלן: "פרשת רותם-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 537.

112 ראו פרשת פרנקל-שלום, לעיל הערה 57, בעמ' 17. יוער כי באותו מקרה דובר בבנק למסחר.

על פי הדין לדווח לציבור או לרשויות הנוגעות בדבר (בורסה, הרשות לניירות ערך) אודות הערכות או ציפיות אלו.¹¹³

בארה"ב כבר נפסק, כי על אף שהדעה המקובלת היא שהערכות בדבר רווחים צפויים אינן אמינות, ומשום כך – אינן מחייבות דיווח לרשויות או פרסום, הרי שבנסיבות מסוימות עשויות הן להוות מידע "מהותי". זאת, אף שבאופן כללי אין, כאמור, חובה על פי הדין לפרסם תחזיות, הערכות ו"מידע רך" אחר.¹¹⁴ גם מידע בדבר הדיבידנד אותו אמורה חברה לחלק הינו, כך נפסק, מידע "מהותי".¹¹⁵

(7) מקור המידע הינו אמין ומהימן או מדובר במידע מדויק וספציפי לעתים, מעצם העובדה, כי מקור המידע אמין, כגון – כאשר המקור אינו צד מעוניין, אזי יכול המידע – ולו בשל אמינותו ומהימנותו בלבד – להיחשב כמידע מהותי. לחלופין, מידע עשוי להיחשב "מהותי" מכוח העובדה שהוא מדויק ומפורט. צידו האחר של מטבע זה הוא, כי כאשר המידע אינו מפורט או מדויק, עשוי הוא שלא להיחשב כמידע "מהותי".¹¹⁶

כך, למשל, כבר נפסק, כי כאשר דירקטור בחברה רוכש ניירות ערך שלה, כאשר בידיו מידע על החלטת דירקטוריון החברה להתחיל לבדוק אפשרות של מיזוג עם חברה אחרת, וכאשר אין נראה באופן מיזוג עם חברה מסוימת, אזי המידע המצוי בידי הדירקטור אינו ספציפי או ודאי ועל כן אינו מהותי.¹¹⁷

113 ראו Bromberg and Lowenfels, *supra* note 81, at p. 7:158:25.

וכן – Shapiro, *supra* note 2, at pp. 232–234.

וכן – Weitzen v. Kearns, 271 F. Supp. 616 (1967), at pp. 619–620.

כן ראו פרשת רותם-שלום, לעיל הערה 111.

114 Flynn, *supra* note 103, at p. 985. ראו גם, אברמזון, לעיל הערה 80, בעמ' 66 ובמיוחד ראו שם הערת שוליים 12.

וכן – [in Re] Craftmatic Securities Litigation v. Kraftsow, 890 F.2d 628 (1990), 642.

והשוו Hoffman Elec. Inc. v. Emerson Elec. Co., 754 F. Supp. 1070 (1991), 1080.

115 ראו Cady Roberts, *supra* note 15.

ראו גם: Loss & Seligman, *supra* note 9, at p. 3555.

116 ראו Elkind v. Liggett & Myers, Inc., 635 F.2d 156 (1980), 166. שם נקבע, כי מידע כללי, ללא נתונים, בדבר ירידה במכירות של מספר מוצרי חברה ובדבר פרסום צפוי של הכנסות החברה שבוע לאחר מכן, אינו מפורט דיו (במיוחד לא לעניין הכנסות החברה), ובנוסף – הוא היה מצוי בידי אנליסטים שונים. על כן נפסק, כי מידע זה אינו מהותי. יצוין, עם זאת, כי ההכרעה שם התבססה גם על העדר יסוד נפשי. *Ibid.*, at p. 168.

117 ראו List v. Fashion Park, Inc., 340 F.2d 457 (1965).

יצוין, עם זאת, כי בנסיבותיו הספציפיות של המקרה הנ"ל, התבססה ההכרעה בשאלת ה"מהותיות" במידה רבה על שאלת "הקשר הסיבתי". נקבע, כי בנסיבות המקרה לא הוכח כי התובע (שטען, כי הוטעה על ידי הנתבע) אכן הסתמך על המידע החלקי שבידיו וכי בכל מקרה היה מנוי וגמור עם התובע למכור את מניותיו לנתבע, אף אם היה מצוי בידיו המידע הפנימי (בדבר כוונת החברה ל"התחיל" במו"מ למיזוג או למכירתה), מידע, אשר היה מצוי בידי הנתבע (הדירקטור שרכש מהתובע את המניות).

ראו: *Ibid.*, at p. 461–463.

(8) המידע מחדש או משנה דעה רווחת בשוק ההון מידע עשוי להיחשב "מהותי", מעצם העובדה, כי הוא חדשני או שונה במידה ניכרת מהמידע הרווח בקרב שחקני שוק ההון בקשר לאותה חברה או נייר ערך. אם חברה מסוימת נהנית בקרב שחקני שוק ההון מדימוי של חברה מצליחה או רווחית, ברי, כי נתון בדבר הפסדים או ירידה ברווחיותה (לעתים, אף מידע רק על הערכות או צפי להפסדים כאמור), עשוי להיחשב מידע "מהותי".¹¹⁸

2.1.4.4 נושא "עוצמת" המידע ונושא "איכות" כנגד "כמות" נושא המהותיות מעלה במלוא עוזה את השאלה — מהי ה"עוצמה" הנדרשת על מנת להפוך מידע ל"מהותי". היבט אחר של אותה שאלה הוא — אם יכולה הכמות להפוך לאיכות ואם יש כמות מסוימת שרק מעצם גודלה או מספרה הופכת לאיכות. נושא זה נדון בהרחבה בפרק ג' לספר זה. ייאמר עתה רק, כי ברור שככל שמידע הינו "חזק" יותר, ככל שעוצמתו גדולה יותר, כך הוא "מהותי" יותר למשקיע הסביר. עוצמה יכולה להימדד בשורה ארוכה של פרמטרים, כגון — באיזו מידה משנה המידע החדש מידע קיים אצל ציבור המשקיעים, באיזו מידה הוא משנה דעה קיימת, או לחלופין — באיזו מידה הוא יכול לאשש חששות או חשדות או שמועות, ביחס לאותה חברה או לנייר הערך שלה.

אם לתמצת את סוגיית העוצמה, הרי שניתן לומר, כי מידע ייחשב ל"עוצמתי" או ל"מהותי", אם משקיע סביר יחשוב שהוא אכן כזה, קרי — מדובר במידע שהינו חשוב לשיקולי ההשקעה של משקיע סביר.

2.1.5 "תיאוריית המוזאיקה" (The Mosaic Theory)

2.1.5.1 בתי המשפט בארה"ב נדרשו, לא-אחת, לשאלה, אם ייתכן כי גם אוסף של שברירי וקטעי מידע, אשר כל אחד, כשלעצמו, אינו בגדר מידע "מהותי", יהפוך לכזה, בהצטברותם ובהתאספותם של אותם קטעי מידע, בבחינת "הכמות הופכת לאיכות".

הספרות בנושא זה, כמו גם פסיקת בתי המשפט בארה"ב, אכן הכירה באפשרות כזו, כפוף — כמובן — להוכחה עובדתית, בנסיבות כל מקרה ומקרה, של הצטברות נתונים היוצרים אותה "איכות" נדרשת. גישה זו זכתה לכינוי "תיאוריית המוזאיקה" (The Mosaic Theory).¹¹⁹

תיאוריה זו מניחה, כי גם אוסף של פרטי מידע, אשר כל אחד, כשלעצמו, אינו

¹¹⁸ ראו פרשת גיבור סברינה-שלום, לעיל הערה 72, בעמ' 421–422 ובעמ' 434. שם היה מידע פנים בדבר הפסדי ענק הצפויים לחברת "גיבור סברינה", בעוד שכל דיווחיה של החברה היו עד לאותה עת אופטימיים ודיווחו על צפי לרווחים.

¹¹⁹ תיאוריה דומה לזו הינה "מבחן המכלול השלם" — "Total Mixture of Information". Bromberg & Lowenfels, *supra* note 81, at p. 7:158.15. כן ראו ת"פ (ת"א) 7576/92 מדינת ישראל נ' הלפמן (להלן: "פרשת הלפמן-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 298, בעמ' 16–17.

בגדר מידע "מהותי", עשוי להפוך למידע מהותי, כאשר מצטבר אוסף כזה. למשל, מספר קטעי מידע ביחס לחברה מסוימת, המעידים על התפתחות חיובית בחברה, כגון עלייה ברווחיותה. אדם המחזיק בידיו את קטעי המידע הללו, אשר מצטברים לכדי מסקנה אחת ברורה, מחזיק במידע מהותי.

להמחשה: מנהל בחברה העוסקת בייזום ובפיתוח נדל"ן מודע לכך שיש ארבע עסקאות שונות של הפשרת קרקעות, שהחברה מעורבת בהן. נודע לו, כי כל ארבע העסקאות ייצאו אל הפועל, כל אחת מהן בנפרד. כל אחת מעסקאות אלו אינה מהותית, לבדה, לעסקי החברה. אך צירוף ארבעתן ביחד יכול להעיד בהחלט על התפתחות חיובית בעסקי החברה, על עלייה צפויה בהכנסותיה וברווחיה העתידיים. בידי אותו מנהל מצוי, אם כך, מידע מהותי.

2.1.5.2 עמדת הרשות לניירות ערך בארה"ב בנושא זה באה לידי ביטוי בפרשת Dirks משנת 1981 —

"We have long recognized that an analyst may utilize nonpublic, inside information which in itself is immaterial in order to fill in 'interstices in analysis'".¹²⁰

בפרשת Elkind נקבע בנושא זה —

"A skilled analyst with knowledge of the company and the industry may piece seemingly inconsequential data together with public information into a mosaic which reveal material nonpublic information."¹²¹

2.1.5.3 גם בישראל התעוררה סוגיית "המוזאיקה": בפרשת הלפמן נדונה סיטואציה, בה התייחס מידע הפנים, לטענת התביעה, לסדרה של אירועים אשר בהצטברם בצוותא ברשות הנאשם היוו מידע "מהותי", וככזה — מידע פנים.¹²² מדובר בסיטואציה בלתי שכיחה בישראל, שכן במרבית פסקי הדין שנדונו בארץ, יוחס מידע הפנים למידע מגובש, ברור וספציפי, ולא לאוסף של קטעי מידע שהצטברו ונאספו אצל הנאשם, לאורך זמן.¹²³ בית המשפט בפרשת הלפמן לא דחה על הסף את האפשרות העיונית, כי גם אוסף של קטעי מידע יכולים להרכיב וליצור תמונה של

120 Dirks, *supra* note 47. מדובר בציטוט בפסק הדין של עמדת הרשות לניירות ערך בארה"ב (SEC).

121 ראו Elkind, *supra* note 116, at p. 165. ראו גם Bausch & Lomb, *supra* note 86.

122 ראו פרשת הלפמן-שלום, לעיל הערה 119, בעמ' 5.

123 ראו, למשל, פרשת גיבור סברין-שלום, לעיל הערה 72, וכן פרשת פריאל וגולדברג-שלום, לעיל הערה 23.

מידע מהותי, המהווה מידע פנים.¹²⁴ עם זאת דחה בית המשפט את טענת התביעה, שלפיה אוסף קטעי המידע שהגיעו לידי הנאשם הלפמן (בהיותו מנהל חברת "ישראמקו אינק"), לרבות מידע בדבר הופעת "סימני גז" ובדבר הופעת "קונדנסט", הינם בגדר מידע "מהותי".¹²⁵

מסקנה זו התבססה על כך שאם אמנם היה מדובר במידע "מהותי", אזי חובה היתה על שותפות הנפט לפרסם הודעה מתאימה לבורסה לניירות ערך. מאחר שלא עשתה כן, אזי לכאורה היתה צריכה התביעה להעמיד לדין את שותפות הנפט בגין אי גילוי פרט מהותי בדו"ח, כאמור בסעיף 53(א)(4) לחוק. העובדה שהתביעה נמנעה מלעשות כן, מדברת – כך נפסק – בעד עצמה ומעידה כי, אף התביעה עצמה סברה שאין מדובר במידע "מהותי".¹²⁶

2.1.5.4 כעולה מפרשת הלפמן, הרי שהפסיקה בישראל טרם אימצה את "תאוריית המוזאיקה" במלואה, וזאת, בין היתר, בנימוק כי גם הפסיקה בארה"ב לא אימצה גישה זו באופן מוחלט ובלתי מסויג.¹²⁷

2.1.5.5 מקרה אחר בו עלה נושא זה היה בפרשת יונה. הנאשם טען להגנתו, כי המידע שהגיע לידיעתו (בדבר כוונת חברת מלר"ז ומשפחת יונה, השולטת בה, לרכוש את השליטה בחברת הרהיטים "רים") לא היה אלא לקט של פרטי מידע מקוטעים וחלקיים, ולא מידע מסודר ומגובש. משום כך טען, כי כלל אין מדובר במידע פנימי. בית משפט השלום (מפי הנשיא דאז דן ארבל) דחה טענה זו וקבע, כי הדגש הינו על כך שהמידע הפנימי אינו ידוע לכלל הציבור.¹²⁸ העובדה, כי לא היה מדובר, כביכול, במידע מפורט ומסודר, אינה מעלה ואינה מורידה. השאלה האמיתית הטעונה הכרעה

124 ראו פרשת הלפמן-שלום, לעיל הערה 119, בעמ' 7. בפרשה זו דובר במידע מצטבר לעניין תוצאות חיוביות של קידוחי נפט, שביצעה שותפות נפט של החברות פז וישראמקו בקידוח ים-2, מול חופי אשדוד. במאמר מוסגר יצוין, כי פרשת הלפמן היוותה נספח לפרשת קרן, הנזכרת לעיל, ועסקה באותה מערכת נסיבות.

125 קונדנסט הינו – בתרגום מילולי – "צפוף", "מצומצם" או "מעובה". בעולם חיפושי הנפט הכוונה לתערובת של הידרוקרבונים קלים אשר נגזרים בטמפרטורה ובלחץ רגילים, והופכים לנוזלים על ידי קירור או לחץ. בתרגום ללשון בני אדם ניתן להגדיר את הקונדנסט כ"גז מעובה" או כ"גז רטוב" ולחלופין – כ"נפט נוזלי קל". ראו בעניין זה פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 55, בעמ' 42–43.

126 ראו פרשת הלפמן-שלום, לעיל הערה 119, בעמ' 9 ו-13.

127 ראו שם, בעמ' 17.

כן ראו Bromberg & Lowenfels, *supra* note 81, at p. 7:158.

128 ראו פרשת יונה-שלום, לעיל הערה 109. עוד נקבע, כי המידע באותו מקרה אכן היה מהותי, שכן עסקינן במידע בדבר כוונת השתלטות של חברה גדולה על חברה קטנה. לגישה שונה מזו שהובעה בפסק דין זה ובפסקי דין אחרים בישראל בסוגיה זו, ראו – ידלין, לעיל הערה 33, בעמ' 177. ידלין סבור, כי איסור על שימוש במידע פנים צריך להתייחס אך ורק למידע השייך לחברה, ואילו כאשר מדובר במידע פנים שאינו שייך לחברה (שבניירות הערך שלה מדובר), אזי כלל לא צריך לחול האיסור על שימוש במידע פנים.

הינה, אם "אדם סביר" או "משקיע סביר" יכול היה להסיק מאותו המידע, כי יחולו התפתחויות או שינויים במצב החברה, אשר יש בהם כדי לגרום לשינוי משמעותי במצב ניירות הערך של החברה. בית המשפט הוסיף וקבע בפרשת יונה, כי אין דרישה בחוק כי "מידע פנים" יהיה מידע מוחלט וודאי אלא די, כלשון סעיף 52א לחוק, במידע על התפתחות או על שינויים צפויים.¹²⁹

2.1.5.6 אין ספק, כי "תאוריית המוזאיקה" סובלת מכמה ליקויים מובנים, המקשים על אימוצה. נדמה, עם זאת, כי הבעיה בכגון דא הינה בעיקר הוכחתית. קרי – קיים קושי ממשי להצביע על אותה נקודת זמן, בה "התגבשו" כל לקטי המידע שאינם מהותיים, כל אחד מהם כשלעצמו, והפכו למקבץ מהותי.

יתרה מזאת, מתעוררת השאלה – "כמה זה מספיק", קרי – כמה שברירי מידע אמורים להתקבץ בצוותא, על מנת שייחשבו כמקיימים אותה "מהות" ערטילאית. זאת ועוד, ניתן לשער, כי בית המשפט ייטה להכיר בקיומה של "מוזאיקה" של רסיסי מידע, במידה רבה על סמך ניתוח התנהגותו של מבצע העבירה: במקרה, בו עושה העבירה ביצע פעולה בנייר הערך הרלוונטי, עשוי להסיק בית המשפט כי המידע שהגיע לידי כובר לא היה רק בגדר רסיסי מידע גרידא, אלא התגבש למידע "מהותי" ממש, שאחרת ספק אם "עושה" רציונלי היה מבצע אותן פעולות. מנגד, ניתן לטעון, כי דרך חשיבה כזו עלולה להחטיא את המטרה, שכן הנאשם ייחשד כמי שעשה שימוש במידע מהותי (ולא רק ברסיסי מידע לא מהותי), וזאת, מעצם העובדה, כי הוא אכן ביצע פעולות בניירות ערך. גישה "מעגלית" כזו הינה בעייתית במישור ההוכחתי. ברור, אם כך, כי ביישום "תאוריית המוזאיקה" יש להיזהר מפרשנות מעוותת, אשר תשמש כלי נוח להרשעת נאשמים, לעתים – ללא כל הצדקה אמיתית.

2.1.6 מה לא ייחשב למידע פנים

2.1.6.1 סעיף 52 לחוק קובע –

"(א) אין רואים מידע כמידע פנים אם נמסר לרשות או לבורסה דו"ח על המידע והרשות או הבורסה פרסמו אותו, או ניתן לו פרסום בדרך אחרת המקובלת לצורך הבאת מידע מעין זה לידיעת הציבור, ועבר יום מסחר בבורסה לאחר יום הפרסום כאמור; לא פרסמו הרשות או הבורסה את המידע תוך

129 ראו פרשת יונה, לעיל הערה 109, בעמ' 19. יצוין, כי בית המשפט מבסס מסקנתו האמורה גם על עמדת הבורסה, אשר פנתה לחברה ודרשה כי חברת "רים" תוציא הודעה רשמית על המידע, שכן, היה מדובר, לדעת הבורסה, במידע מהותי ללא ספק. באופן דומה, קבע בית המשפט באותה פרשה, כי העובדה שבידי הנאשם לא היה מידע ודאי וחד-משמעי כי העסקה אכן תצא אל הפועל, אינה שוללת את מהותיות המידע, זאת, מאחר שהנאשם ידע כי מדובר במשא ומתן רציני, שיש סיכוי סביר ביותר כי הוא יסתיים בהצלחה, ואף הובא לידיעת הנאשם מי המנכ"ל המיועד של החברה החדשה.

ארבעה ימים מיום שדווח עליו, יחדל המידע להיות מידע פנים בתום תקופה זו.

(ב) הטוען כי מידע נמסר או ניתן לו פרסום כאמור בסעיף קטן (א) עליו הראיה."

2.1.6.2 סעיף 152 קובע, אם כן, שתי אפשרויות במענה לשאלה מתי יחדל מידע מלהיות "מידע פנים":

אפשרות ראשונה — כחלוף יום ממועד פרסום המידע על ידי הבורסה לניירות ערך, הרשות לניירות ערך, או שפורסם ב"דרך אחרת".
אפשרות שנייה — כחלוף ארבעה ימים ממועד מסירת מידע כזה (לרשות או לבורסה), והוא לא פורסם.

2.1.6.3 פרשנות הסעיף עלתה בפרשת קרן. שם טענו סניגוריו של קרן, כי הרישא לסעיף בנוי משני חלקים נפרדים, באופן שהמגבלה של "ועבר יום מסחר בבורסה לאחר יום הפרסום כאמור" חלה רק ביחס למידע שניתן לו פרסום "בדרך אחרת", ולא ביחס למידע שפורסם על ידי הבורסה או הרשות לניירות ערך. במילים אחרות, קרן טען להגנתו, כי אם המידע פורסם על ידי הבורסה או הרשות, הרי שברגע הפרסום ממשי, חדל המידע להיות "מידע פנים" ולא רק כעבור יום. זאת, להבדיל ממידע שפורסם ב"דרך אחרת". בית המשפט דחה פרשנות זו, על אף שהודה שהיא הגיונית, וזאת, בנימוק כי לשון הסעיף אינה מאפשרת פרשנות כזו.¹³⁰

נדמה, כי פרשנות בית המשפט נכונה מבחינה תחבירית, אף שגישת ההגנה בפרשת קרן מצטיירת כהגיונית יותר. השאלה היא, אם אין מקום להעדיף — בהתחקות אחר "כוונת המחוקק" — שיקולי היגיון ותכלית חקיקתית על פני שפה תחבירית גרידא. קשה למצוא טעם מדוע לא להכיר בכך שברגע בו פורסם מידע על ידי הרשות לניירות ערך או על ידי הבורסה, יחדל אותו מידע להיחשב כמידע פנים, במיוחד בעידן האינטרנט בו שחקני שוק ההון העיקריים ניזונים, בזמן אמת, מדיווחים שוטפים מהבורסה. דווקא בהגבלה של יום אחד, המתייחסת ל"דרך אחרת" לפרסום, יש היגיון רב, שכן אין ודאות כי מדובר במידע המופץ בזמן אמת לשוק ההון.¹³¹

בית המשפט הוסיף בפרשת קרן וקבע, כי הוא רואה בסעיף 152 לחוק סעיף הקובע "חזקה חלוטה", הפוטרת את הנאשם מלהוכיח "ידיעת הציבור", ובלבד שחלף יום

¹³⁰ הנמקת בית המשפט היתה, כי אילו ביקש המחוקק לקבוע את שסברה ההגנה בפרשת קרן, לא היה המחוקק מוצא לנכון להפריד בין החלופה השנייה לבין התנאי שבסיפא לסעיף. הצבת הפסיק אחרי המילים "בדרך אחרת" מלמדת, לדעת בית המשפט, על הכוונה להחיל את התנאי על שתי החלופות כאחת. ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 55, בעמ' 12.

¹³¹ בפרשת קרן נטען על ידי הנאשם, כי ההגבלה של "יום מסחר", כאמור בסעיף 152 לחוק, הינה ארכאית ואינה מתאימה לעידן הטכנולוגי המתקדם בו אנו חיים, בו מסכי המחשב מעדכנים מידע ב"זמן אמת". בית המשפט מפי השופטת אופיר-תום (או בבית משפט השלום) הסכים עם טיעון זה, אך לא שינה את פסקתו. ראו שם, בעמ' 13-14. ראו גם פרשת פרנקל-שלום, לעיל הערה 57, בעמ' 24.

אחד מהפרסום.¹³² ברור, עם זאת, כי חזקה זו אינה שוללת את זכות הנאשם להוכיח, כי הציבור ידע על המידע עוד קודם לתום יום המסחר האחד.

2.1.6.4 במאמר מוסגר ייאמר, כי במידה מסוימת התקבל טיעון ההגנה בפרשת קרן, שכן בית המשפט זיכה מחמת הספק את הנאשמים בגין אחד האישומים. נקבע, כי לא הוכח, מעל לספק הסביר, שכאשר הנאשמים עשו שימוש במידע, לא היה אותו המידע מצוי בידי הציבור. נפסק, כי מעת בו הגיעה לבורסה הודעת החברה (ביחס לתוצאות קידוח הנפט), שוב אין מקום לדבר על מידע "שאינו ידוע לציבור".¹³³ בכך מאמץ, למעשה, בית המשפט את גישת ההגנה, תוך הסתמכות על העובדה שכיום צגי המחשב מפיצים מידע ב"זמן אמת".¹³⁴ מעניין להעיר כי בפרשה אחרת, פרשת פרנקל, הודגש, כי דרישת סעיף 152 לחוק היא ל"יום מסחר". על כן, אם חלפו 24 שעות בהן לא התקיים כל מסחר, לא תקום לנאשם ההגנה על פי סעיף זה.¹³⁵ על אף קביעה זו מוסיף וקובע בית המשפט באותו המקרה, כי בעידן המחשב הופך סעיף 152 ל"מיושן וחסר משמעות".¹³⁶ לאור זאת נקבע, כי אין חובה להמתין "יום מסחר אחד" על מנת להוכיח שהמידע כבר הגיע לידיעת הציבור.¹³⁷

2.1.7 ה"תיאוריה הקלאסית" של מידע פנים ו"תיאוריית המעילה" הדיון בהצגת עבירת השימוש במידע פנים לא יהא שלם בלא התייחסות לשתי גישות מנוגדות, אשר עלו בפסיקה האמריקאית, בקשר לעבירה זו. ראוי לציין במאמר מוסגר, כי הפסיקה בישראל שעסקה בעבירה של שימוש במידע פנים לא נדרשה לנושא זה ולמחלוקת בין שתי הגישות, שייסקרו להלן. זאת, משום שחוק ניירות ערך כלל אינו דורש הפרת חובת אמון לשם הרשעה בעבירת השימוש במידע פנים.

עם זאת, נדמה, כי הדיון להלן, ביחס לשתי הגישות – התיאוריה הקלאסית מחד גיסא, ו"גישת המעילה" מאידך גיסא – אינו דיון תיאורטי גרידא, אלא הוא בעל השלכה מעשית וקונקרטית גם לשוק ההון הישראלי. יתר על כן, שתי גישות אלו אכן מעניקות התבוננות מעמיקה וטובה יותר באשר לסוגיית המותר והאסור ביחס לשימוש במידע פנים, באופן הראוי לאימוץ בדין הישראלי. כך, למשל, כלל לא ברור אם יש מקום להרשיע בגין שימוש במידע פנים אדם שאין לו כל זיקה לתאגיד בורסאי, שמידע

132 ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 55, בעמ' 13.

133 ראו שם, בעמ' 29.

134 מעניין לציין, כי בתקופה הנדונה בכתב האישום, שנת 1990, עדיין לא בוצעה ההפצה באמצעות מחשב, אלא על ידי הפצת הודעות לחברי הבורסה בכתב או באמצעות פקסימיליה.

135 ראו פרשת פרנקל-שלום, לעיל הערה 57, בעמ' 39.

136 ראו שם, בעמ' 29.

137 לפי תיאוריית השוק המשוכלל, הרי שמרגע שמידע הגיע לידיעת המשקיעים המוסדיים ומנהלי התיקים, העומדים בקשר ישיר עם מחשבי הבורסה, ניתן לומר כי המידע הגיע לידיעת כלל הציבור. ראו שם, בעמ' 25.

הפנים מתייחס אליו; באופן דומה, ספק רב אם יש הצדקה להרשיע בעבירה זו מי ששמע באקראי מידע פנים. הללו אינם חבים חובת אמון לחברה או לבעלי מניותיה, ומשום כך קשה לראות הצדקה באיסור על שימוש במידע פנים ביחס אליהם.

הדין הישראלי כלל אינו דן בסוגיות אלו ואין הוא מבחין בגווני האפור הרבים, המצויים בעבירה זו. ראיית הדין הישראלי בעניין זה הינה ראייה של שחור-לבן, וככזו — חוטאת היא לעתים הן למידת הצדק והן למידת ההיגיון.¹³⁸

2.1.7.1 הגישה ה"קלאסית"

הגישה הקלאסית של עבירת השימוש במידע פנים סוברת, כי באחריות פלילית יישא כל מי עשה שימוש במידע פנים, ובלבד שאותו "עושה" חב חובת אמונים לחברה, שבניירות הערך שלה הוא פעל.¹³⁹

באחת הפרשות הבולטות בסוגיית השימוש במידע פנים, פרשת Dirks, נפסק, כי מקבל מידע פנים מפר את הדין רק כאשר מקור המידע הינו איש פנים שהפר את חובת האמונים שלו לחברה, ורק אם מקבל המידע (tippee) מודע להפרת החובה, או צריך היה לדעת אודותיה.¹⁴⁰ באופן דומה נפסק על ידי בית המשפט הפדרלי בארה"ב בפרשת Chiarella כי —

"There can be no fraud absent a duty to speak".¹⁴¹

בהתאם לגישה זו נפסק בפרשת Chiarella, כי אדם, שאינו חב חובת אמונים לחברה,

138 ראו בעניין זה מאמרו של המלומד ידלין, אשר מגייס ברוב מקורות את סיפורו של יוסף התנ"כי להמחשת אותם גווני אפור בעבירה של שימוש במידע פנים. ראו — ידלין, לעיל הערה 33. גם ידלין סבור, כי יש להבחין בין מי שחב חובת אמון לחברה ולבעלי מניותיה לבין מי שאינו חב. ראו — שם, בעמ' 187. דוגמא טובה לכך מפי ידלין, הוא אדם העובר במדבר ורואה נפט פורץ מהאדמה. הייתכן להרשיע אדם כזה בגין שימוש במידע פנים, אם הוא ירכוש מניות של החברה שביצעה קידוח נפט באותו מקום?

139 ראו U.S. v. O'hagan, 92 F.3d 612 (1996), 616. ראו באופן דומה, Chiarella, *supra* note 47, at pp. 234–235.

כן ראו — Chestman, *supra* note 5, at p. 565. ראו גם Dirks *supra* note 47, at p. 655.

140 ראו — Dirks, *supra* note 47, at p. 660. Chestman, *supra* note 5, at p. 565. בפרשת Dirks, שהתרחשה בראשית שנות ה-80' בארה"ב, הועמד לדין דירקס, עובד של חברת ברוקרים שהתמחתה בחברות ביטוח. לדירקס נודע מדירקטור בחברת ביטוח מסוימת, כי בוצעו מצגי שווא בדו"חות הכספיים של אותה חברת ביטוח, באופן המציג באופן שיקרי ומנופח את שווי נכסיה. דירקס החל לחקור את הנושא באופן אינטנסיבי, נפגש עם אנשים רבים, לרבות עם עובדי החברה, עיתונאים ועוד, ואת חלקם שיתף בחשדותיו. עקב כך נוצרה חרושת שמועות סביב החברה ושערי מניותיה החלו לקרוס. בשלב זה החלה חקירת הרשות לגיירות ערך בארה"ב (ה-SEC), והחברה נקלעה להליכי כינוס נכסים. ה-SEC יזמה הליך גם כנגד דירקס עצמו, על אף שהוא היה הגורם המניע לחשיפת התרמית בדו"חות הכספיים של חברת הביטוח. הטענה כנגדו הייתה שהוא הפיץ מידע פנימי. דירקס נקנס באופן סימלי בלבד, וגם ערעורו לבית המשפט לערעורים על החלטת ה-SEC כנגדו, כאמור, נדחה. ואולם, בית המשפט העליון הפדרלי בארה"ב קיבל את ערעורו וביטל את ההרשעה.

141 ראו Chiarella, *supra* note 47, at p. 235.

שבניירות הערך שלה פעל, אינו מבצע עבירה פלילית כאשר הוא פועל באותם ניירות ערך על סמך מידע פנים שהגיע לידיו. מאחר שלא היתה על אותו אדם כל חובה לגלות את המידע לפני שעשה בו שימוש, הרי שהוא רשאי היה להשתמש בו, עוד בטרם נודע המידע לציבור הרחב.¹⁴²

2.1.7.2 "תיאוריית המעילה" (The Misappropriation Theory)
"תיאוריית המעילה" נזכרה בפסיקה האמריקאית בראשית שנות ה-80', בפסק הדין הידוע בפרשת Chiarella.¹⁴³

"תיאוריית המעילה" גורסת, כי עבירת שימוש במידע פנים אינה מחייבת הוכחה כי ה"עושה" הפר חובת אמונים, המוטלת עליו, כלפי החברה או כלפי בעלי המניות שלה. די בכך שהוא הפר חובת אמונים כלפי אותו גורם שממנו הוא קיבל את מידע הפנים.¹⁴⁴ תיאוריית המעילה מנתקת, אם כך, את העבירה של שימוש במידע פנים, מהיסוד החשוב של הפרת חובת אמונים כלפי החברה שבניירות הערך שלה נעשו הפעולות. אמנם, היא דורשת, כי תוכח הפרת חובת אמונים כלשהי, קרי — כלפי אדם, חברה או כלפי אותו גורם שממנו נתקבל מידע הפנים. ואולם, מאחר שאין דרישה להפרת אמונים כלפי אותה חברה (שבניירות הערך שלה בוצעו הפעולות), אזי ברור כי מדובר בדרישה מופחתת במידה משמעותית, המחמירה עם הנאשמים בתחום עבירות ניירות הערך, ומקלה — משום כך — על מלאכת התביעה.

פרשת O'hagan שנדונה בארה"ב אכן ממחישה היטב את ההבדל בין ה"גישה הקלאסית" לבין "תיאוריית המעילה". שתי גישות שונות אלו אומצו (כל אחת מהן בנפרד) על ידי ערכאה אחרת, אשר דנה באותה פרשה ממש. ג'יימס אוהייגן היה שותף במשרד עורכי דין במיניאפוליס, אשר ייצג חברה אנגלית בשם Grand Met, שביקשה להשתלט על חברה אמריקאית, חברת פילסבורי (Pillsbury), שמקום מושבה

142 ראו Ibid, at pp. 235–239. יצוין, כי בפרשת Chiarella מדובר היה בעובד של בית דפוס, בו הודפסו מסמכי הצעת רכש של חברה אחת שהתכוונה להשתלט על חברה אחרת. העובד, Chiarella, גילה בכוחות עצמו מהי חברת המטרה, המיועדת להשתלטות במסגרת אותה הצעת רכש. זאת, אף שבמסמכים שהועברו להדפסה, לא צוינו — לשם שמירת סודיות מירבית — שמות התאגידים הנוגעים בדבר. Chiarella גילה בכל זאת מהי חברת המטרה ורכש את מניותיה, קודם שבוצעה ההשתלטות. לאחריה, הוא מכר את המניות ברווח של כ-30,000 דולר. Chiarella הורשע בשתי הערכאות, אך זוכה בבית המשפט העליון הפדרלי.

143 ראו — Ibid, at p. 241 and at pp. 243–245. פסק הדין, אשר ניתן בשנת 1980 נתן את האות לגיבוש "תיאוריית המעילה", ולאחריו באו פסקי דין בפרשת Newman (שנת 1981), בפרשת Materia (בשנת 1984) וכן בפרשת Chestman (בשנת 1991). חיזוק נוסף לגישה זו ניתנה בפסק דינו של בית המשפט לערעורים בפרשת O'hagan, אשר ניתן בשנת 1996. ראו SEC v. Materia, 745 F.2d 197 (1984); Newman, supra note 102; Chestman, supra note 5. כן ראו O'hagan, supra note 139. גם — O'hagan, supra note 139, at p. 566. Chestman, supra note 5, at p. 566. ראו גם — A.G. Anderson, "Recent Developments In Rule 10b–5" 13th Annual Institute on Securities Regulation (1982) 225, at pp. 227–228.

במיניאפוליס, מיניסוטה. עוד בטרם פורסמה כוונת ההשתלטות של מרשתו, החברה האנגלית, הקדים ורכש עורך הדין אוהייגן אופציות קנייה (call) למניות של חברת המטרה, פילסבורי. לאחר פרסום המידע לציבור הרחב, נסקו שערי ניירות ערך של חברת המטרה משער של 39 דולר למניה לשער של כ-60 דולר למניה. אוהייגן מכר את האופציות שברשותו ושילשל לכיסו רווח נאה של כ-4 מיליון דולר.

בית המשפט המחוזי במיניסוטה הרשיע את אוהייגן בשורה ארוכה של עבירות וגזר עליו גם מאסר בפועל. ערעורו של אוהייגן התקבל בבית המשפט לערעורים, במידה רבה בשל השקפתה השונה של ערכאת הערעור בסוגיית "תיאוריית המעילה" ו"התיאוריה הקלאסית", כמתואר לעיל. ערכאת הערעור סברה, כי לשון החוק האמריקאי (סעיף 10b לחוק ניירות ערך האמריקאי) וכלל 10b-5 לכללי ה-SEC, אינם מאפשרים להרשיע בעבירה של שימוש במידע פנים, אלא כאשר הפר הנאשם חובת אמונים שלו כלפי החברה. לא היתה מחלוקת בין הערכאות, שדנו בפרשת אוהייגן, כי עורך הדין לא הפר חובת אמונים כלשהי כלפי חברת המטרה, שכן הוא לא חב לה ממילא כל חובה כזו. עם זאת, סבר בית המשפט לערעורים, כי חובה — לשם הרשעה בעבירה האמורה — כי אכן יחוב הנאשם חובת אמונים לאותה חברה, שבניירות הערך שלה הוא פעל. נפסק, כי אין די בכך שהוא יחוב חובת אמונים כלשהי, כלפי גורם אחר, דוגמת הלקוח שלו — החברה המשתלטת, שכן לא בניירות הערך שלה פעל הנאשם, אלא בניירות הערך של חברת המטרה. יובהר, כי הערכאה הראשונה סברה, להבדיל, כי די בכך שהנאשם הפר חובת אמונים כלפי הלקוחה שלו, החברה המשתלטת, בכך שהוא "נטל" (או קיבל) ממנה מידע פנים, ועשה בו שימוש.¹⁴⁵

יצוין, עם זאת, כי "תיאוריית המעילה" מחייבת אמנם הוכחת הפרת אמונים כלפי גורם כלשהו (להבדיל מהפרה כלפי החברה עצמה, כפי שסוברת כאמור "התיאוריה הקלאסית"), אך מנגד ניתן להסתפק לפיה לא רק ביחסי רעות היוצרים "חובת אמונים" (fiduciary relationship), אלא גם בהוכחת קיומם של יחסי קירבה או אמון אחרים. לשם דוגמא, ייתכן כי קירבת משפחה יכולה להחליף, לפי "תיאוריית המעילה", את יחסי הרעות המסורתיים בין עובד לבין החברה בו הוא מועסק. לאור זאת, אם תוכח הפרת חובת אמון בין אדם לבין קרובו או בן משפחתו, יוכל הדבר לשמש כתחליף ליחסי האמון שבינו לבין החברה בה הוא מועסק, וניתן יהיה לראות בהפרה זו כמקימה את היסוד הנדרש של הפרת אמונים, לצורך העבירה של שימוש במידע פנים. בפרשת Chestman אכן נקבע —

"A 'similar relationship of trust and confidence', therefore, must be the functional equivalent of a fiduciary relationship".¹⁴⁶

¹⁴⁵ ראו O'hagan, *supra* note 139, at p. 617. יצוין עוד, כי בית המשפט לערעורים בפרשת O'hagan הביע דעתו, כי הפסיקה האמריקאית מחייבת הוכחת הטעיה או הפרת חובת גילוי, נוסף על

הפרת חובת אמונים. *Ibid.*, at p. 618.

¹⁴⁶ Chestman, *supra* note 5, at p. 568.

2.1.7.3 גישת המשפט הישראלי באשר לשתי גישות אלו המשפט הישראלי טרם נדרש למחלוקת בין שתי הגישות שהוצגו לעיל. יתרה מכך, מלשון החוק כמו גם מעמדת המוצא של בתי המשפט בישראל, ניתן לשער, כי ספק רב אם בית המשפט הישראלי ימצא לנכון לאמץ ולו אחת מבין שתי הגישות הללו. זאת, בעיקר בשל לשון החוק הישראלי, השונה תכלית שינוי מהחוק האמריקאי, אך גם, ובעיקר, בשל חוסר נכונותם של בתי המשפט בישראל לקרוא אל תוך לשון החוק את שאין בו. בתי המשפט בישראל, לפחות ככל שעסקינן בעבירות בניירות ערך, אינם מגלים נכונות לפרשנות שיש בה כדי להקל על מלאכת העבריינים בשוק ההון. מגמת בתי המשפט בישראל הינה, באופן בולט וברור, בעלת קו קשוח המחמיר עם עברייני ניירות ערך, לפחות — ככל שנוגע הדבר לעצם ההרשעה ולעצם הוכחת האשמה. לעניין הענישה, ניתן לומר, כי בתי המשפט נטו עד לאמצע שנות ה-90' למגמה מקילה למדי, ואולם מאז שלהי שנות ה-90' ואילך קיימת מגמת החמרה בולטת בענישה בעבירות ניירות ערך בישראל. ראו על כך בסעיף 8 לפרק זה.

אין חולק, כי הן "תיאוריית המעילה" והן "התיאוריה הקלאסית", מקילות — בסופו של חשבון — עם הנאשמים, וההבדל ביניהן הוא עניין של מידה בלבד. אכן, אימוץ אחת התיאוריות האמורות, יקשה על מלאכת הוכחת האשמה בעבירה של שימוש במידע פנים.

ואולם, גם במנותק משאלות של מדיניות ראויה, ספק, אם יש צורך להיעזר בשתי הגישות, בין התיאוריה הקלאסית לבין "תיאוריית המעילה", על מנת להוכיח כי נעשה שימוש אסור במידע פנים. לשון סעיף 52 לחוק אינה דורשת הוכחתה של הפרת חובת אמונים כזו או אחרת. אם מידע הינו בגדר מידע פנים על פי ההגדרות הקבועות בדין והמתיישבות עם פסיקת בתי המשפט בישראל, לא ברור מדוע יש להוסיף ולדרוש דרישות, כגון הוכחת הפרת אמונים; וכי מדוע שיידרש להוכיח כי מקבל המידע הפר חובת אמונים?

ההיבט היחיד הראוי לשקילה, כפי שצוין לעיל, הוא הצורך לצמצם את גבולות האיסור על השימוש במידע פנים. כפי שצוין בראשית דיון זה, קיים קושי בהעמדה לדין (קל וחומר — בהרשעה) של אדם שעשה שימוש במידע פנים ששמע באקראי. באופן דומה קשה לקבל הרשעה של אדם שעשה שימוש במידע, שאינו שייך לחברה מסוימת כלשהיא ואינו נוגע במישרין לחברה מסוימת, אלא מתייחס לנתונים מאקרו-כלכליים. למשל, מידע הנוגע לשינוי בשערי הריבית במשק, לפיחות או לייסוף של השקל ביחס לדולר, לשינוי במיסוי וכדומה. בכל המקרים האמורים, ספק רב, אם יש מקום להעמיד אדם לדין בגין שימוש במידע פנים. במובן זה יכולה התיאוריה הקלאסית דלעיל לסייע בגיבוש קווים מנחים בישראל למותר והאסור בנושא זה.

2.2 "איש פנים"

2.2.1 הרציונל לאיסור השימוש במידע פנים על ידי "איש פנים"

2.2.1.1 המחוקק ביקש — כחלק ממגמתו ליצור שוק הון שוויוני והוגן — למנוע ממי שמוגדר כ"איש פנים" של התאגיד, לעשות שימוש במידע אשר הגיע לידי מכוון זיקתו לאותו תאגיד וקירבתו אליו. רעיון השוויון בשוק ההון מתיישב ומתבקש לאור השאיפה ליצור שוק הון הוגן.¹⁴⁷
בפסיקה האמריקאית, אשר אומצה גם על ידי בתי המשפט בישראל, כבר נקבע כי —

"One of the purposes of the Securities Exchange Act 1934... was to outlaw the use of inside information by corporate officers and principal stockholders for their own financial advantage to the detriment of uninformed public security holders."¹⁴⁸

2.2.1.2 הגינות לא תיתכן מקום בו אין תנאי תחרות שווים וזהים לחלוטין בין כל המשתתפים. מצב, בו שחקן זה או אחר בשוק יכול ליהנות מיתרון בלתי הוגן, פרי קירבתו, זיקתו, קשריו — בין משפחתיים, אישיים, ובין עסקיים — שומט את הקרקע מתחת לעקרונות של הגינות וצדק.

תפקידן של רשויות האכיפה בישראל, קרי — הרשות לניירות ערך והבורסה לניירות ערך, הוא לשמור על שוויון והגינות בין המשתתפים במשחק הקרוי — בורסה לניירות ערך. ואולם, מדובר באינטרס שהינו אינטרס של כלל הציבור ושל כל התאגידים שמניותיהם נסחרות בבורסה. שכן, שוק הון שיוודע כבלתי הוגן וכבלתי שוויוני, בו יכולים שחקנים מסוימים לזכות ביתרונות כתוצאה מקירבתם או מזיקתם לתאגידים השונים, ירחיק ממנו, בסופו של יום, את ציבור המשקיעים. מצב דברים כזה יפגע בקיומו ובתפקודו של שוק הון כזה, ויוביל לגוויעתו.

ברור, אם כך, כי על מנת לעודד את ציבור המשקיעים ולמשוך אותו ליטול חלק ברכישת ניירות ערך, הן במסגרת השוק הראשוני — שוק ההנפקות, והן במסגרת השוק המשני — המסחר בבורסה, חייב שוק ההון לוודא, כי יישללו יתרונות בלתי הוגנים ובלתי שוויוניים מידי אותם שחקנים העלולים להימצא בעמדת יתרון כזה. אנשים אלה הינם אנשי הפנים.

2.2.1.3 בתי המשפט בישראל כבר הדגישו, לא אחת, כי אין כל כוונה למנוע כליל מ"אנשי פנים" לפעול בשוק ההון, ואין רצון לנטרלם ולהרחיקם משוק זה.¹⁴⁹ משום

¹⁴⁷ ראו: Shapiro, *supra* note 2, at p. 235. וכן Radiation Dynamics, *supra* note 9, at p. 890.

ראו גם — Speed, *supra* note 9, at p. 829.

¹⁴⁸ Ibid., at pp. 828–829.

Loss & Seligman, *supra* note 10, at p. 783.

¹⁴⁹ ראו פרשת הלפמן-שלום, לעיל הערה 119, בעמ' 19.

כך נפסק, כי המחוקק אך ורק הגביל את מעורבותו של "איש הפנים" בשוק ההון, אך לא אסר אותה לחלוטין.¹⁵⁰ במילים אחרות, האיסור החל על "איש פנים" זהה, למעשה, לאיסור החל על כל אדם אחר שאינו בגדר "איש פנים" בחברה, קרי – נאסר עליו לעשות שימוש במידע פנים שהגיע לרשותו. עם זאת, ביקש המחוקק להבחין בין "איש פנים" לבין אדם אחר, ולהחמיר שבעתים עם הראשון, בשל העובדה, כי הלה עלול לנצל את נגישותו למידע הפנים של התאגיד.¹⁵¹

2.2.1.4 הרציונל להחמרה עם "איש הפנים" ברור ומובן, שכן "איש הפנים" הינו, מעצם תפקידו ומעמדו בחברה, בעל נגישות גדולה יותר למידע רגיש, שאינו נחלת הציבור. משום כך מתבקשת הגבלה מיוחדת, שעונש ראוי בצידה, ביחס ל"איש הפנים". הגבלה זו תמנע יצירת שוק הון בלתי שוויוני, בו יכולים "אנשי פנים" לנצל למטרותיהם האישיות את מידע הפנים המגיע לידיהם, ולידיהם בלבד.¹⁵² אכן, בית משפט השלום בתל אביב (השופט בנימיני, אז בבית משפט השלום) קבע בפרשת לוריה ורשף, כי:

"הנאשם 1 (לוריה, שהיה איש פנים בחברת יונידרס – ר' ע') ניצל את מעמדו הבכיר בחברת יונידרס, כדי להשיג יתרון בלתי הוגן ובלתי מוסרי על פני משקיעים אחרים בבורסה, שאין להם נגישות למידע פנים שהיה בידיו, ובכך פגע בהגינות המסחר בבורסה, שהיא הבסיס לקיומה. העבירות שביצע נאשם 1 פוגעות באמינותו של שוק ההון, וגורמות למשקיעים להדיר רגליהם מהבורסה".¹⁵³

באופן דומה נקבע בפרשת אייל רותם על ידי בית משפט השלום בתל אביב (השופטת אמסטרדם):

"איש פנים בחברה, המרכז בידיו מידע על החברה, נדרש לזהירות ואחריות במעשיו ובעת שהוא סוחר בניירות-ערך של החברה בה הוא משרת. החוק מטיל איסורים על איש פנים כדי ליצור שוויון מירבי בין המשתתפים בשוק ההון, למנוע התעשרות של 'מקורב לצלחת', ולשכנע המשקיעים כי כולם שווים בסיכוי ובסיכון במסחר בבורסה".¹⁵⁴

2.2.1.5 במשפט האמריקאי אכן נפסק בעניין זה כי:

"Intimacy demands restraint lest the uninformed be exploited."¹⁵⁵

¹⁵⁰ כידוע, כותרת פרק ח'1 לחוק היא – "הגבלת השימוש במידע פנים" (ההדגשה אינה במקור).

¹⁵¹ ראו עונשו של "איש הפנים", כאמור בסעיף 352 לחוק, החמור באופן ניכר מזה של מי שהורשע באותה עבירה ולא היה בגדר "איש פנים", כאמור בסעיף 352 לחוק.

¹⁵² ראו פרשת גיבור סבריה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 351–352.

¹⁵³ ראו פרשת לוריה ורשף-שלום, לעיל הערה 26, בעמ' 4.

¹⁵⁴ ראו פרשת אייל רותם-שלום, לעיל הערה 111, בעמ' 328.

¹⁵⁵ ראו Chestman, *supra* note 5, at p. 573.

יש לזכור, כי אנשי פנים "קלאסיים" הם דירקטורים ומנהלים אחרים בתאגיד, המצויים בענייני התאגיד באופן רציף ושוטף. הדעת אינה סובלת, כי אותם פונקציונרים בכירים של התאגיד, יעשו שימוש בנגישותם לתאגיד על מנת לזכות ביתרון בלתי הוגן, מול כל יתר המשקיעים בשוק ההון, באמצעות השגת מידע פנים.¹⁵⁶ עוד יש לזכור, כי אם יהיו רשאים אנשי פנים לעשות שימוש במידע פנים שברשותם, עלולים הם לעמוד במצב של ניגודי אינטרסים עם בעלי המניות מן הציבור, ולעתים — בניגוד עניינים עם החברה עצמה. אם איש פנים יהיה רשאי לרכוש ניירות ערך של התאגיד, על סמך מידע פנים, שהציבור הרחב, מטבע הדברים, אינו מודע לו, יהיה לאותו איש פנים אינטרס לעכב את פרסום המידע ולהשהותו עד לאחר שתהא בידו השהות לרכוש את ניירות הערך. מצב דברים מעין זה, בו עומד איש הפנים בניגוד גמור של אינטרסים עם החברה או עם בעלי מניותיה, אינו מצב רצוי. משום כך התבקש האיסור התחיקתי החל על אנשי הפנים.

2.2.1.6 בפסיקה האמריקאית כבר נדחתה טענת איש פנים, כי אם פגעו פעולותיו, תוך כדי שימוש במידע פנים, הרי שהנפגעים היו אך ורק אנשים חיצוניים לחברה, ולא בעלי מניות נוכחיים שלה. טענה מסוג זה נדחתה על הסף, בהיותה, לדברי בית המשפט האמריקאי, "צרה מדי" ומצמצמת מדי את תחולת האיסור על שימוש במידע פנים. בית המשפט האמריקאי סירב לקבל את הבחנת הנאשם בין בעלי מניות נוכחיים של החברה לבין יתר המשקיעים מהציבור. דין הראשונים, כך נפסק, כדין האחרונים.¹⁵⁷

2.2.2 מיהו "איש פנים"

2.2.2.1 הערות כלליות

סעיף 52א לחוק קובע —

"איש פנים, בחברה —

- (1) דירקטור, מנהל כללי, בעל מניות עיקרי בחברה או אדם אחר שמעמדו או תפקידו בחברה או קשריו עמה נתנו לו גישה למידע פנים ביום הקובע או תוך ששת החדשים שקדמו לו;
- לענין זה, 'היום הקובע' — היום שבו נעשה שימוש במידע פנים;
- (2) בן משפחה של אחד המנויים בפסקה (1);
- (3) תאגיד בשליטתו של אחד המנויים בפסקאות (1) ו-(2).

"בעל מניות עיקרי" מוגדר באותו סעיף כ—"בעל מניות המחזיק בחמישה אחוזים או יותר מן הערך הנקוב של הון המניות המוצא או מכוח ההצבעה או הרשאי למנות מנהל אחד או יותר."

¹⁵⁶ ראו בעניין זה גם פרשת עדי אייל-שלום, לעיל הערה 62, בסעיף 45 לפסק הדין.

¹⁵⁷ ראו Chestman, *supra* note 5, at p. 573.

סעיף 52א לחוק מוסיף ומפרט, כי המונח "החזקה" משמעותו "בין לבד ובין ביחד עם אחרים, בין במישרין ובין בעקיפין, באמצעות נאמן, חברת נאמנות או חברת רישומים או בכל דרך אחרת; כשמדובר בהחזקה בידי חברה – גם בידי חברה בת שלה במשמע, וכשמדובר בהחזקה בידי יחיד יראו יחיד ובני משפחתו הגרים עמו, או שפרנסת האחד על האחר, כאדם אחד."

הביטוי "החזקת ניירות ערך ביחד עם אחרים" מוגדר באותו סעיף כ-

"החזקת ניירות ערך בשיתוף פעולה בין שניים או יותר לפי הסכם, בין בכתב ובין בעל פה."

מלשון החוק אין זה ברור אם הגדרת "איש פנים", כאמור בסעיף 52א לחוק, היא רשימה ממצה וסגורה או שמא ניתן להוסיף עליה. אף שהחוק אינו מבהיר זאת, נדמה, כי לנוכח ההגדרה הרחבה ממילא, של קטיגוריית אנשי הפנים, כעולה מלשון הסעיף, הרי שמדובר ברשימה סגורה. ככלות הכל, מדובר בהגדרה בעלת, מה שניתן להגדיר, "שוליים רחבים" מאוד, לאור הביטוי – "או אדם אחר שמעמדו, תפקידו בחברה או קשריו עימה, נתנו לו גישה למידע פנים". תיבה זו מותירה אפשרות לצירוף כל אדם, יהיו תפקידו ותוארו אשר יהיו. בשים לב לכך, נדמה, כי אין להרחיב עוד יותר את הגדרת "איש פנים", מעבר לגבולות ההגדרה בסעיף 52א לחוק.

2.2.2.2 קטיגוריות מרכזיות של אנשי פנים

ניתן לאפיין, באופן עקרוני, שני סוגים בסיסיים של "איש פנים":¹⁵⁸ האחד – "איש פנים" שניתן לכונו "פנימי", קרי – אדם העובד בחברה או המכהן בה בתפקיד כלשהו (כגון מנכ"ל או דירקטור), או שהינו בעל שליטה.¹⁵⁹ השני – "איש פנים" שניתן לכונו "חיצוני", קרי – שאינו עובד בחברה, אינו מכהן בה בתפקיד כלשהו ואינו מחזיק בה במניות בשיעור משמעותי, כגון בעלי מקצוע שונים המעניקים לתאגיד הבורסאי שירותים שונים או לחלופין – בני זוג ובני משפחה של "איש פנים".¹⁶⁰

158 ראו הרחבה בנושא זה בסעיפים 2.2.3 ו-2.2.4 לפרק זה להלן.

159 לעניין הגדרת המונח "בעל שליטה" ראו סעיף 268 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 (להלן: "חוק החברות"). לעניין המונח "בעל ענין" שאלה היא, אם די בכך שאדם יהא "בעל ענין" על פי הדין מכח אחזקותיו במניות התאגיד, קרי – בעל 5% או יותר מהון המניות או מהזכות למינוי דירקטורים בתאגיד, על מנת שהוא ייחשב בהכרח, כ"איש פנים". נדמה, כי לא בהכרח כל "בעל ענין" בחברה אכן ייחשב, ל"איש פנים", והדבר תלוי במידה רבה בסוג התאגיד, בגודלו ובמהות עסקיו. ואולם סביר, שהמדד העיקרי בעניין זה יהיה מידת נגישותו בפועל של "בעל הענין" למידע פנים בתאגיד, להנהלתו ולבעלי השליטה בו. נגישות זו היא שתוכל להכריע אם, בנסיבות העניין, יש, או היתה, לבעל הענין נגישות למידע פנים.

160 ראו גם Loss & Seligman, *supra* note 9, at pp. 3593–3596. ראו גם פסק הדין בפרשת יונה, לעיל הערה 109, בו סבר בית המשפט, כי גם מתווך שהיה מקורב להנהלת החברה, יכול להיחשב כ"איש פנים". ראו שם, בעמ' 24 וכן בעמ' 21–23.

לסוג הראשון של אנשי פנים קיימת קטיגוריית משנה נוספת, והיא "איש הפנים המרכזי", כהגדרת מונח זה בסעיף 52 (ב) לחוק.¹⁶¹ ביחס לסוג השני של אנשי פנים, "החיצוניים", ניתן להצביע על בעלי המקצוע הנותנים שירותים לחברה, כגון רואה החשבון של החברה,¹⁶² עורך הדין שלה, יועצים מקצועיים שונים ששכרה החברה, כגון יועצי מס, שמאי מקרקעין, יועצי ביטוח, יועצי פרסום, אנשי יחסי ציבור, יועצי מיחשוב, ועוד.¹⁶³

הפסיקה בארה"ב אכן הכירה בחבות המוטלת על אלה שמוגדרים כאנשים "חיצוניים" (Outsiders) שהינם בעלי "יחסי אמון" מיוחדים עם התאגיד, יחסים המטילים עליהם מגבלות בדבר הימנעות משימוש במידע פנים. בקטיגוריה זו ניתן לכלול את החתמים, עורכי דין, רואי חשבון, יועצים שונים ואנשים, אשר קשריהם ההדוקים עם התאגיד, מקנים להם נגישות למידע פנים.

"Under certain circumstances, such as where corporate information is revealed legitimately to an underwriter, accountant, lawyer, or consultant working for the corporation, these outsiders may become fiduciaries of the shareholders. The basis for recognizing this fiduciary duty is not simply that such persons acquired nonpublic corporate information, but rather that they have entered into a special confidential relationship in the conduct of the business of the enterprise and are given access to information solely for corporate purposes".¹⁶⁴

עולה, אם כן, כי גם אותם אנשים החיצוניים לתאגיד, ללא עוררין, עלולים לשאת עימם נטל של חובת סודיות ואמון לחברה, ממש כאילו היו אנשי פנים בה, וכל זאת לאור יחסי האמון והסודיות ("special confidential relationship") שנוצרו בינם לבין התאגיד. אכן, קטיגוריה זו הוגדרה על ידי המלומדים לוס וזליגמן כ-"constructive insiders".¹⁶⁵

אין ספק, כי אותה קטיגוריה נוספת של אנשים החיצוניים לתאגיד, אינה מוגבלת אך ורק לאותם ארבעה בעלי המקצוע הנזכרים לעיל (חתמים, עורכי דין, רואי חשבון, יועצים), אלא חלה היא בהכרח על מגוון רחב, ולמעשה – בלתי מוגבל מראש – של בעלי מקצוע המעניקים משירותיהם לחברה. יודגש, כי להבדיל מאותם בעלי

161 ראו להלן בסעיף 2.2.5 להלן לפרק זה.

162 ראו ת"פ (ת"א) 9144/94 מדינת ישראל נ' בש (להלן: "פרשת בש-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך ד, 477.

163 ראו, למשל, פרשת לוריה ורשף-שלום, לעיל הערה 26.

164 Dirks, *supra* note 47, at p. 655.

ראו גם Loss & Seligman, *supra* note 9, at pp. 3593–3594 and 3571–3572. יש לסייג דברים אלו לכך, שעל פי דעות מסוימות שהובעו בפסיקה האמריקאית, כפי שצוין לעיל, נדרשת "הפרת אמונים" לשם הרשעה. בעניין זה ראו בסעיף 2.2.1 לעיל.

165 Loss & Seligman, *supra* note 9, at p. 3549.

מקצוע הנזכרים לעיל, כלל אין הכרח, כי מדובר בבעלי מקצוע אשר שימשו את התאגיד לשם הנפקת ניירות הערך שלו דווקא.

ייתכן בהחלט, כי בעל מקצוע או נותן שירותים אחר ייכנס אף הוא לגדר הקטיגוריה האמורה, שכן המבחן אינו זיקת בעל המקצוע לעניין זה או אחר של התאגיד (כגון נושא ניירות הערך שלו דווקא), אלא שאלת זיקתו, או נכון יותר – נגישותו, למידע פנים. מידע פנים כזה יכול להיות מידע פיננסי, כלכלי או עסקי אחר. כך, למשל, אין להוציא מכלל אפשרות, כי גם יועצת ארגונית, יועץ מס, מומחה למחשבים, או מומחה טכני אחר בתחום עיסוקו של התאגיד, ייכללו אף הם בגדר אנשים החיצוניים לתאגיד, הנגישים למידע פנים הנוגע לתאגיד, ובשל כך – אף עליהם תחול ההגדרה של "איש פנים". המבחן בעניין זה הינו, על כן, ענייני-מהותי ולא טכני-פורמלי.

ברור עוד, כי הגדרת "איש פנים" הינה גמישה ותלויה נסיבות. יועץ ארגוני יכול להיחשב "איש פנים" בנסיבות מסוימות, או ביחס לאירוע מסוים, אך לא ייחשב ככזה בנסיבות אחרות. למען ההמחשה, נניח, כי תאגיד שכר את שירותיה של יועצת ארגונית, על מנת לייעץ לתאגיד באשר לדרכי התייעלות ושיפור תפקוד העובדים בחברה. נניח עוד כי במסגרת ייעוצה לחברה, נפרשו בפניה בעיותיו השונות של התאגיד, לרבות העובדה, כי לנוכח מצבו הפיננסי הבעייתי של התאגיד, מתכננת ההנהלה לפטר כשליש ממצבת כוח האדם בחברה או לסגור אחד ממפעלי החברה. מדובר, ללא ספק, בשינוי משמעותי ואף דרמטי בחברה, אשר עלול לגרום לחשש מצד נושים, כמו גם מצד בעלי המניות מהציבור, באשר לחוסנה של החברה ולעתידה. אין צורך להרחיב מילים על כך שאותה יועצת, חיצונית לתאגיד, נחשפה למידע פנים, בשל העובדה, כי בינה לבין התאגיד נוצרו יחסי אמון. בה בעת ברור, כי אותה יועצת ארגונית אינה, בהכרח, חשופה לכל המידע הפנימי בחברה. למשל, אין היא חשופה בהכרח למידע עסקי או פיננסי רב, שאף הוא בגדר מידע פנים. לדוגמא, נניח, כי על אף מצבה הכספי הקשה של אותה חברה, היא מנהלת משא ומתן מתקדם לעסקת ענק, אשר צפויה להשפיע לטובה על רווחיות התאגיד, לעתיד לבוא. מידע פנים זה לא נחשף בפני אותה יועצת, ועל כן ביחס אליו אין היא בגדר "אשת פנים". לאור זאת ברור, כי יש לנסח מבחן ענייני, שאינו טכני גרידא. אכן, אחד המבחנים הבולטים שגובשו לעניין זה הינו מבחן הנגישות למידע, אשר ידון להלן.

בסיכומו של דבר, ניתן – אם כן – לאפיין ארבע קטיגוריות של אנשי פנים:

- (1) איש פנים מרכזי.
- (2) איש פנים פנימי.
- (3) איש פנים חיצוני.
- (4) קרובים של האמורים לעיל, ולחלופין – אנשים אשר קיבלו מידע מאחד האמורים לעיל.¹⁶⁶

¹⁶⁶ ראו פרשת גיבור סכרינה-שלום, לעיל הערה 72, בעמ' 426. כן ראו י' גרוס, "האיסור בדבר ניצול מידע-פנים בחברות" עיוני משפט טו (תש"ן) 481, בעמ' 496–497.

2.2.2.3 מבחן ה"נגישות למידע" (The Access Test)

כפי שעולה מלשון החוק, המבחן להגדרתו של "איש פנים", הינו מבחן מהותי ולא טכני. גם מי שאינו בעל תפקיד כלשהו בחברה או בהנהלתה, אינו מועסק על ידי ואינו מספק לה שירותים, יכול להיחשב ל"איש פנים", ויחולו עליו הוראות החוק הרלוונטיות. מאחר שהמחוקק מצא לנכון להחמיר שבעתיים עם איש פנים, העושה שימוש במידע פנים, הרי שיש חשיבות ומשמעות לעצם הגדרתו של ה"עושה" כ"איש פנים".

המבחן המקובל להגדרתו של "איש פנים", הינו "מבחן הנגישות" (The Access Test), קרי – עד כמה ובאיזו מידה קרוב האדם לתאגיד ולהנהלתו, עד כמה נגיש הוא למידע הפנים הנוגע לתאגיד ובאיזו מידה הוא חשוף למידע כזה, אגב קשריו עם התאגיד. מטבע הדברים, נגישותו של אדם הינה תלויה נסיבות. ממש כשם שבתאגיד מסוים יכול גם עובד בדרגה נמוכה להיחשב ל"איש פנים" המקורב להנהלה (בשל היותה של החברה משפחתית באופיה ובדרכי ניהולה), הרי שעובד באותו תפקיד ובאותה דרגה בחברה אחרת, גדולה יותר, לא ייחשב כלל כמי שנגיש למידע פנים כלשהו.

באחת הפרשות הבולטות שנדונו בישראל עד כה בנושא שימוש במידע פנים על ידי איש פנים, פרשת משה קרן, קבע בית המשפט, ללא היסוס, כי ד"ר משה קרן, מזכיר חברת "פז", היה "איש פנים" בחברה זו. כנגזר מכך נפסק גם, כי קרן היה "איש פנים" גם בשותפות לחיפושי נפט, שהקימה "פז" עם החברות "ישראלמקו", "יואל" ואחרים. בית המשפט ביסס את מסקנתו, בין היתר, גם על "מבחן הנגישות" (The Access Test), ועל היותו של הנאשם "נגיש" למידע הפנים.¹⁶⁷

בפרשה אחרת שנדונה בישראל, פרשת אפרים יונה, הוצג מבחן בעל שם שונה ("מבחן המידע"), אך בעל משמעות זהה, למעשה, למבחן "נגישות המידע". בית המשפט קבע שם, כי אין חובה ש"איש הפנים" ימלא תפקיד פורמלי מסוים באותה החברה, על מנת שיוגדר כ"איש פנים", ואף קיימת אפשרות כי הוא יהפוך ל"איש פנים" בנסיבות מסוימות.¹⁶⁸ במילים אחרות, גם מי שאינו מוגדר בדרך כלל כ"איש פנים", יכול להפוך לכזה בסיטואציה מסוימת, וזאת, מכוח נגישותו למידע. דווקא לאור תכלית החקיקה סבר בית המשפט בפרשת יונה, כי יש לקבל את הפרשנות הרחבה להגדרת "איש פנים", כפי שעולה באופן ברור מהנוסח הרחב בו השתמש המחוקק:¹⁶⁹ בית המשפט סבר, כי גם אדם נוסף – מתווך בנדל"ן במקצועו – אשר קיבל מידע על המשא ומתן להשתלטותה הצפויה של חברה אחת על חברת מטרה אחרת, יכול

167 ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 55, בעמ' 52. כן ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 4, וכן ראו פרשת קרן-עליון, לעיל הערה 58, בעמ' 181–182. כן ראו פרשת לוריה ורשף, לעיל הערה 26, בעמ' 1.

ראו בעניין זה גם: Johnson v. Wiggs, 443 F.2d 803 (1971) 806.

168 ראו פרשת יונה-שלום, לעיל הערה 109, בעמ' 21–22 ובעמ' 24.

169 ראו שם, בעמ' 24.

אף הוא להיחשב כ"איש פנים" בחברת המטרה. זאת, מכוח העובדה כי הגיע לאוזניו המידע האמור וכי הוא קיבל את המידע על רקע קשריו עם החברה.¹⁷⁰ ניתן לבקר גישה מרחיבה זו של בית המשפט בפרשת יונה, ויש מקום להרהר אם נכונה מגמת ההרחבה העולה ממנה, של מעגל אנשי הפנים. ככלות הכול, לפי הגישה המרחיבה, ייתכן שכל אדם אשר שמע במקרה מידע פנים כלשהו, קרי – מידע אשר לא היה ידוע לכלל הציבור, הופך מעצם קבלת המידע ומרגע קבלתו ל"איש פנים" בחברה. לא זו היתה, כמובן, כוונת המחוקק.

השאלה היא, אם ניתן לקבל במישור הרעיוני, העקרוני, אפשרות שעצם קבלת מידע פנים תהפוך אדם, שכלל אינו מקורב לחברה או לניהולה ושאינו מכהן בה או מועסק על ידה, ל"איש פנים". התשובה על כך חייבת להיות שלילית. אין להרחיב ללא גבול וללא סייג את מעגל אנשי הפנים.¹⁷¹ באופן דומה, נדמה, שלא יהיה זה נכון להרחיב ללא גבול את מבחן הנגישות למידע גם למי ששמע או קלט מידע פנים באופן אקראי בלבד, ולא מכח זיקה או קשר ממשי לחברה. לשם ההמחשה, ספק רב אם אמנם היתה זו כוונת המחוקק לקבוע, כי מחלק תה בחברה או איש התחזוקה בה, אשר ברגיל לא ייחשבו כ"אנשי פנים", ייחשבו ככאלה רק מכוח העובדה ששמעו באקראי קטעי שיחה במסדרונות משרדי ההנהלה של החברה.¹⁷² ספק רב, אם אכן לכך כיוון המחוקק הישראלי. ראוי להעיר בנושא זה, כי מתגלה כאן המתח בין שני אינטרסים ציבוריים, כפי שמתרחש לעתים קרובות בחקיקה הפלילית: מחד גיסא, השאיפה להתאים את החוק ואת לשונו למגוון רחב ככל האפשר של נסיבות עובדתיות, ולהקנות לחקיקה גמישות, כך שתחול במצבים שונים ומשתנים. מנגד, ניצב עקרון החוקיות, לפיו אין מענישים אלא על מה שנאסר במפורש.

2.2.2.4 "איש פנים" בחברות קשורות (חברה אם – חברה בת – חברה אחות) היותו של אדם "איש פנים" בחברה אחת, יכול בהחלט להשליך על הגדרתו ככזה גם בחברה אחרת, אף שהוא אינו ממלא בה כל תפקיד פורמלי, לא במישורין ולא בעקיפין. שיוך כזה ייתכן בעקבות קשריה של החברה, בה נחשב אותו אדם כ"איש פנים", לבין החברה האחרת. קשרים עסקיים הדוקים בין שני תאגידים, עשויים בהחלט לגרום לכך שאדם יהא נגיש למידע פנים הנוגע לחברה אחרת, או לעסקיה, ואזי תשליך "נגישות" שכזו על הגדרתו כ"איש פנים" גם באותה חברה אחרת.¹⁷³

170 ראו שם, שם.

171 ממילא, הסדיר המחוקק גם אפשרות זו, של קבלת מידע מאיש פנים, ואסר על שימוש כזה אצל מקבל המידע (Tippee). ראו הוראת סעיף 52(ד) לחוק. גם משום כך, אין הצדקה להרחבה יתרה של מעגל "אנשי הפנים".

172 בארה"ב הועמד לדין עובד של בית דפוס שעשה שימוש במידע פנים שהגיע לידי, אגב עבודתו בבית הדפוס. ראו בעניין זה את Chiarella, supra note 47. ראו בעניין זה גם פרשת Switzer, בה הועמד לדין אדם שעשה שימוש במידע פנים ששמע באקראי באיצטדיון כדורגל. ראו SEC v. Barry Switzer, 590 F. Supp. 756 (1984).

173 ראו, למשל, פרשת גרטנברג, שעבד ככלכלן בחברה לישראל, שהיתה חברת האם של חברת פריז.

מקרה מאפיין כזה נדון על ידי בית המשפט בישראל בפרשת קרן. בערעור על פסק הדין¹⁷⁴ טען קרן, כי העובדה שהוא נחשב "איש פנים" בחברת "פז" ובחברת הבת שלה – "פז חיפושי נפט", אינה מעידה בהכרח על כך שהוא היה גם "איש פנים" בשותפות הנפט, בה היתה שותפה חברת הבת של "פז", ביחד עם תאגידים אחרים (החברות "ישראלמקו", "יואל").¹⁷⁵ על טיעון זה השיבה ערכאת הערעור וקבעה בדעת רוב, כי הגדרת "מידע פנים" בסעיף 52א לחוק מתייחסת לא רק למידע הנוגע לחברה, אלא גם למידע בדבר התפתחות או שינוי, הצפויים ואשר עלולים להשפיע על שערי ניירות הערך של החברה. מאחר שחברת "פז חיפושי נפט" היתה שותפה בשותפות לחיפושי הנפט, הרי שהמידע המדובר, אשר התפרסם ביחס לשותפות, בהחלט עשוי היה להשפיע על שערי ניירות הערך של חברת "פז חיפושי נפט", ובה היה קרן "איש פנים" ללא עוררין.¹⁷⁶

דעת הרוב בבית המשפט המחוזי סברה, כי ביסוס לקביעה שלפיה הנאשם הינו בגדר "איש פנים" בחברה-הבת "פז חיפושי נפט" (כמו גם בשותפות הנפט, בה היתה שותפה חברה זו), ניתן למצוא הן בעצם תפקידו בחברת "פז חיפושי נפט" והן מכוח "מבחן הנגישות למידע" (The Access Test). עמדה זו אומצה גם על ידי בית המשפט עליון, אשר דן באותה פרשה.¹⁷⁷

ניתן לאפיין את גישת בית המשפט בישראל, כפי שהצטיירה בפרשת קרן בערכאות השונות, ככזו הסוכרת שהמבחן המדריך את בית המשפט הינו המבחן המהותי-ענייני, ולא המבחן הפורמלי. משום כך לא היסס בית המשפט לקבוע, כי לא רק שהנאשם, קרן הינו "איש פנים" בחברת "פז" ובחברה-הבת שלה, אלא שהוא נחשב כ"איש פנים" גם במיזם עסקי בו היתה שותפה החברה-הבת, קרי – בשותפות הנפט בה היתה "פז" שותפה ביחד עם חברת "ישראלמקו" ואחרים, כאמור. זאת, אף שקרן עצמו לא עבד כלל בשותפות הנפט, לא קיבל ממנה שכר או כל תגמול אחר, ועל אף שמן הפן הפורמלי לא היתה לו כל זיקה לשותפות זו. לא למותר ליתן את הדעת, עם זאת, לעמדת המיעוט בבית המשפט המחוזי, מפי השופט ע' מודריק. דעת המיעוט היתה, כי קרן הינו אכן "איש פנים" ב"פז"

במסגרת עבודתו הוא ביצע הערכת שווי לחברה-הבת. מכח עבודתו זו נחשב הכלכלן ל"איש פנים" גם בחברה-הבת. מאחר שגרנטברג עשה שימוש במידע פנים שהתייחס לחברה-הבת, לשם רכישת מניותיה, הוא הורשע בעבירה של שימוש במידע פנים על ידי איש פנים על פי סעיף 25ג לחוק. ראו ת"פ (ת"א) 2125/99 מדינת ישראל נ' גרנטברג (להלן: "פרשת גרנטברג-שלום") (לא פורסם), דינים שלום, כרך יח, 236.

¹⁷⁴ יצוין, כי בפסק הדין של הערכאה הראשונה הורשע הנאשם, משה קרן, בעבירות שיוחסו לו.
¹⁷⁵ קרן טען עוד, כי ממילא, אותה שותפות לחיפושי נפט לא הנפיקה כל ניירות ערך לציבור ועל כן אין היא בגדר "תאגיד", כאמור בסעיף 52א לחוק. משום כך, טען קרן, שימוש במידע פנים אינו יכול להתייחס לשותפות, אלא אך ורק לתאגידים השותפים בה. ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 19.

¹⁷⁶ ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 5.

¹⁷⁷ ראו פרשת קרן-עליון, לעיל הערה 58, בעמ' 181–182 וכן בעמ' 188.

וב"פז חיפושי נפט", אך עם זאת לא הוכח, כי הוא היה כזה גם ביתר התאגידים שהיו שותפים בשותפות הנפט (חברות "יואל" ו"ישראלמקן").¹⁷⁸ דעת המיעוט סברה, כי נגישותו של איש הפנים צריכה להיות למידע מהותי, הנוגע לחברה בה הוא איש פנים.¹⁷⁹

ניתן לערער, בכל הכבוד, על עמדת דעת המיעוט דלעיל, שכן לא ברור מדוע היה צורך להוכיח את נגישותו של קרן למידע פנים הנוגע לכל אחת מהשותפות האחרות בשותפות חיפושי הנפט. אם עסקינן באישום בגין שימוש במידע פנים, המתייחס לרכישת ניירות ערך של "פז חיפושי נפט", כלל אין זה ברור מדוע יש צורך להוכיח נגישות למידע מהותי המתייחס לחברת "יואל", למשל.¹⁸⁰

יתרה מזאת, נדמה, כי מאחר שחברת "יואל" היתה שותפה בשותפות הנפט האמורה, הרי מטבע העניין, מידע פנימי מהותי הנוגע לשותפות הנפט השפיע, בהכרח, גם על חברת יואל עצמה וגם על ניירות הערך שלה. בגישת שופט המיעוט נעוץ קושי נוסף, מבחינת שיקולי ההעמדה לדין, הוא הקושי ההוכחתי, קרי – הצורך להוכיח נגישות בפועל של הנאשם לכל אחד מהתאגידים המרכיבים את השותפות בה עסקינן. מחד גיסא, ניתן לסבור, כי מאחר שהנאשם הועמד לדין בעבירת שימוש במידע פנים, בנוגע לנייר ערך של חברה בה אין הוא משמש בתפקיד כלשהו, אזי חובה על התביעה להוכיח את זיקתו ואת נגישותו בפועל לאותו תאגיד. מאידך גיסא, ניתן לקבל גם הסקה לוגית בעניין זה, כגישת שופטי הרוב בבית המשפט המחוזי בעניין קרן. קרי, הסתפקות בכך ש"סביר להניח" כי אם היה לנאשם מידע פנים ביחס ל"פז חיפושי נפט", אזי משתמע כי היה לו מידע פנים כזה גם ביחס למיזם העסקי בו נטלה חלק חברת "פז". מכאן קצרה הדרך לקביעה, כי המידע האמור נגע גם לשותפה אחרת בשותפות הנפט, חברת "יואל". אכן, גם בית המשפט העליון סבר בפרשה זו כדעת הרוב בבית המשפט המחוזי, בנימוק כי אותה שותפות נפט היא אשר הקנתה לנאשם את הנגישות למידע הפנימי, שנודעה לו חשיבות ביחס לכל אחת מהשותפות באותה שותפות לחיפושי נפט.¹⁸¹

178 מכיוון שכן, סבר השופט ע' מודריק, בדעת מיעוט, כי יש לזכות את קרן מחמת הספק. ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 20–22. יש להדגיש בהקשר זה, כי קרן הואשם בכך שהנאשם מס' 2, אבי כוכבא, שהיה יועץ ומנהל תיק השקעות בסניף חיפה של חברת "בטוחה", רכש בעבורו ניירות ערך לא רק של "פז חיפושי נפט", אלא גם של חברת "יואל". בשל עובדה זו אכן מצא לנכון שופט המיעוט לדון בשאלה אם אכן הוכח בפני הערכאה הראשונה כי קרן היה "איש פנים", גם ביתר השותפות בשותפות הנפט. ראו שם, בעמ' 20.

179 ראו שם, בעמ' 21–22.

180 כזכור, גם "יואל" היתה שותפה באותה שותפות נפט ביחד עם חברת "פז" ועם גופים נוספים.

181 ראו פרשת קרן-עליון, לעיל הערה 58, בעמ' 188. בפני בית משפט השלום הוצבו בפרשת קרן שתי גרסאות עובדתיות שונות: התביעה טענה כי קרן ביקש מכוכבא, נאשם נוסף באותה פרשה, לרכוש בעבורו ניירות ערך של "פז חיפושי נפט", בה הוא היה איש פנים. לעומת זאת, טען קרן כי הוא ביקש מכוכבא לרכוש בעבורו מניות נפט, למעט של "פז חיפושי נפט". בית משפט השלום כלל לא הכריע בין שתי הגרסאות העובדתיות הסותרות הללו. עם זאת נקבע כממצא עובדתי, כי כוכבא ניסה לרכוש עבור קרן ניירות ערך של חברת יואל, אך בקשתו לא נענתה.

2.2.2.5 האם נדרש — לשם הרשעה — כי "איש הפנים" יידע להעריך את חשיבות מידע הפנים שברשותו

שאלה היא, מהו היסוד הנפשי הנדרש מ"איש הפנים" והאם נדרש — כתנאי להוכחת עבירה — כי איש הפנים יידע להעריך את חשיבות מידע הפנים שברשותו.

דעת המיעוט בפרשת קרן בבית המשפט המחוזי (השופט מודריק) היתה, כי חובה שאיש הפנים יידע להעריך את חשיבות מידע הפנים. עמדה זו לא רק שלא התקבלה על דעת רוב שופטי בית המשפט המחוזי, אלא שהיא אף נדחתה בבית המשפט העליון.¹⁸² בית המשפט העליון (מפי השופט גולדברג) סבר, כי תנאי כזה מצמצם יתר על המידה את הנורמה האסורה וחוטא לתכלית החקיקה. להמחשה, גם אם פקיד זוטר בחברה נחשף, בדרך מקרה, למידע בעל ערכיות גבוהה, והוא עושה בו שימוש, הוא יישא באחריות פלילית למעשיו, אף אם הוא נעדר רקע פיננסי ואין הוא מודע למצבה הפיננסי של החברה או למצב ניירות הערך שלה. לכן, כביכול, אין הוא מסוגל להעריך את מידת ההשפעה של המידע שבידיו על שערי ניירות הערך של החברה. נפסק, כי גם בנסיבות האמורות עדיין ניתן יהיה להרשיע אותו אדם בעבירת שימוש במידע פנים על ידי "איש פנים".¹⁸³

על אף דברים אלו נדמה, כי אין לשלול לחלוטין את חשיבות התנאי בדבר הבנת הנאשם את משמעות המידע. הדבר רלוונטי לשני יסודות חשובים בהוכחת העבירה של שימוש במידע פנים: היסוד הנפשי והקשר הסיבתי.

אם הנאשם לא היה מודע לערכיות המידע, ייתכן, כי כלל לא התקיים בו היסוד הנפשי של מודעות ושל מחשבה פלילית, הנדרש להוכחת ביצוע עבירה זו. ככלות הכול, אין עבירה זו מסתפקת ביסוד נפשי של רשלנות.

נושא נוסף, הרלוונטי למודעות הנאשם ביחס למידע, הוא הקשר הסיבתי: אם יטען הנאשם כי כלל לא ייחס חשיבות לאותו מידע, הרי ייתכן שאף אם היה המידע בידיו, הוא יוכל לנסות לטעון, כי לא מידע זה הוא אשר גרם לו לבצע את הפעולות בניירות הערך. משמע, העובדה שביצע פעולה בניירות ערך, כשברשותו מידע פנים הנוגע לאותו נייר ערך, אינה מעידה בהכרח כי מידע הפנים הוא אשר הניע אותו לבצע את הפעולה בנייר הערך. מדובר, ללא ספק, בטענה בעייתית וקשה להוכחה, אך אפשרית בהחלט ליצירת ספק סביר.

בשל הגבלת השער. ראו דברי השופט מודריק, פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 24. משום כך, נותרה בלא מענה ברור השאלה בגין אלו רכישות הורשע קרן.

182 ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 39. כן ראו פרשת קרן-עליון, לעיל הערה 58, בעמ' 188.

183 ראו שם, שם.

2.2.2.6 הגדרת המונח "בן משפחה"

הביטוי "בן משפחה", אותו נקט המחוקק בסעיף 52א לחוק, מוגדר בסעיף 1 לחוק כך:

"בן זוג וכן אח, הורה, הורה הורה, צאצא או צאצא של בן הזוג, או בן זוגו של כל אחד מאלה".

מעניין כי המחוקק אינו נוקט ביטוי אחיד לאותם עניינים ממש. כך, למשל, מצוי בהוראות חוק שונות הביטוי "קרוב", שהינו בעל משמעות זהה לחלוטין לזה של "בן משפחה". בפקודת מס הכנסה, למשל, בחר המחוקק לעשות שימוש במונח "קרוב" ולא במונח "בן משפחה", אף שההגדרה זהה לחלוטין.¹⁸⁴ בהקשר זה, לא למותר להפנות לסעיף 1 לחוק בית המשפט לענייני משפחה, התשנ"ה-1995, המגדיר "בן משפחתו" (של אדם) כ-

"(א) בן זוגו לרבות הידועה בציבור כאשתו, בן זוגו לשעבר, בן זוגו שנישואיו עמו פקעו...; (ב) ילדו, לרבות ילדו של בן זוגו; (ג) הוריו, הורי בן זוגו או בני זוגם; (ד) נכדו; (ה) הורי הוריו; (ו) אחיו ואחיותיו, שלו או של בן זוגו."¹⁸⁵

כלל לא ברור על שום מה ולמה לא דאג המחוקק ליצור אחידות במינוחי החקיקה והותיר אי-אחידות, שניתן בלעדיה. יתר על כן, ניתן להרהר ואף לערער על נכונותו של המחוקק להסתפק בהגדרה צרה יחסית של המונח "בן משפחה".

האינטרס הציבורי, העומד ביסוד ההתרעה מפני עבירת השימוש במידע פנים, יכול להצדיק גם את הכללת המעגלים המשפחתיים המשניים בהגדרת "בן משפחה". כך, למשל, ניתן לסבור, כי ראוי להגדיר כ"בן משפחה" גם גיס, חם, כלה, בן דוד, בן דוד של בן הזוג וכיוצ"ב. שכן, נסיבות החיים מלמדות שקשרים משפחתיים מתקיימים, לעתים, שלא על פי הזיקה המשפחתית הפורמלית. לעתים קיים קשר משפחתי הדוק בין בני דודים או בין אדם לדודו, בעוד שקיים קשר רופף בלבד עם מי שנחשבים ל"בני המשפחה הקרובים", כגון אחים או הורים. משום כך, אולי מוטב היה, כי לעניין הגדרת "בן משפחה" בסעיף 52א לחוק, היה עושה המחוקק שימוש בהגדרה רחבה מזו הנקוטה בסעיף 1 לחוק, כאמור.¹⁸⁶

184 סעיף 76 לפקודת מס הכנסה [נוסח חדש] מגדיר "קרוב" בדרך הבאה — בן זוג, אח, אחות, הורה, הורי הורה, צאצא וצאצאי בן הזוג, ובן-זוגו של כל אחד מאלה. כן ראו הגדרה דומה בסעיף 1 לחוק מיסוי מקרקעין (שבח, מכירה ורכישה), התשכ"ג-1963.

185 ראו סעיף 1 לחוק בית המשפט לענייני משפחה, התשנ"ה-1995, לעומת זאת, חוק האנטומיה והפתולוגיה, התשי"ג-1953, מגדיר "בן משפחה" כ "בן זוג, ילד, הורה, אח, אחות". בחוק הביטוח הלאומי [נוסח משולב], התשנ"ה-1995, מוגדר "בן משפחה" כ"אחד ההורים, ילד נכד, אח או אחות". הגדרה דומה ניתן למצוא בחוק הגבלת פרסומים (גופים ציבוריים), התשנ"ו-1996. הגדרות רחבות יותר של המונח "משפחה" או "בן משפחה" ניתן למצוא — מסיבות מובנות — בחוק למניעת אלימות במשפחה, התשנ"א-1991, ובחוק העונשין, התשל"ז-1977. יצוין, כי "משפחה" מוגדרת במילון אבן שושן כ-"בית-אב, שם כולל להורים ולבניהם ולנכדיהם וכו', ובהיקף רחב יותר — גם לקרוביהם".

186 כדוגמא ניתן להצביע על שעשה המחוקק בפקודת מס הכנסה. לעניין סעיף 88 לפקודה זו,

בהקשר זה ראוי להעיר, כי במקרים בודדים בלבד הועמדו לדין בני משפחה של אנשי פנים: אחד המקרים היחידים בו הועמד לדין והורשע בן זוגו (במקרה זה – בת זוגו) של איש פנים, וזאת מכוח הוראת סעיף 52א (2) לחוק, היה פרשת שרגא אוסטרובסקי.¹⁸⁷

מקרה בולט נוסף, בו נדונה מעורבותם של מספר בני משפחה בעבירות בניירות ערך, היתה בפרשת משפחת רוזוב וחברת גיבור סבריה. בפרשה זו הועמדו לדין הן אבי המשפחה – גרשון רוזוב, איש מבוגר בימים וחולה, וכן שלושת ילדיו הבגירים – ישראל רוזוב, חיים רוזוב ושולמית גרודצקי.¹⁸⁸ שלוש הערכאות שדנו באישומים שיוחסו לנאשמים מצאו, בסיכומו של דבר, להרשיע את שני בניו של גרשון רוזוב – חיים וישראל רוזוב, בעוד שההליכים כנגד אבי המשפחה עוכבו בשל מצבו הבריאותי הקשה.¹⁸⁹

הפסיקה המעניינת, מן ה"היבט המשפחתי", בו עסקינן בפרשת גיבור-סבריה היתה באשר לשולמית גרודצקי. זו, זוכתה מחמת הספק הן בערכאה הראשונה והן בערכאת הערעור. ואולם, בית המשפט העליון, אשר נדרש אף הוא לנושא כערכאת ערעור שנייה, הפך את הקערה על פיה ומצא כי זיקתה של הנאשמת למשפחה היתה כה חזקה וכי מעורבותה ומידת ידיעתה על אשר נעשה או הוחלט על ידי יתר חברי המשפחה, באשר למניותיהם בחברת גיבור, היתה כה גבוהה עד שאין לקבל את הטענה כי היא לא ידעה את אשר ידעו יתר בני משפחתה, הנאשמים.¹⁹⁰ יצוין, כי בית המשפט העליון דחה את הטענה, כי חלות על הנאשמת גרודצקי הגנות כלשהן מכח החוק, כן נדחה הטענה, כי הנאשמת אינה נושאת באחריות פלילית בשל היותה נעדרת השכלה כלכלית ועקב כך שלא היתה אשת עסקים. נפסק, כי המידע, שהגיע גם לידי גרודצקי, היה כזה שלא נדרשה כל השכלה כלכלית או ניסיון עסקי על מנת להבין את משמעותו.¹⁹¹

הרחיב המחוקק את הגדרת "קרוב", כאמור בסעיף 76 לפקודה. סעיף 88 לפקודה האמורה קובע כדלקמן: "קרוב" – כמשמעותו בסעיף 76(ד), לרבות צאצא של אח או של אחות, ואח או אחות של הורה". באותה פקודה ממש, הגדיל המחוקק לעשות וכלל הגדרה נוספת, רחבה יותר, של המונח "קרוב". ראו סעיף 103ד לפקודה.

187 ראו פרשת אוסטרובסקי-שלום, לעיל הערה 25.

188 יצוין, כי בין הנאשמים היו גם תאגידים בשליטת הנאשמים, או מי מהם.

189 ראו פרשת גיבור סבריה-שלום, לעיל הערה 72. כן ראו פרשת גיבור סבריה-עליון, לעיל הערה 3.

190 יובהר, כי המידע הפנימי האמור נגע להפסדים כבדים של חברת גיבור סבריה, מידע שהיה ידוע תחילה לבני המשפחה בלבד, שהיו בעלי השליטה בחברה. הללו מיהרו ומכרו חלק ניכר מאחזקותיהם במניות גיבור סבריה, וזאת, עוד בטרם נודע אותו מידע לציבור המשקיעים. חמור מכך, בידי כלל הציבור הרחב היה מידע מנוגד לחלוטין, בדבר רווחים ותחזיות אופטימיות אחרות, שבני משפחת רוזוב פרסמו קודם לכן. הנאשמים לא טרחו לתקן את המידע המוטעה, או הלא ערכני, שהיה באותה עת בידי הציבור. על כן הואשמו והורשעו בשורה של עבירות תרמית בניירות ערך ושימוש במידע פנים. ראו פרשת גיבור סבריה-שלום, לעיל הערה 72.

191 ראו פרשת גיבור סבריה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 59–62.

2.2.2.7 הגדרת המונח "בעל מניות עיקרי"

סעיף 52א לחוק קובע כי:

"בעל מניות עיקרי", בחברה — "בעל מניות המחזיק בחמישה אחוזים או יותר מן הערך הנקוב של הון המניות המוצא או מכוח ההצבעה או הרשאי למנות מנהל אחד או יותר";

לעניין זה — "החזקה" — "בין לבד ובין ביחד עם אחרים, בין במישרין ובין בעקיפין, באמצעות נאמן, חברת נאמנות או חברת רישומים או בכל דרך אחרת; כשמדובר בהחזקה בידי חברה — גם בידי חברה בת שלה במשמע, וכשמדובר בהחזקה בידי יחיד יראו יחדיו ובני משפחתו הגרים עמו, או שפרנסת האחד על האחר, כאדם אחד";

"החזקת ניירות ערך ביחד עם אחרים" — "החזקת ניירות ערך בשיתוף פעולה בין שניים או יותר לפי הסכם, בין בכתב ובין בעל פה".

יצוין, כי "בעל מניות עיקרי", על פי סעיף 52א לחוק, לא רק שנחשב איש פנים, אלא שלנוכח הוראת סעיף 52 לחוק, הוא אף נחשב ל"איש פנים מרכזי".¹⁹² ככזה, חלה ביחס לבעל מניות עיקרי שהינו "איש פנים מרכזי", חזקה הניתנת לסתירה, שלפיה כל אימת שביצע עסקה בנייר ערך של חברה, הוא עשה שימוש במידע פנים. משמעות חזקה זו היא העברת נטל ההוכחה על כתפי בעל המניות להראות כי לא עשה כל שימוש במידע פנים.¹⁹³

ההגדרה של "בעל מניות עיקרי" הינה רחבה ביותר. כבסיס להגדרה זו משמשת הגדרת "בעל ענין", כאמור בסעיף 1 לחוק, קרי — מי שהינו בעל 5% מהון החברה או מכוח ההצבעה, או שהוא בעל הזכות למינוי דירקטור אחד לפחות בחברה.

המחוקק ביקש להרחיב את הגדרת "בעל מניות עיקרי", באופן שיכלול מי שמחזיק עם אותו בעל מניות באותו נייר ערך, ולשם כך אומצה הגדרת "החזקה" האמורה אף היא בסעיף 1 לחוק. למשל, כאשר שני אחים, או בעל ואשה, מחזיקים במשותף בניירות ערך בחשבון משותף, הרי אם בחשבון משותף כזה יש ניירות ערך בשיעור של 5% מהון המניות של החברה, ייחשב כל אחד מבעלי החשבון המשותף כבעלי מניות עיקריים וכאנשי פנים מרכזיים.

באופן דומה, נכללת בהגדרת "איש פנים מרכזי", בסעיף 52א לחוק, גם הגדרת הביטוי — "החזקת ניירות ערך ביחד עם אחרים", כפי שזו מפורטת בסעיף 1 לחוק. הגדרה זו כוללת כל חזקה משותפת של ניירות ערך, שהיא תוצאה של הסכמה או הבנה, בין כתובה ובין בעל פה, שבין שני אנשים או יותר. מהגדרה זו עולה כי ייתכן שגם כאשר קיים הסכם הצבעה בין בעלי מניות בחברה, אזי השיעור הכולל והמאוחד של אחזקותיהם בחברה הוא אשר יקבע אם הם נחשבים כ"בעל ענין" או כ"בעל

192 ראו סעיף 52ה(ב)(1) לחוק.

193 ראו דיון להלן בחזקה האמורה של סעיף 52 לחוק, בסעיף 2.2.5 להלן.

מניות עיקרי" בחברה. נניח, למשל, שני בעלי מניות, שבידי כל אחד מהם 3% בלבד ממניות החברה. אם הם משתפים ביניהם פעולה בנוגע להצבעות בחברה וכד', הם עלולים להיחשב כבעלי עניין או כבעל מניות עיקרי, כאמור בסעיף 52א לחוק, לעניין עבירת שימוש במידע פנים. הספק בעניין זה הוא, שהגדרת הביטוי "החזקת ניירות ערך ביחד עם אחרים", כאמור בסעיף 52א לחוק, מתייחסת לאחזקה המשותפת ולא לפעילות המשותפת שנעשית בין בעלי המניות, כתוצאה מאחזקותיהם (הנפרדות). פרשנות עניינית ומהותית, העולה על כן מלשון החוק, היא, כי הגדרת "החזקה" בניירות ערך אינה מכוונת לכלול גם הסכמי הצבעה בין בעלי מניות, אלא הסכמים הנוגעים לעניין אחזקה משותפת ממש או לשותפות בעצם הבעלות במניות. משום כך נדמה, שהסכנה שהסכם הצבעה יחשוף בעלי מניות ויגרום להם להיחשב "בעל עניין" או "בעל מניות עיקרי" (מכח אחזקותיהם המצטברות) הינה, בסיכומו של דבר, נמוכה.

2.2.3 איש פנים "פנימי" — אדם העובד בחברה או שהינו נושא משרה בה
2.2.3.1 הגדרת המונח "איש פנים", כאמור בסעיף 52א לחוק, מכלילה בגדר המונח האמור כל מי שהינו דירקטור, מנהל כללי, בעל מניות עיקרי או — "אדם אחר שמעמדו או תפקידו בחברה או קשריו עמה נתנו לו גישה למידע פנים ביום הקובע, או תוך ששת החודשים שקדמו לו".¹⁹⁴

ראו באופן דומה סעיף 1 לחוק החברות הקובע, כי כ"דירקטור" ייחשב לא רק מי שתוארו בתאגיד הוא כזה, אלא גם —

"...מי שמשמש בפועל בתפקיד דירקטור, יהא תוארו אשר יהא".¹⁹⁵

2.2.3.2 המחוקק ביקש להרחיב את גדר האנשים ובעלי התפקידים אשר ייחשבו כדירקטורים, גם אם לא זכו לתואר הפורמלי האמור. משמעותה של הגדרה רחבה זו הינה — על פי ניסוחו של סעיף 52א לחוק — כי הורחב גם גדר בעלי התפקידים שייכללו בהגדרת אנשי פנים, ואשר יוטלו על פעילותם בשוק ההון מגבלות מסוימות. הסיפא של הגדרת "איש פנים" בסעיף 52א לחוק, הוא מעין הגדרת-סל האוספת אל חיקה כל מי שמתקן תפקידו או מעמדו או קשריו עם החברה מוקנית לו נגישות למידע פנים, אף אם אין הוא מכהן בתפקיד הנחשב על-פניו כתפקיד של איש פנים, קרי — גם אם אין הוא דירקטור בחברה או מנהל הכללי או בעל מניות עיקרי בה.¹⁹⁶

שימוש — במסגרת סעיף 52א לחוק — במונח "נושא משרה", ולא "דירקטור",

194 ה"מועד הקובע" על פי הוראת סעיף 52א לחוק, הוא מועד השימוש במידע הפנים.

195 ראו גם סעיף 1 לחוק החברות.

196 ראו בעניין זה סעיף 2.2.4 להלן, באשר למי שאינו עובד בחברה ואינו נושא משרה בה.

באופן התואם את לשון המחוקק בחוק החברות, היה נכון ומתאים יותר. זאת, מאחר שברור, לאור הסיפא של הגדרת "איש פנים" בסעיף 52א לחוק, כי גם "מנהל, מזכיר או בעל משרה אחרת בה", יכול להיחשב כאיש פנים, במיוחד אם "מעמדו או תפקידו בחברה" היקנו לו גישה למידע פנים. שימוש אחיד במונח "נושא משרה" לא רק שהולם כאן יותר מבחינה עניינית, אלא שהיה אף מונע שימוש מיותר במונחים שונים ומונע אי־בהירות.

יש לזכור, כי תאגידים רבים נוקטים תארים שונים ומגוונים כדי להגדיר אותן פונקציות ניהוליות, הכל בהתאם לצרכי החברה, לתרבות העסקית שלה ולדרכי ניהולה. כך, למשל, יש תאגידים ישראליים אשר בין בשל קשריהם או זיקתם לארה"ב או למדינות זרות אחרות, ובין בשל עסקיהם הבינלאומיים או בשל אחזקותיהם על ידי משקיעים זרים, אימצו לעצמם תארים והגדרות תפקיד שלא היו מקובלים בישראל, ואשר לא מצאו איזכור בחוק החברות. כך, למשל, מצויים בישראל תאגידים הנוקטים מונחים כגון CFO (Chief Financial Officer) או CEO (Chief Executive Officer) President, כדי להגדיר בעלי תפקידים בכירים בתאגיד. אין ספק, כי גם בעלי תפקידים כאמור, ייחשבו לאנשי פנים על פי החוק, לנוכח ההגדרה הרחבה של מונח זה בסעיף 52א לחוק.

2.2.3.3 ההגדרה המרחיבה אותה נקט המחוקק – הן הלשון "איש פנים" בחוק – והן הלשון "נושא משרה" בחוק החברות – מובילה לתוצאה מתחייבת אחת – הרחבה משמעותית של קטיגוריית אנשי הפנים, יהא תוארם הפורמלי בתאגיד אשר יהא. מלשון סעיף 52א לחוק ברור, כי לגבי מי שהוגדר במפורש שם (דירקטור, מנהל כללי או בעל מניות עיקרי), כלל אין צורך להוכיח כי אכן היתה לו אכן נגישות בפועל למידע פנים, אלא קיימת חזקה כי מעצם תפקידו בחברה אכן יש לו נגישות כאמור.¹⁹⁷

2.2.3.4 ברור, עם זאת, כי דירקטור או מנהל כללי של חברה יוכל לטעון כי על אף שהוא מוגדר, א־פריורי, כ"איש פנים" בחברה, הוא לא היה נגיש למידע פנים. אמנם קיימת חזקה־לכאורה בדבר הנגישות למידע של איש פנים. עם זאת, בהחלט ניתן להעלות על הדעת מצבים בהם מנהל בחברה, דירקטור שלה או בעל מניות עיקרי, אינם מודעים כלל למידע פנים מסוים. פתוחה בפניהם הדרך להוכיח כי לא עשו שימוש במידע פנים.

אמנם, לשונו של סעיף 52א לחוק ברורה לחלוטין ואין באפשרותו של דירקטור, למשל, לטעון כי אין הוא בגדר "איש פנים", אף אם יוכח כי כלל לא היה נגיש, בנסיבות מסוימות, למידע פנים. הגדרתו כ"איש פנים" לא תתבטל רק משום שבמקרה זה או אחר לא היה בידיו כל מידע פנים, ולא התאפשרה לו גישה אליו. עם זאת, יוכל

197 לעניין מבחן "הנגישות למידע", ראו לעיל סעיף 2.2.2 לפרק זה לעיל.

בוודאי אותו דירקטור לטעון ולהביא ראיות המוכיחות, כי בנסיבות אותו מקרה כלל לא הגיע לידי מידע פנים. במילים אחרות, אף שבמקרה כזה עסקינן ב"איש פנים", הרי שהוא לא עשה שימוש במידע פנים.

יתרה מזאת, יש לזכור עוד, כי העבירה על פי החוק הינה בגין שימוש במידע פנים, ועל כן ברור, כי איש פנים ממילא יוכל לנסות ולהוכיח, כי לא זו בלבד שלא היה נגיש למידע פנים אלא שאף אם היה נגיש לו, הוא לא עשה בו כל שימוש.

2.2.3.5 מקרה בולט שנדון בישראל בנושא שימוש במידע פנים על ידי איש פנים (ובוודאי — אחד הראשונים שנדונו בישראל) היה פרשת פריאל וגולדברג. יוסף פריאל, דובר חברת "אלביט", הואשם והורשע בשימוש במידע פנים על ידי איש פנים. אליעזר גולדברג, יועץ השקעות, שהיה בעבר עיתונאי ב"גלובס", הואשם, כי קיבל את המידע משמואל רוזנבלום, עיתונאי בעיתון "גלובס", שקיבל את המידע מפריאל. האישומים התייחסו לשימוש במידע בדבר זכיית "אלביט" במכרז של "קול אמריקה", עוד בטרם פורסם המידע בציבור.¹⁹⁸

2.2.3.6 קידוחי הנפט של חברת "ישראמקו", במדף היבשתי בים התיכון, הידועים כקידוחי "ים-1" ו"ים-2", "הניבו" כתב אישום נוסף כנגד עובד של חברה זו.¹⁹⁹ מדובר בשרגא אוסטרובסקי, שעבד בחברת ישראמקו כ"איש חומרים" וכן ברעייתו, אשר הורשעו בשימוש במידע פנים, על פי הודאתם. לאוסטרובסקי הגיע מידע, מכוח עבודתו בחברה, בדבר תוצאות חיוביות של סימני גז ונפט בחודש מאי 1990 בקידוח ים-2, בו היתה שותפה ישראמקו ביחד עם חברת יואל. הוא ורעייתו רכשו ניירות ערך של ישראמקו ושל יואל בסך כולל של כ-10,000 ש"ח, וזאת, עוד בטרם פרסמה ישראמקו את ההודעה לבורסה לניירות ערך בתל-אביב.²⁰⁰ לא היתה מחלוקת, כי הנאשם הינו "איש פנים" הן בישראמקו והן ביואל, וכי אף אשתו מוגדרת ככזו, מכוח הוראת סעיף 52א(2) לחוק.²⁰¹

בית משפט השלום בתל אביב אימץ את עסקת הטיעון והטיל על הנאשמים קנסות

198 באותה פרשה הורשע גולדברג בכל תשע העבירות שיוחסו לו של שימוש במידע פנים, ואילו פריאל זוכה מהעבירה של שימוש במידע פנים שיוחסה לו. ערעורו של גולדברג על ההרשעה נדחה בבית המשפט המחוזי.

199 פרשה נוספת, מוכרת יותר, של אותו קידוח ממש, נפרשה בשלוש ערכאות בפרשת קרן, בעניינו של מזכיר חברת "פז חברת נפט בע"מ", משה קרן. ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 55.

200 יצוין, כי בעקבות פרסום הודעה זו הפסיקה הבורסה את המסחר בניירות ערך של "ישראמקו".

201 סעיף 52א(2) לחוק קובע, כי כ"איש פנים" בחברה ייחשב, בין היתר, גם — "בן משפחה של אחד המנויים בפסקה (1)", קרי — "בן משפחה" של — "דירקטור, מנהל כללי, בעל מניות עיקרי בחברה או אדם אחר שמעמדו או תפקידו בחברה או קשריו עימה נתנו לו גישה למידע פנים". אוסטרובסקי הורשע על פי הודאתו בשימוש במידע פנים ואילו רעייתו הורשעה, על פי הודאתה בעבירה פחותה בחומרתה — סיוע לשימוש במידע פנים. זהו אחד המקרים היחידים בישראל, בו הועמד לדין והורשע בן זוגו (במקרה זה — בת זוגו) של נאשם שהינו "איש פנים", וזאת, מכוח הוראת סעיף 52א(2) לחוק ניירות ערך.

נמוכים למדי,²⁰² בין השאר, בשל קביעתו, כי הנאשם לא היה "איש פנים מרכזי" ואף לא פונקציונר בכיר באיזו מהחברות האמורות, אלא אך ורק איש טכני שנסחף, כהגדרת בית המשפט, אחר הפיתוי לזכות ברווח.²⁰³

2.2.3.7 מקרה אחר של שימוש במידע פנים על ידי "איש פנים מרכזי" היה בפרשת נורדן, כאשר ביחד עם החברה נורדן טכנולוגיות בע"מ, הועמד לדין והורשע בשורה של עבירות שימוש במידע פנים, מנכ"ל החברה ובעל מניות עיקרי בה, דניאל אלרגנד.²⁰⁴

2.2.3.8 מקרה נוסף, בו נדונה בישראל עבירת שימוש במידע פנים על ידי "איש פנים מרכזי", היתה בפרשת אייל רותם, המייסד ובעל השליטה בחברת רותם פיתוח ובנין (1990) בע"מ, שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. רותם הועמד לדין בגין עבירות של שימוש במידע פנים ותרמית בניירות ערך על שום ששכנע בשנת 1991 את מנכ"ל חברת "גמולות", שעיסוקה בהשקעות לקופות גמל, לרכוש חבילת מניות ממנו (מרותם), וזאת, יום אחד בלבד לפני שפורסם הדו"ח הכספי השנתי של החברה (לשנת 1993) ובו דווח על ירידה חדה ברווחי החברה.²⁰⁵ יודגש, כי רותם הוגדר כ"איש פנים מרכזי" על שום שבידיו היו במועד ביצוע העבירות לא פחות מ-72% מהון המניות המונפק של החברה.²⁰⁶

2.2.3.9 פרשה נוספת שנדונה בישראל ועסקה בשימוש במידע פנים על ידי איש פנים, היתה בפרשת יוסף פלג. זה האחרון היה מנכ"ל ודירקטור בחברת מתכת סדום, אשר נקלעה לקשיים כספיים חמורים, שהובילו בסופו של חשבון, לחדלות פירעון. עוד בטרם נודע בציבור המידע אודות ההרעה הניכרת במצבה הפיננסי של החברה, פעל פלג למכירת אחזקותיו במניות החברה, וזאת, טיפין טיפין ובלי שגילה את המידע, הידוע לו, לציבור הרחב. בסך הכל עלה בידי פלג למכור מניות בשווי כולל של כ-160,000 ש"ח (בערכי שנת 1988), ועל כך הורשע ב-28 עבירות של שימוש במידע פנים על ידי איש פנים, כאמור בסעיף 52 לחוק.²⁰⁷

202 על שני הנאשמים הוטל קנס כספי בסך של 9,000 ש"ח (לשני הנאשמים).

203 ראו פרשת אוסטרובסקי-שלום, לעיל הערה 25, בעמ' 3-4 לגזר הדין.

204 ראו פרשת נורדן-מחוזי, לעיל הערה 61, בעמ' 1-2.

205 ראו פרשת אייל רותם-שלום, לעיל הערה 111.

206 ראו שם, בעמ' 328.

207 ראו פרשת פלג-שלום, לעיל הערה 2. על פלג נגזר עונש של שלושה חודשי מאסר שירוצו בעבודות שירות וכן קנס בסך של 62,000 ש"ח. ערעורו של פלג התקבל באופן חלקי בלבד על ידי בית המשפט המחוזי, אשר דחה את הערעור על ההרשעה אך המתיק חלקית את עונשו: הקנס הוקטן לסך של 50,000 ש"ח. יתר העונש נותר על כנו. ראו ע"פ (ת"א) 290/93 פלג נ' מדינת ישראל (לא פורסם), דינים מחוזי, כך לב (8), 79.

2.2.4 איש פנים "חיצוני" – אדם שאינו עובד בחברה ושאינו נושא משרה בה

2.2.4.1 אין ספק, כי האיסור על שימוש במידע פנים אינו מוגבל כיום אך ורק לאנשי פנים שניתן לכנותם כ"קלאסיים", קרי – עובדי החברה או בעלי תפקידים בה, אלא הוא חל גם על אלה שבעבר כלל לא היו מוגדרים כאנשי פנים. הכוונה לאנשים שאינם מועסקים כלל בתאגיד ונחשבים ל"חיצוניים" ביחס אליו.

2.2.4.2 הקטיגוריה של איש פנים אשר אינו עובד בחברה היא ללא ספק קטיגוריה רחבה ובלתי מוגדרת, מעצם טיבה. כוללת היא את כל אותם אנשים המספקים שירותים מקצועיים שונים לחברה, ואשר בשל קשריהם עם החברה זוכים לנגישות למידע פנים הנוגע לה. אכן, המחוקק לא הסתפק, בהגדרתו את "איש הפנים", במי שמכהן כדירקטור או כמנהל כללי בחברה, אלא כלל גם הגדרה רחבה, שעניינה נגישות למידע:

"אדם אחר שמעמדו או תפקידו בחברה או קשריו עמה נתנו לו גישה למידע פנים ביום הקובע, או תוך ששת החודשים שקדמו לו".²⁰⁸

רואי חשבון, עורכי דין, מנהלי חשבונות, יועצים שונים, כגון – יועצי מס, יועצי מיחשוב, אנשי פרסום ויחסי ציבור ועוד, כמו-גם מומחים שונים (כגון – שמאי מקרקעין, אדריכלים, מהנדסים ונותני שירותים למיניהם), עשויים בהחלט להיכלל בגדר מי שקשריהם עם התאגיד הקנו להם נגישות למידע פנים. מטבע הדברים, תלוי הדבר בטיב ובמהות הקשרים הקיימים, בנסיבות כל מקרה ומקרה, בין נותן השירות לבין התאגיד.

2.2.4.3 יתרה מזאת, ייתכנו מצבים בהם גם עובדים מטעם נותני השירותים ייחשבו כאנשי פנים, על פי ההגדרה האמורה בסעיף 52א, בדבר נגישות למידע. כך, למשל, מתמחה של עורך דין, המספק שירותי ייעוץ משפטי לתאגיד, עשוי להיחשב, אגב עבודתו אצל עורך הדין, למידע פנים הנוגע לתאגיד. הוא הדין במתמחה או במזכירה במשרד רואי חשבון, המבצע את ביקורת הספרים של התאגיד, וכן עובדיהם של כל אותם מומחים, יועצים ונותני שירותים, הנחשבים – כאמור לעיל – כאנשי פנים. יודגש, כי אף שאין מדובר בעובד של התאגיד ואף לא בנותן השירות עצמו (עורך הדין, רואה החשבון וכד'), ולעתים אף מדובר דווקא בעובד זוטר, כגון מתמחה או עוזר, גם אז אין הדבר שולל את נגישותו האפשרית למידע פנים. זוטרתו של אותו עובד, היא כשלעצמה, לא תשמש הגנה מפני היותו "איש פנים", אם בנסיבות העניין אכן נחשף למידע בשל נגישותו למידע.²⁰⁹

208 ראו הסיפא להגדרת המונח "איש פנים", בסעיף 52א לחוק. לעניין נגישות למידע ראו גם סעיף 2.2.2 לעיל.

209 דוגמא טובה לכך היא פרשת גרטנברג, כלכלן ששימש כעוזרו של הכלכלן הראשי בחברה לישראל. גרטנברג הכין הערכת שווי לפיריון חברת נאמנות להשקעות בע"מ, חברה-בת של

הדברים אמורים, לשם הדוגמא, גם בעובד זוטא בחברת מחשבים, המספקת שירותי תוכנה לתאגיד. אותו עובד, אף שאין לו לכאורה כל קירבה פורמלית לחברה, אין הוא מועסק על ידיה, היא אינה משלמת את שכרו והוא אף אינו שוהה בחצריתה באורח קבע, עשוי להיחשב לאיש פנים. זאת, אם אגב מתן שירותי המחשבים לחברה הוא נחשף למידע פנים הנוגע לחברה.

2.2.4.4 ניתן לסכם, כי המבחן להגדרת "איש פנים", במיוחד כזה שאינו מועסק על ידי התאגיד, הינו מבחן ענייני-מהותי, ולא פורמלי-נוקשה. מבחן זה גמיש ומשתנה מעת לעת וממקרה למקרה. אדם מסוים יכול שייחשב "איש פנים בחברה" אחת, אך לא ייחשב ככזה בחברה אחרת, על אף שלשתיהן הוא מספק אותו שירות או ייעוץ. תלוי הדבר, ככלות הכל, באופי קשריו עם אותם תאגידים. איש יחסי ציבור או יועץ תקשורת עשוי לספק ייעוץ מסוים לחברה אחת, ייעוץ אשר בשל טיבו אינו חושף אותו למידע פנים כלל, ובמקביל – יספק ייעוץ הדוק וקרוב בהרבה לחברה אחרת, עובדה העשויה לחשוף אותו למידע פנים.

2.2.4.5 לא למותר להדגיש, כי מלשונו של סעיף 52א לחוק עולה, כי גם חשיפה חד-פעמית עשויה להפוך אדם ל"איש פנים". השימוש בתיבה הלשונית – "ביום הקובע או תוך ששת החודשים שקדמו לו", מלמד גם על אפשרות שאין מדובר במי שנחשב, בדרך כלל, לאיש פנים בתאגיד.

לכאורה עולה, אם כן, כי אדם, אשר הזדמן לחברה ונחשף למידע פנים, עשוי להיחשב אף הוא כ"איש פנים", שכן לפי לשון החוק, "קשריו עם התאגיד" אכן הקנו לו גישה למידע פנים ביום הקובע, קרי – ביום השימוש במידע הפנים או במהלך שישה חודשים לפני כן.

לשם ההמחשה, נתאר איש עסקים המזדמן למשרדי חברה, עימה הוא קשור בקשרי עסקים. אגב ביקור בשירותים הוא שומע, באקראי, שני מנהלים באותה חברה, המשווחים על מידע רגיש הנוגע לחברה. בהנחה, כי מדובר במידע פנים, קרי – מידע שטרם פורסם ושטרם נודע לציבור, ובהנחה שמדובר במידע מהותי, נשאלת השאלה, אם – בשל הימצאותו, המקרית לחלוטין, של אותו אדם במקום, בו נוהלה שיחה בין שני אנשים – נכון וצודק להגדירו כ"איש פנים".²¹⁰

החברה לישראל, שנסחרה אותה עת בבורסה לניירות ערך בתל אביב. הערכת השווי נועדה לשם הצעת רכש, שהתכוונה לפרסם החברה לישראל למניות חברת פריון. לאחר שהתחוויר לנאשם, כי שווי חברת פריון עולה במידה ניכרת על שווייה בבורסה, הקדים לרכוש מניות של חברת פריון בשווי של כ-30,000 ש"ח ומכר אותן מאוחר יותר ברווח של כ-10,000 ש"ח. על הנאשם נגזר קנס של פי ארבעה מהרווח שהניב (40,000 ש"ח) וכן 75 ימי עבודות שירות. ראו פרשת גרטנברג-שלום, לעיל הערה 173.

210 יודגש, כי גם אם האדם אינו בגדר איש פנים, גם אז ניתן להרשיעו בעבירה של שימוש במידע פנים, אם מקור המידע באנשי פנים.

פירוש לשוני-טכני גרידא של סעיף 52א לחוק עשוי להניב תשובה חיובית לשאלה האמורה. פירוש מהותי של הנושא עשוי, להבדיל, לשלול אפשרות כזו, ולו רק משום שאין לומר, כי "קשריו" של איש העסקים עם החברה הקנו לו נגישות למידע. אמנם נכון, כי אילמלא היה מצוי בקשרים עם החברה, כלל לא היה מזדמן למשרדיה ולחדרי השירותים שלה. ואולם, נדמה, כי אין זה נכון לומר כי המידע, שאותו שמע באקראי, אכן הגיע לאוזניו עקב קשריו עם החברה.

הטעם העומד מאחורי אי-העמדתו לדין של אותו איש עסקים, בדוגמא לעיל, הינו שאין הוא חב כל חובת אמונים לאותה חברה. כמובהר לעיל, בארה"ב מקובלת הדרישה להוכחת הפרת אמונים כלשהי (בין לחברה עצמה לבין לחברה כלשהי). בישראל, כאמור לעיל, אין דרישה כזו, והדוגמא לעיל מעידה מדוע יש לאמץ, בנסיבות מסוימות, את הדרישה להוכחת הפרת האמונים גם למשפטנו (ראו דיון על כך בסעיף 2.1.7 לעיל).

2.2.4.6 בעניין זה ראוי להבחין בין מידע הנוגע לקשרי אותו אדם עם התאגיד האמור, אף אם מדובר בקשר רחוק למדי, לבין מידע שכלל אינו נוגע לעסקיו של האדם עם התאגיד. לגבי הסוג הראשון של המידע אכן ייתכן שיש מקום להגדיר את איש העסקים, בדוגמא לעיל, כ"איש פנים". להבדיל, בדוגמא השנייה, אין לקבל קביעה כזו. ככלות הכל, כוונת המחוקק הינה לאסור שימוש במידע פנים על ידי מי שנגישותו לתאגיד מאפשרת לו קבלת מידע פנים, שלא פורסם בציבור. הנורמה האוסרת אינה מכוונת, ואינה אמורה להיות מכוונת, נגד מקבלי מידע אקראיים, אשר נחשפו בעל כורחם למידע כלשהו, בלא שהיו לקשריהם עם התאגיד נגיעה ממשית למידע או לעצם קבלתו.

2.2.4.7 אחד המקרים הנדירים בישראל, בו הורשע יועץ מקצועי, חיצוני לחברה, בעבירה של שימוש במידע פנים בהיותו "איש פנים" של החברה, נדון בפרשת רואה החשבון איקה בש.²¹¹

רואה החשבון בש הואשם בכך שעשה שימוש במידע פנים, שהגיע לידיהו בקשר לשתי חברות, להן נתן משרדו שירותים מקצועיים. בש ביצע פעולות בניירות הערך של אותן חברות על סמך אותו המידע והורשע, על פי הודאתו, בשני האישומים שיוחסו לו.²¹² בית המשפט קבע בעניינו של בש, כי יש מקום להחמיר עם בעלי מקצוע שהציבור נותן בהם את אמונו, כגון רואה חשבון. לרואה החשבון, כך בית המשפט, מעמד מיוחד בתאגיד, המדווח על מינויו ואף מחויב לדווח אם יש לו עניין

211 ראו פרשת בש-שלום, לעיל הערה 162. הנאשם באותה פרשה היה רואה חשבון מוכר וידוע, שותף בכיר — באותם ימים — במשרד רואי החשבון אלמגור-בש, אשר סיפק שירותים מקצועיים הן לחברת יישום אחזקות בע"מ והן לחברת מירג', חברה ציבורית שבשליטת איש העסקים גר זאבי.

212 ראו שם. יצוין, כי אישום שלישי נמחק במסגרת עסקת הטיעון.

אישי כלשהו בתאגיד. הציבור רוחש אמון רב לרואה החשבון ובוטח ביושרו המקצועי שיבקר דו"חות התאגיד באמונה.²¹³

2.2.4.8 מקרה אחר, בו הועמדו לדין יועצים חיצוניים שהועסקו על ידי חברה בורסאית, היה בפרשת חנן לוריה ואורן רשף. הראשון, לוריה, היה יועץ ארגוני שנתן בשנת 1991 שירותי ייעוץ לחברת יונידרס תעשיות בע"מ, שמניותיה נסחרו בבורסה לניירות ערך. בתפקידו כיועץ ארגוני של החברה היה לוריה, כך נקבע — "בעל מעמד בכיר בחברה, היה מעורב בכל פעילויותיה ותוכניותיה העתידיות, והיתה לו גישה שוטפת למידע פנים של יונידרס".²¹⁴ לאור זאת, לא היסס בית משפט השלום להגדיר את לוריה כ"איש פנים" ביונידרס, וזאת, אף שאין הוא בגדר עובד של התאגיד.²¹⁵ הנאשם השני באותה פרשה, אורן רשף, היה מנהל תיקי השקעות אשר העניק ליונידרס ייעוץ לצורך הנפקה, שתכננה החברה בשלהי שנת 1991.

בחודש ספטמבר 1991, כאשר החליטה חברת יונידרס לגייס הון מהציבור, מיהר לוריה וביקש מרשף לרכוש בעבורו ניירות ערך של יונידרס בכל האמצעים הכספיים שעמדו לרשות לוריה באותה עת.²¹⁶ שני הנאשמים, לוריה ורשף, הורשעו בעבירות של שימוש במידע פנים כאשר שניהם נחשבים כאנשי פנים בחברת יונידרס, והכל — אף שאיש מהם לא היה "עובד" של החברה או מנהל בה או נושא משרה אחרת בחברה.²¹⁷

2.2.4.9 מקרה בולט אחר, בו עלתה שאלת אחריותם של אנשי פנים לשימוש במידע פנים, היה בפרשת גיבור סבריה. בפרשה זו הועמדו לדין הן אבי המשפחה — גרשון רוזוב, איש מבוגר וחולה, וכן ילדיו הבגירים — שולמית גרודצקי, ישראל רוזוב וחיים רוזוב.²¹⁸

באותו המקרה לא היתה מחלוקת, כי הנאשמים הם "אנשי פנים", שכן הנאשמים היו החברה, הדירקטורים ובעלי השליטה בחברה וכן בחברות בשליטת משפחת רוזוב.²¹⁹ הערכאה הראשונה זיכתה את חיים רוזוב ואת שולמית גרודצקי מהאישום של שימוש

213 ראו שם, בעמ' 42.

214 ראו פרשת לוריה ורשף-שלום, לעיל הערה 26, בעמ' 1.

215 ראו שם, שם.

216 יודגש, כי ההודעה על תוכנית ההנפקה פורסמה על ידי יונידרס רק בשלהי חודש נובמבר 1991. רשף רכש ניירות ערך של יונידרס עבור לוריה בסך כולל של כ-88,000 ש"ח. עוד רכש ניירות ערך של יונידרס עבור לקוחותיו בשווי כולל של כ-1.4 מיליון ש"ח. ראו פרשת לוריה ורשף-שלום, לעיל הערה 26, בעמ' 1-2.

217 רשף הורשע, בנוסף, בעבירות של תרמית בניירות ערך. ראו בעניין זה בפרק "לספר זה הדן בנושא תרמית בניירות ערך."

218 בין הנאשמים בפרשה זו, נוסף לבני משפחת רוזוב, היו גם תאגידים בשליטת בני משפחת רוזוב.

219 האישום בשימוש במידע פנים התייחס לכל הנאשמים 2-8, בעוד האישום בתרמית התייחס רק לנאשמת 1 — חברת גיבור סבריה מפעלי טקסטיל בע"מ, ולנאשם 3 — חיים רוזוב.

במידע פנים. לעומת זאת, הורשעו יתר הנאשמים שהואשמו בעבירה של שימוש במידע פנים, ישראל רוזוב וכן החברות שבשליטת בני משפחת רוזוב (חברת נכסי גרשון רוזוב בע"מ, חברת נכסי ישראל רוזוב בע"מ וחברת סברילון בע"מ).²²⁰ כאשר לשולמית גרודצקי, זו זוכתה מחמת הספק הן בערכאה הראשונה והן בערכאת הערעור. ואולם, בית המשפט העליון, אשר נדרש אף הוא לנושא, הפך את הקערה על פיה ומצא, כי זיקתה של הנאשמת למשפחה היתה כה חזקה וכי מעורבותה ומידת ידיעתה על אשר נעשה או הוחלט על ידי יתר חברי המשפחה, כאשר למניותיהם בחברת גיבור, היו כה גבוהות, עד שאין לקבל את הטענות, כי היא לא ידעה את אשר ידעו יתר הנאשמים, בני משפחתה.²²¹ בית המשפט העליון דחה את הטענות, כי חלות על הנאשמת גרודצקי הגנות כלשהן מכח החוק, וכן דחה את הטענות, כי הנאשמת אינה נושאת באחריות פלילית בשל היותה נעדרת השכלה כלכלית ועקב כך שלא היתה אשת עסקים. נפסק, כי המידע שהגיע גם לידי גרודצקי, היה כזה שלא נדרשה כל השכלה כלכלית או ניסיון עסקי, על מנת להבין את משמעותו.²²²

2.2.4.10 מקרה בולט בארה"ב, בו נדון שימוש במידע פנים על ידי אנשי פנים, שלא היו עובדי החברה ואף לא נושאי משרה בה, היה בפרשת Shapiro.²²³ בפרשה זו נתבעו (בתביעה אזרחית) חברת השקעות הידועה מריל-לינג', ביחד עם שורה של עובדיה ומנהליה, בטענה, כי עשו שימוש במידע פנים בקשר לחברה אשר מריל-לינג' היתה החתם בהנפקה שלה.²²⁴ התביעה התקבלה בערכאה הראשונה ואושרה על ידי בית המשפט לערעורים.²²⁵

220 ראו פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 72. פסק הדין, מהמנחים והראשונים שניתנו בישראל בסוגיה זו, ניתן על ידי השופטת אופיר-תום, דאז שופטת בית משפט השלום בתל אביב.

221 ראו פרשת גיבור סבריינה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 400. יובהר, כי המידע הפנימי באותה פרשה, נגע להפסדים כבדים של חברת גיבור, מידע שהיה ידוע תחילה רק לבני המשפחה, שהיו בעלי השליטה בחברת גיבור. אלה מיהרו ומכרו חלק ניכר מאחזקותיהם במניות גיבור, וזאת, עוד בטרם נודע אותו מידע לציבור המשקיעים. נקבע כי בידי הציבור הרחב היה מידע מנוגד לחלוטין, בדבר רווחים ותחזיות אופטימיות אחרות, שבני משפחת רוזוב פרסמו קודם לכן. בית המשפט קבע, כי הנאשמים לא טרחו לתקן את המידע המוטעה או הלא-עדכני שהיה באותה עת בידי הציבור. על כן הואשמו והורשעו בשורה של עבירות שימוש במידע פנים ועבירות נוספות.

222 ראו פרשת גיבור-סבריינה-עליון, לעיל הערה 3.

223 Shapiro, *supra* note 2.

224 באותו מקרה נטען כנגד מריל-לינג', כי אגב טיפולה כחתם של חברת המטוסים "דאגלס" הגיע לידיה מידע פנים בקשר לחברת דאגלס, אשר צפה ירידה ברווחי החברה. מידע זה הגיע למריל-לינג' בסמוך לפני הנפקה לציבור של אגרות חוב של חברת "דאגלס", הנפקה שמריל-לינג' עצמה היתה החתם שלה. מנהלי מריל-לינג' מסרו מידע זה לחלק מלקוחותיהם, אשר החזיקו בניירות הערך של חברת דאגלס, ואשר מיהרו למכור את ניירות הערך הללו. כמה מבעלי מניות של חברת דאגלס, אשר רכשו את מניותיה זמן קצר לפני פרסום אותו מידע פנימי, תבעו בתביעה אזרחית את מריל-לינג', את מנהליה ואת לקוחותיה של מריל-לינג' שעשו שימוש במידע הפנים, בתביעה לפיצויים על הפסדיהם.

225 ראו Shapiro, *supra* note 2, at pp. 236–237.

2.2.4.11 אחת הפרשות הידועות בארה"ב בנושא שימוש במידע פנים, היא פרשת Chiarella, בה הועמד לדין עובד של בית דפוס, אשר הצליח (על אף אמצעי זהירות וסודיות אותם נקטה החברה, שמסרה את עבודות התשקיף לבית הדפוס) לגלות את הזהות של חברת המטרה, עליה עמדה החברה להשתלט. Chiarella עשה שימוש במידע הפנים שבידיו ורכש ניירות ערך של חברת המטרה. הערכאה הראשונה מצאה להרשיע את הנאשם בגין שימוש במידע פנים, בנימוק, כי הנאשם הפר חובת אמון שהוא חב למעבידו (בית הדפוס) ולחברה המשתלטת, ששכרה את שירותי בית הדפוס. עמדת בית המשפט העליון בארה"ב היתה שונה והוא פסק, כי הנאשם אינו חב כל חובת אמונים לחברה המשתלטת, ועל כן אין להרשיעו בעבירה של שימוש במידע פנים.²²⁶

2.2.4.12 יודגש, כי כפי שהוזכר כבר לעיל,²²⁷ במשפט הישראלי, להבדיל מהאמריקאי, אין כל דרישה להוכחתה של הפרת אמונים כלשהי, על מנת להוכיח, כי בוצעה עבירה של שימוש במידע פנים. עם זאת, יש חשיבות לפסק הדין בפרשת Chiarella גם למשפטנו, לנוכח הדיון בשאלת חובתו של מי שאינו מוגדר כ"איש פנים" מכח עבודתו בחברה, מכח כהונתו בה, מכח זיקתו אליה או מכח אחזקותיו במניות.

Chiarella הינו, ללא ספק, דוגמא מובהקת למי שקשה להגדירו איש פנים. לכל היותר ניתן לכנותו "איש פנים מזדמן", קרי, כזה שרק נסיבות מקריות או מוגבלות-כזמן, זימנו לו את אותה "נגישות" (חד-פעמית) למידע פנים הנוגע לתאגיד. Chiarella דומה לאותה מחלקת תה ששמעה באקראי שיחת חולין בחדר הישיבות של התאגיד, עת הגישה משקאות וכך הובא לידיעתה מידע שטרם נודע לציבור המשקיעים ואף למרבית עובדי החברה. אותה מחלקת תה, בדומה לעובד של בית הדפוס, אינה בגדר איש פנים מהקטיגוריה הראשונה (עובדי התאגיד, מנהליו ובעלי שליטה בו), אלא לכל היותר "איש פנים" מהקטיגוריה השנייה, ואף זאת — בספק רב.

טענת מחלקת התה או עובד הדפוס, כי אין הם אנשי פנים כלל, אף לא מגדר הקטיגוריה השניה, אינה משוללת היגיון או סבירות. לאור זאת, לא עברו כל עבירה. עם זאת, נדמה כי בשים לב ללשון החוק בישראל, עדיין ייתכן שיועמדו מחלקת התה או עובד הדפוס לדין. זאת, בין מכח העובדה שנגישותם למידע פנים הפכה אותם ל"אנשי פנים", ובין מכח הוראת סעיף 52 לחוק שעניינו — שימוש במידע פנים שמקורו באיש פנים.²²⁸

השאלה היא, אם יש אינטרס ציבורי במניעה או בהגבלה של זכותם של עובדי אורח תמימים לגמרי, שנגלה להם באקראי מידע פנים, לעשות שימוש באותו מידע פנים. מחד גיסא, לאור ריחוקם מהתאגיד ומעסקיו, או שמא נאמר — אי-נגישותם לתאגיד

226 ראו U.S. v. Chiarella 588 F.2d 1358 (1978), והשוו Chiarella, supra note 47.

227 ראו סעיף 2.1.7 לפרק זה לעיל.

228 יוזכר, כי סעיף 52 לחוק מחייב מודעות של מקבל המידע שהמקור הינו איש פנים בתאגיד.

— קשה לראות באינטרס ציבורי המצדיק את הגבלתם. מנגד, התרת הרסן עלולה לפתוח פתח לאלה שרק ייחזו להיות "עוברי אורח תמימים", ולא המה. כך, למשל, בדוגמא לעיל, נקל יהיה לראות במחלקת התה כמי שרק במקרה, ואפילו — בלא רצונה כלל — נחשף בפניה מידע פנים. לא כך הדבר באשר לעובד בית הדפוס (בפרשת Chiarella), שעשה מאמצים על מנת להתגבר על מעטה הסודיות ולחשוף את זהות החברה, באמצעות עיון מעמיק במסמכים שהובאו לבית הדפוס.²²⁹ ניתן לטעון, כי שיקולי מדיניות, ואולי אף שיקולי צדק, מחייבים שלא לראות באותה מחלקת תה בגדר "איש פנים" ושלא לאסור עליה שימוש במידע פנים שהגיע אליה באקראי. ייתכן בהחלט כי את קו הגבול בעניין האקראיות יש לקבוע בכך שאותו אדם לא פעל בכוונה על מנת לאסוף, לקבל או לקלוט את מידע הפנים. רוצה לומר, אם מחלקת התה שמעה את המידע, אגב הגשת משקה בחדר ישיבות של חברה, ספק רב אם, בנסיבות רגילות, יש לראות בה כמי שעשתה מאמץ לקבל או לקלוט את מידע הפנים. שונה המצב, אם מחלקת התה מנסה לדובב את מזכירת המנכ"ל בניסיון לקבל מידע פנים או אם היא מחטטת במסמכים, המצויים על שולחנות העובדים, וכדומה.

2.2.5 מיהו "איש פנים מרכזי"

2.2.5.1 "איש פנים מרכזי" מוגדר בסעיף 52ה(ב) לחוק כך:

- "(1) דירקטור, מנהל כללי, משנה למנהל כללי, סגן מנהל כללי, חשב ומבקר פנימי וכל ממלאי תפקיד כאמור גם אם תאור משרתם שונה, וכן יחיד שהוא בעל מניות עיקרי בחברה;
- (2) בן משפחה של אחד המנויים בפסקה (1);
- (3) תאגיד בשליטתו של אחד המנויים בפסקאות (1) ו-(2)."

סעיף 1 לחוק קובע כי —

"בן משפחה' — בן זוג וכן אח, הורה, הורה הורה, צאצא, או צאצא של בן הזוג, או בן הזוג או בן זוגו של כל אחד מאלה."

סעיף 52א לחוק מגדיר "בעל מניות עיקרי" כך —

"בעל מניות המחזיק בחמישה אחוזים או יותר מן הערך הנקוב של הון המניות המוצא או מכח ההצבעה או הרשאי למנות מנהל אחד או יותר."

²²⁹ יצוין, כי בפסיקה האמריקאית אכן הוכרה, אם כי באימרות אגב בלבד, הקטיגוריה של "מעין-איש-פנים" (quasi-insider), שאינו ממש "איש פנים", אך יש לו מאפיינים של איש פנים, ושאינו הוא השיג את מידע הפנים בדרך שאינה לגיטימית.

ראו — Chiarella, *supra* note 47, at p. 242. כן ראו Loss & Seligman, *supra* note 10, at pp. 810–811.

2.2.5.2 סעיף 52 לחוק קובע חזקה ניתנת לסתירה ולפיה אם קנה "איש פנים מרכזי" ניירות ערך של חברה, שבה הוא משמש כ"איש פנים מרכזי", ובמהלך 90 יום לאחר הרכישה הוא מכר ניירות ערך של החברה, או להיפך (קרי – רכש בתוך 90 יום לאחר שמכר ניירות ערך של החברה), אזי חזקה היא שהיה בידיו מידע פנים. חזקה זו ניתנת, כאמור, לסתירה והיא אינה חלוטה. משמע, הנאשם יוכל להביא ראיות כי על אף שהוא "איש פנים מרכזי" ואף שביצע פעולות של קנייה ומכירה של ניירות ערך של החברה, בה הוא משמש "איש פנים מרכזי" במהלך שלושה חודשים, הרי שלא היה בידיו כל מידע פנים הנוגע לאותה חברה.

2.2.5.3 יודגש, כי מלשון הסיפא לסעיף 52 לחוק ("או שבנסיבות הענין סביר שלא היה בידו מידע פנים אותה עת"), עולה, כי לא רק שאיש הפנים המרכזי יוכל להביא ראיות פוזיטיביות להוכחת העדר כל מידע פנים ברשותו, אלא שלעזרתו יכולות לבוא גם נסיבות המקרה, ובית המשפט יוכל להשתכנע בטיעון הגנה זה גם על סמך הסקה לוגית מתוך מכלול נסיבות המקרה.

לשם המחשה, ניתן להביא מקרה של בנו של מנכ"ל חברה בורסאית, אשר לאחר שחרורו מצה"ל רכש לעצמו ניירות ערך של החברה, שאותה מנהל אביו. כעבור 60 יום בלבד ממועד הרכישה מכר הבן את ניירות הערך שרכש על מנת לממן טיול למזרח הרחוק. אין חולק, כי הבן נחשב, מכוח הגדרת סעיף 52 לחוק, ל"איש פנים מרכזי" ובתור שכזה חלה עליו החזקה האמורה בסעיף 52(א) לחוק, כמובהר לעיל. בנסיבות המקרה, ובהעדר הוכחה לכך שהיה בידיו מידע פנים כלשהו, יוכל הבן לטעון לחפותו ולשלילת החזקה האמורה בסעיף 52(א) לחוק. זאת, על סמך הנסיבות שהביאו אותו לבצע פעולות מנוגדות של קנייה ומכירה של ניירות הערך בתקופה הפחותה מ-90 יום.

2.2.5.4 באשר למשמעות היותו של אדם בגדר "איש פנים מרכזי" על פי החוק, ייאמר, כי עיון בפרק ח'1 לחוק מגלה, כי למעשה אין כל הוראה עונשית הייחודית ל"איש פנים מרכזי". משמע, אין כל ענישה מחמירה במיוחד עם "איש פנים מרכזי", להבדיל מהענישה החלה על כל איש פנים אחר.

לאור זאת, מתבקשת השאלה על שום מה ולמה מצא המחוקק לנכון לייחד הוראה לנושא זה, כאמור בסעיף 52 לחוק. התשובה לכך הינה, ככל הנראה, שמטרתו של סעיף 52 לחוק ומטרת יצירת הקטיגוריה של "איש פנים מרכזי" הן ביצירת אותה חזקה עובדתית, ניתנת לסתירה, האמורה בסעיף 52(א) לחוק, כמבואר לעיל. במילים אחרות, מטרת המחוקק היא להגביל את פעולתם של אלה שמוגדרים כ"אנשי פנים מרכזיים" בחברה ולמנוע מהם חופש פעולה נרחב מדי. פעולתם של הללו נתחמה והוצרה, אם כן, לכך שבכל פעם שמי מהם מבצע פעולה כלשהי בניירות הערך של החברה, בה הם מכהנים בתפקידי מפתח, הם "כלואים" וחסומים עם ניירות הערך שלהם למשך 90 יום לפחות.

המטרה הינה, אם כן, מניעת ניצול "הזדמנויות אסורות" מצד אנשי פנים מרכזיים, על סמך מידע פנים המצוי בידיהם. ההנחה היא, כי אם וככל שמצוי מידע פנים בידי "אנשי הפנים המרכזיים", הרי שבמהלך 90 יום יוודע ויפורסם המידע הפנימי בקרב ציבור המשקיעים. כך יימנע ניצול בלתי הוגן ובלתי שוויוני של אותו מידע פנימי על ידי אנשי הפנים. ניתן לומר, עם זאת, כי בעידן של תקשורת מהירה, של חשיפה תקשורתית רבה של התאגידים הבורסאיים וקיומם של ערוצים מהירים כל כך להפצת מידע מהווה תקופה של 90 יום משך זמן ארוך מהנדרש. מנגד, נדמה, כי מוטב שהתקופה הקבועה בחוק, בה יהיו אנשי פנים מנועים מלנצל את המידע שברשותם, תהא ארוכה במקצת, מאשר קצרה במקצת.

2.2.5.5 שאלה אחרת העולה בהקשר זה היא מה דינו של "איש פנים מרכזי" שפעל בניירות ערך של החברה בתקופה של 85 יום, למשל – האם גם אז תחול עליו החזקה האמורה בסעיף 52ה(א) לחוק? במילים אחרות, האם מדובר בחזקה שיש בה הקפדה דווקנית, קרי – כזו שגם חמישה ימים בלבד, לא ישחררו את הנאשם מתחולת אותה חזקה?

קיימת אפשרות, כי על אף שפעולת המכירה היתה בתחום 90 הימים האסורים, על פי סעיף 52ה(א) לחוק, הרי שעל פי נסיבות העניין ניתן לקבוע, כי "איש הפנים המרכזי" לא עשה שימוש במידע פנים.²³⁰ למשל, כאשר חמישה ימים לפני פעולת המכירה (קרי – בדוגמא שלפנינו – ביום ה-80 מיום רכישת ניירות הערך על ידו) פרסמה החברה דיווח מידי, בו גילתה לציבור המשקיעים על התפתחות משמעותית בעסקיה, כגון רכישת חברה מתחרה. אם יוכח על ידי "איש הפנים המרכזי", כי מידע הפנים כבר פורסם לפני שמכר את ניירות הערך שלו ויוכח כי לא היה בידיו באותה עת כל מידע פנים אחר, אזי תישלל החזקה האמורה בסעיף 52ה(א) לחוק, וזאת, על אף שפעולות הקניה והמכירה נעשו בתוך טווח הזמן של 90 יום כקבוע בחוק, כאמור.

2.2.5.6 השאלה מיהו "איש פנים מרכזי" נדונה בישראל בפרשת פרנקל, בה הורשע הנאשם בשימוש במידע פנים, בהיותו חבר דירקטוריון וחבר ועדת המאזן של הבנק למסחר. פרנקל הורשע בשימוש במידע פנים, בכך שרכש ניירות ערך של הבנק על סמך מידע שהגיע אליו בדבר עלייה של כ-30% ברווח הרבעוני של הבנק.²³¹

2.2.5.7 מקרה נוסף בו הורשע איש פנים מרכזי היה בפרשת ארווין מלצר, אשר היה "איש פנים מרכזי" בחברת רוגוזין, מכוח היותו יו"ר הדירקטוריון וכן מכח היותו גם "בעל מניות עיקרי" בחברה. מלצר הורשע בעסקת טיעון על פי הודאתו בשימוש במידע פנים בגין שלוש עבירות של שימוש במידע פנים.²³²

²³⁰ ראו הסיפא לסעיף 52ה(א) לחוק.

²³¹ ראו פרשת פרנקל-שלום, לעיל הערה 57.

²³² ראו ת"פ (ת"א) 6188/93 מדינת ישראל נ' מלצר (להלן: "פרשת מלצר-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 297, בעמ' 1-2.

2.2.5.8 בפרשת יחזקאל ורד הורשע יו"ר הדירקטוריון של חברת ישראלום נכסים בע"מ, שמניותיה נסחרו באותה עת בבורסה לניירות ערך בתל אביב, בשימוש במידע פנים, כאשר רכש איגרות חוב של החברה. זאת, בטרם נודע ופורסם בציבור מידע באשר לכוונת החברה לצאת בהצעת זכויות לכל בעלי מניותיה. בשל תפקידו כיו"ר הדירקטוריון ובהיותו "בעל מניות עיקרי" בחברה, הוגדר ורד, ללא עוררין, כ"איש פנים מרכזי" בחברה.²³³

2.2.6 התאגיד כ"איש פנים" המחזיק במידע פנים

2.2.6.1 סעיף 52ב(ב) לחוק קובע —

"(ב) רואים תאגיד כמי שיש לו גישה למידע פנים או כמי שמידע פנים מצוי בידו, אם לדירקטור או לעובד של התאגיד יש גישה למידע או שמידע כאמור מצוי בידו, זולת אם נתקיימו אלה:

(1) התאגיד קבע הנחיות ונתן להם פרסום נאות ולפיהן —

(א) דירקטור או עובד המועסק בידי התאגיד בעשיית עסקאות בניירות ערך או במתן חוות דעת או עצות בקשר לניירות ערך, לא יעסוק בשביל התאגיד בתפקיד שיש עמו גישה למידע פנים;

(ב) דירקטור או עובד שמידע פנים מצוי בידו לא יעשה בשביל התאגיד עסקה בניירות ערך של החברה שמידע הפנים מתייחס אליה ולא יתן חוות דעת או עצה בקשר לניירות ערך כאמור;

(ג) דירקטור או עובד כאמור בפסקת משנה (ב), לא יעביר את מידע הפנים שבידו לאדם אשר הוא יודע, או יש יסוד סביר להניח, כי יעשה שימוש בו לצורך עסקה או מתן חוות דעת או ימסור אותו לאחר;

(ד) דירקטור או עובד כאמור בפסקת משנה (ב) לא יעביר את מידע הפנים שבידו לכל אדם אחר גם אם לא נכלל בפסקת משנה (ג), אלא אם הדבר נדרש לביצוע תפקידו בתאגיד;

(2) 'עסקה', לענין פסקה (1)(ב) עד (ד) — למעט עסקה שלעשייתה ניתנה הגנה לפי סעיף 152(א)(1) עד (4), (6) או (8);

(3) בתאגיד נעשו הסידורים הדרושים להבטיח קיום ההנחיות האמורות בפסקה (1) וקיימת בקרה פנימית כדי לוודא את מילויין".

²³³ ורד הורשע על פי הודאתו ב-12 עבירות של שימוש במידע פנים, שהניבו לו רווח של כ-46,000 ש"ח. יצוין, כי בהסדר טיעון הוטל עליו קנס של כ-230,000 ש"ח, הנחשב נמוך יחסית, וזאת בשל נסיבותיו האישיות של הנאשם ונסיבות ביצוע העבירה. ראו ת"פ (ת"א) 6008/00 מדינת ישראל נ' ורד (להלן: "פרשת ורד-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יח, 257.

2.2.6.2 סעיף 52ב(ב) לחוק יוצר פיקציה משפטית, ולפיה גם תאגיד יכול להיחשב כמי שמצוי בידיו מידע פנים, אם מידע כזה מצוי בידי עובד או דירקטור של אותו תאגיד. למעשה, קובע סעיף 52ב(ב) לחוק חריג לתורה האורגנית הקובעת את יישותו המשפטית הנפרדת של התאגיד והמבחינה בינו לבין אישיותם המשפטית העצמאית של בעלי המניות ושל נושאי המשרה שלו.

הרציונל להוראת דין זו הוא, שפעולות רבות בניירות ערך מבוצעות בשם ועבור תאגידים. אנשים רבים פועלים בניירות ערך באמצעות, או במסגרת, תאגידים ועובדה זו אינה יכולה להצדיק שחרורם של העבריינים מאחריות פלילית למעשיהם — הן לעושה עצמו, קרי — האדם שעשה שימוש במידע פנים, והן לתאגיד, שהינו הנהנה, ולו פורמלית, מאותו שימוש אסור.

2.2.6.3 אלמלא הוראת סעיף 52ב(ב) לחוק ניתן לומר כי היתה בחוק פירצה הקוראת לגנב, שכן באמצעותה יכלו אנשים רבים לפעול באמצעות תאגידים, אגב שימוש אסור במידע פנים. חשיבותו של סעיף 52ב(ב) לחוק רבה, שכן היא גם מאפשרת למצות את הדין ולחייב — במידת הצורך בקנסות — את מי שאכן נהנה מהפעולות האסורות, קרי — את התאגיד.

עוד יש לציין, כי תאגיד יכול להיחשב ל"איש פנים", גם מכח הגדרת המונח האמור בסעיף 52א לחוק, ולפיה ייחשב כ"איש פנים" גם כל תאגיד שהינו בשליטת אדם הנחשב כ"איש פנים". במילים אחרות, כאיש פנים ייחשב גם כל תאגיד המצוי בשליטת בעל מניות עיקרי, מנכ"ל ויתר האנשים המוגדרים כאנשי פנים, על פי החוק. פעם נוספת, גלויה וברורה שאיפת המחוקק למנוע מאנשי פנים למצוא מקלט ומסתור מאחורי "מסך ההתאגדות" של תאגידים שבשליטתם, ולמנוע ניצול לרעה של היישות המשפטית הנפרדת של אותם תאגידים לשם ביצוע עבירות של שימוש במידע פנים.

2.2.6.4 מלשון סעיף 52ב(ב) לחוק ברור, כי אם ינקוט התאגיד אמצעים ראויים, כמפורט בסעיף זה, אזי הוא לא יחוב בגין שימוש שעשו עובדיו או הדירקטורים שלו במידע פנים, ולא ייחשב כמי שהיה מצוי בידיו מידע פנים.

בין האמצעים הנדרשים מהתאגיד מצויה יצירת חייץ פנימי בין אותם עובדים, החשופים למידע פנים, לבין עובדים המבצעים, בשם התאגיד ובעבורו פעולות בניירות ערך. יצירת "חומות סיניות" בתוך התאגיד מהוות, אם כך, תנאי הכרחי על מנת שתאגיד יהא משוחרר מאותה חזקה הקבועה בסעיף 52ב(ב) לחוק.

חשוב, עם זאת, להדגיש, כי גם אי־תחולת החזקה אינה מונעת מהתאגיד מלהימצא חייב בדין ואינה מונעת מבית המשפט מלקבוע, לאחר קבלת הוכחות וראיות מתאימות, כי היה בידי התאגיד מידע פנים. ההבדל הוא שאם מתקיימת החזקה האמורה בסעיף 52ב(ב) לחוק, עובר הנטל על כתפי התאגיד להוכיח, כי לא היה בידו מידע פנים, ובידיו לנסות לסתור את החזקה התחקיתית האמורה.²³⁴

²³⁴ יש לזכור, כי מדובר בחזקה שאינה חלוטה, והיא ניתנת לסתירה.

מנגד, יש להעיר, כי גם אם התאגיד יקבע נהלים פנימיים ויפרסמם בין עובדיו, אין הדבר מבטיח כי נהלים אלו אכן יישמרו ויבוצעו.

2.2.6.5 אחד המקרים הבולטים, בהם הועמד לדין תאגיד בישראל בגין עבירה של שימוש במידע פנים, היה בפרשת גיבור סבירנה. בפרשה זו הורשעה אחת הנאשמות, חברת סברילון, בשימוש במידע פנים מכח סעיף 52(ב) לחוק, שכן נקבע כי בידי מנהליה (שאף הם נאשמו באותו עניין) היה מידע פנים והוכח כי סברילון מכרה מניות של החברה.²³⁵

2.2.7 החמרת הענישה ביחס ל"איש פנים"

2.2.7.1 סעיף 52 לחוק קובע, כי "איש פנים" העושה שימוש במידע פנים, דינו מאסר חמש שנים או קנס בשיעור של פי חמישה מהקנס הקבוע בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין. סעיף 52 לחוק קובע, כי מי שעושה שימוש במידע פנים שמקורו באדם שידוע כי הוא "איש פנים" (במישרין או בעקיפין), דינו מאסר שנה או קנס בשיעור של פי שניים מהקנס הקבוע בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין.

2.2.7.2 סעיף 61(ג)(4) לחוק העונשין קובע:

"(א) על אף האמור בכל חוק, מקום שהוסמך בית המשפט בחוק להטיל קנס, רשאי הוא להטיל —

(1) ...

(2) אם קבוע לעבירה עונש מאסר למעלה מששה חודשים ולא יותר משנה — קנס עד 19,300 ש"ח.

(3) ...

(4) אם קבוע לעבירה עונש מאסר למעלה משלוש שנים — קנס עד 150,000 ש"ח".²³⁶

2.2.7.3 שתי הערות מתבקשות בקשר להבדל בין שתי הוראות הדין — סעיף 52 וסעיף 52 לחוק:

ראשית, המחוקק בחר להחמיר כפליים (או שמא נדייק — פי חמישה) עם איש פנים, מאשר עם אדם אחר, אשר עשה שימוש במידע פנים. שנית, הדגש בסעיף 52 הוא על כך שמקבל המידע ומי שעשה בו שימוש אכן

²³⁵ ראו פרשת גיבור סבירנה-שלום, לעיל הערה 72, בעמ' 437–438.

²³⁶ המשמעות היא, כי איש פנים, שעשה שימוש במידע פנים, עלול לחוב בקנס של עד פי חמישה מסך של 150,000 ש"ח, קרי — 750,000 ש"ח, ואילו אדם שעשה שימוש במידע פנים, שקיבל מאיש פנים, עלול לחוב בקנס של עד פי שניים מסך של 19,300 ש"ח קרי — 38,600 ש"ח.

יודע כי מקור המידע הינו איש פנים. קנה המידה כאן לעניין הידיעה הינו סובייקטיבי — "מאדם שהוא יודע כי הוא איש פנים בחברה".²³⁷

2.2.7.4 בערעור בפרשת גיבור העלה אחד הנאשמים, ישראל רוזוב, את הטענה, כי ביחס אליו חל סעיף 52ד ולא סעיף 52ג לחוק, דהיינו — כי הוא לא היה "איש פנים", אלא קיבל את מידע הפנים מ"איש פנים", קרי מאביו — גרשון רוזוב. טיעון זה נדחה מכל וכל על ידי ערכאת הערעור באותה פרשה. נפסק, כי העובדה שאיש פנים (דוגמת ישראל רוזוב) קיבל מידע ספציפי מאיש פנים אחר (אביו), אינה שוללת את אחריותו כאיש פנים. אם תאמר אחרת, יוכלו דירקטורים להתחמק מאחריות ויטענו, כי קיבלו מידע, שנמסר בישיבות הדירקטוריון, מ"אנשי פנים" אחרים. על כן נקבע, כי מדובר בטענה מופרכת, שכן המידע הגיע לאותו נאשם רק מכוח היותו "איש פנים".²³⁸

פרשת גיבור סבריינה העלתה על פני השטח מצב, העלול להתרחש בעיקר בחברות משפחתיות, בהן כמעט כל בני המשפחה, אם לא כולם ממש, נחשבים כאנשי פנים. זאת, בין מכח תפקידים שהם ממלאים בחברה הציבורית או בחברות קשורות, ובין מעצם קירבתם המשפחתית לאנשי הפנים בחברות הללו.

ואמנם, בפרשת גיבור סבריינה ייחס בית המשפט למרבית בני משפחת רוזוב את ידיעת מידע הפנים, בין היתר, על סמך "ראיה נסיבתית", כדבריו, בכך שהיתה כאן "מערכת משפחתית בה פעלו הנאשמים בתיק זה, על כל הקשריה והשלכותיה".²³⁹ במילים אחרות, הקירבה הרבה בין כל בני משפחת רוזוב שימשה ראיה נסיבתית לכך, שכל בני המשפחה היו חשופים לאותו מידע פנים. הרשעת הנאשמים באותה פרשה לא התבססה, כמובן, על הקביעה האמורה, אך אין ספק, כי היה לה משקל, כראיה נסיבתית, לשם קביעת "נגישותם" של בני המשפחה למידע הפנים.

2.3 שאלת ה"קשר הסיבתי"

2.3.1 קיים, ללא עוררין, קושי אמיתי בהוכחת קשר סיבתי בין פעולה בנייר ערך שביצע אדם לבין מידע פנים שהיה בידיו באותו מועד. קושי זה נובע מן העובדה שהסקתו של קשר סיבתי זה מחייבת הוכחת השימוש בפועל של ה"עושה" באותו מידע פנים. במילים אחרות, נדרשת לכאורה הוכחה כי ה"עושה" פעל על סמך, ורק על סמך, מידע פנים. לפי גישה זו, אין די בהוכחה כי בין יתר שיקולי ה"עושה" היה גם מידע פנים, אלא נדרש להוכיח כי היה זה דווקא אותו מידע פנים שהיה הגורם לפעולת הקנייה או המכירה שביצע אותו אדם.²⁴⁰

²³⁷ מעניין לציין, כי המחוקק נמנע מלהרחיב את האחריות באמצעות התיבה הלשונית המקובלת — "או היה עליו לדעת". משום כך נראה, כי סטנדרט הזהירות אינו של רשלנות אלא של מחשבה פלילית.

²³⁸ ראו ע"פ (ת"א) 1503/93, 1519/93, 1530/93 מדינת ישראל נ' רוזוב ואח' (להלן: "פרשת גיבור סבריינה-מחוזי") (לא פורסם), בעמ' 42–43.

²³⁹ ראו פרשת גיבור סבריינה-שלום, לעיל הערה 72, בעמ' 437.

²⁴⁰ בדומה "לגורם בלעדיו-אין" בדיני הנזיקין.

אין ספק, כי דרישה כזו מעמידה בפני רשויות האכיפה משוכה גבוהה ביותר. בעניין זה יש לזכור, כי ככל שהמשוכות המוצבות בפני רשויות האכיפה הינן גבוהות יותר, כך קטנה יכולת ההרתעה שלהן בשוק ההון.

2.3.2 עול ההוכחה הנדרש מהתביעה בהוכחת הקשר הסיבתי מתייחס לשלושה רכיבים:

האחד — קיומו של מידע פנים בידי ה"עושה";

השני — הוכחת פעולה בנייר ערך;

השלישי — הוכחת הזיקה הסיבתית בין קיומו של המידע לבין הפעולה שבוצעה בנייר הערך.

יש לציין, כי אף אם יוכחו שני הרכיבים הראשונים, קרי — ביצוע פעולה בנייר ערך וקיומו של מידע פנים אצל הנאשם, לא תהא זו הוכחה מוחלטת וסופית בדבר אשמתו של הנאשם ולא תהא זו חזקה בלתי ניתנת לסתירה, הפועלת כנגד הנאשם, כי עשה שימוש במידע פנים. אלא, שנטל ההוכחה במקרה כזה יעבור אל כתפי הנאשם להוכיח, כי אף שהיה בידיו מידע פנים הוא לא עשה בו שימוש. לחלופין — הוא יוכל לנסות ולשכנע כי מידע פנים, שהיה בידיו באותה עת, כלל לא היה גורם חשוב במערכת שיקוליו לרכוש או למכור נייר ערך.

להמחשה, ניתן להעלות על הדעת מקרה, בו אדם נחשד בשימוש במידע פנים, וזאת, על רקע העובדה כי גיסו הוא מנהל כספים של חברה, שאת נייר הערך שלה רכש אותו אדם. הגיס סיפר לנאשם, בפגישתם באירוע משפחתי, כי החברה עומדת לפרסם דו"חות כספיים מעולים. כחלוף יומיים בלבד מאותה פגישה, מחליט אותו אדם לרכוש ניירות ערך של החברה, אך זאת בשל שני גורמים אחרים: האחד — פרסום תחזית של אנליסטים, לפיה תחום עיסוקה של החברה צפוי לשגשוג גדול בשנים הקרובות. השני — דיווח של החברה, שפורסם בעיתונות, על זכיית החברה במכרז גדול של ממשלה זרה.

בנסיבות שתוארו לעיל, אין חולק, כי היה בידי הנאשם מידע פנים (והנאשם יתקשה להכחיש זאת). מנגד, ייתכן בהחלט שהחלטתו לרכוש את המניות לא סמכה על מידע הפנים שקיבל מגיסו, אלא על נתונים אחרים וחיצוניים, כמובהר לעיל. אין זה מן הנמנע, כי בית המשפט אכן יקבל את גירסת הנאשם, בנסיבות שתוארו לעיל, ויקבע, כי לא הוכח "קשר סיבתי" בין מידע פנים שהיה בידי הנאשם לבין הפעולות בניירות ערך שהוא ביצע. קו הגנה חלופי, אך במתכונת דומה, יכול להיות לנאשם הטוען כי על אף מידע פנים שהיה ברשותו, התבססה החלטתו לרכוש או למכור נייר ערך כלשהו, דווקא על ניתוח טכני או כספי שהוא ערך לאותו נייר ערך.

מטבע הדברים, מידת האמון שירחוש בית המשפט לטענות הגנה מסוג זה תלויה בנסיבות המקרה. עם זאת, ברור, כי עול ההוכחה — במקרה של הוכחת הימצאותו

של מידע פנים בידי הנאשם — מוטל על הנאשם להוכיח, כי לא היתה כל זיקה וכל קשר בין מידע פנים שהיה בידו לבין הפעולות שביצע.²⁴¹

2.3.3 בית המשפט בישראל, אשר נדרש לעניין הקשר הסיבתי, קבע כי ניתן לאמץ אחת מבין שלוש גישות:

לפי גישה אחת — על התביעה להוכיח קשר סיבתי עובדתי, שבמסגרתו עליה להוכיח כי בידי הנאשם היה מידע פנים מסוים, והוא זה שהניע את העברייך לבצע עסקה מסוימת בניירות ערך.

לפי גישה שנייה — אין לדרוש הוכחת קשר סיבתי כלשהו, שכן הדבר כלל אינו נדרש בלשון סעיף 52ב או 52ג לחוק.²⁴²

לפי גישה שלישית, שניתן לאפיין אותה כגישת ביניים, אין דרישה לקשר סיבתי אך נדרש להוכיח שהיסוד הנפשי (מחשבה פלילית, קרי — מודעות הנאשם למידע הפנים ולשימוש בו) יתקיים בו-זמנית לביצוע.²⁴³

2.3.4 ואמנם, הקולות הבוקעים מבתי המשפט בישראל בסוגיה זו רחוקים מלהיות אחידים. ההלכה המקובלת (או שמא נאמר ה"מסורתית") הינה (או היתה), כי הגישה החלה במשפטנו היא הגישה הראשונה, שלפיה נדרשת הוכחת קשר סיבתי, בין שימוש במידע פנים מסוים לבין עסקה מסוימת בניירות ערך.²⁴⁴ הנימוק לכך הוא שגישה זו מאפשרת להוציא מגדר האיסור שבחוק את מי שעשה שימוש אקראי במידע פנים.²⁴⁵ נדמה, שקביעת בית המשפט, כמבואר, אכן מתיישבת הן עם לשון החוק והן עם תכלית החקיקה, מאחוריה עומדת כוונה להרתיע — מחד גיסא, את הפועלים בשוק ההון, אך מאידך גיסא, עומד האינטרס להימנע מלשתק כליל את שוק ההון ולהקפיאו בשל חשש של הפעילים בו מלפעול באופן חוקי, אך בחופשיות. מנגד, ניתן להסיק מפסק הדין בפרשת אייל רותם, כי בית המשפט מוחל על דרישת

241 בפרשת קרן העלה אחד הנאשמים, חנן ברק, טיעון מעניין, ולפיו הוא אמנם ביצע את הרכישה המיוחסת לו, אך הסיבה להן לא היה מידע הפנים, שהוא הודה כי אכן הגיע לידי מידי הנאשם הראשי, ד"ר קרן, אלא ניתוח טכני שהוא ערך לניירות ערך של השותפות. אותו נאשם, שעבד בחברת ההשקעות "בטוחה", הסתמך — בטיעונו הנ"ל — גם על כך שהוכח כי רכש ניירות ערך של השותפות עוד בטרם הגיע מידע הפנים לידי "בטוחה". הטענה נדחתה, עם זאת, על ידי בית המשפט. ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 55, בעמ' 57.

242 ראו, למשל, גישת השופטת ברלינר, בבית המשפט המחוזי בערעור בפרשת מהרשק. ראו פרשת מהרשק-מחוזי, לעיל הערה 62, בסעיף יב לפסק הדין.

243 ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 55, בעמ' 58. ראו גם פרשת יונה-שלום, לעיל הערה 109.

244 ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 55, בעמ' 58.

245 ראו שם, שם. יצוין בהערה, כי בסיכומו של חשבון דחה בית המשפט את הסברו של הנאשם הנ"ל, בהסתמך על הודעותיו והודעות הנאשמים האחרים בחקירתם ברשות לניירות ערך. ראו שם, בעמ' 59–60. יצוין, כי מסקנה זו אושרה גם על ידי ערכאת הערעור בפרשת קרן. ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 13–14.

הקשר הסיבתי ומסתפק למעשה באימוץ ההנחה שאם יש בידי הנאשם מידע פנים במועד ביצוע העסקה בניירות הערך, אזי הוא יחשב כמי שעשה בו שימוש, אלא אם כן יוכח אחרת.²⁴⁶ במילים אחרות, בית המשפט מסתפק באימוץ חזקה ראייתית, מכח נסיון החיים וההיגיון, לפיה אם יש בידי אדם מידע פנים, והוא פעל בנייר הערך שמידע זה מתייחס אליו, סביר להניח, ברמה גבוהה של הסתברות, כי אותו אדם עשה שימוש במידע הפנים. כמובן, מדובר בהנחה הניתנת לסתירה.

דעה דומה ונחרצת אף יותר הביע השופט בנימיני בפרשת עדי אייל, בה קבע כי הוא סבור שהחוק הישראלי מניח קיומו של קשר סיבתי בין החזקת מידע פנים לבין ביצוע עסקה בניירות ערך, אם לא הוכח אחרת.²⁴⁷ משמע, כלל אין נדרש, לפי גישה זו, להוכיח כי אכן התקיים קשר סיבתי כזה.

2.3.5 יש להעיר, כי חוק ניירות הערך הישראלי מניח, כאמור בלשון סעיף 52ב(א)(1) לחוק, כי אדם שעושה שימוש במידע פנים, כאשר ברשותו מצוי מידע פנים, עובר עבירה על שימוש אסור במידע פנים. כמובן זה נראה, שהגישה השנייה, שפורטה לעיל, זו שאינה דורשת הוכחת קשר סיבתי, מתיישבת עם לשונו היבשה של החוק. עם זאת, כאמור, אין לומר שזוהי גם המשמעות הנכונה (או הרצויה) של הסעיף, בשים לב גם לתכלית האיסור על שימוש במידע פנים. אימוץ הגישה השנייה תקרב עבירה זו לכדי עבירת אחריות מוחלטת, שכן אם אין נדרשת כלל הוכחת קשר סיבתי עובר מלוא נטל ההוכחה אל כתפי הנאשם להוכיח, כי לא עשה שימוש במידע פנים. החמרה כזו עם נאשמים נראית מוגזמת והיא מכרסמת ממילא בחזקת החפות ובעקרון החוקיות.

2.3.6 המשפט האמריקאי מצדד אף הוא בעמדה דומה בסוגיית הקשר הסיבתי, שכן אף הוא מקבל את מבחן ההחזקה (the possession test) כמבחן המכריע להוכחת העבירה של שימוש במידע פנים. משמע, גם לפי המשפט האמריקאי, חובה על התביעה להוכיח, כי בידי הנאשם היה מצוי, במועד ביצוע ה"שימוש", מידע פנים. אם יוכח הדבר, יעבור הנטל על כתפי הנאשם להוכיח, כי לא מידע פנים הוא אשר גרם לו לבצע את הפעולה בניירות הערך. זאת ועוד, נפסק בארה"ב, עוד בשנות ה-60, כי התובע (בתביעה אזרחית) אינו צריך להוכיח כי הוא אכן הסתמך על המידע השגוי

246 ראו ע"פ (ת"א) 70066/00 רותם נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת רותם-מחוזי") (לא פורסם), דינים-מחוזי, כרך לב(8), 59. ראו דעה דומה שהובעה על ידי השופטת נ' מימון-שעשוע במאמרה "שימוש במידע פנים – בין אסור למוסר" הפרקליט מו (א) 85, בעמ' 110. יצוין, כי מימון-שעשוע אינה מצטרפת לדעה, שלפיה אין מקום כלל לדרישת הקשר הסיבתי, אלא נהפוך הוא, והיא מנמקת זאת גם בהשוואת רמת הענישה על עבירת השימוש במידע פנים לרמת הענישה על עבירה של תרמית בניירות ערך. ראו שם בעמ' 110–111.

247 ראו פרשת עדי אייל-שלום, לעיל הערה 62, בסעיף 48 לפסק הדין. ראו דעה דומה – פרשת מהרשק-מחוזי, לעיל הערה 62, בסעיף י"ב לפסק דינה של השופטת ברלינר.

או החסר שהיה בידיו, אלא רק להראות כי אילו היה בידיו אותו מידע פנים, במועד ביצוע העסקה בניירות הערך, היה המידע משפיע על החלטותיו.²⁴⁸ בפסיקה האמריקאית נקבע, לא-אחת, כי אין צורך ב"יחסי רעות" או "קירבה" (privity) בין אלו שעשו שימוש במידע פנים לבין אלו שנפגעו מהשימוש האמור. למשל, בעלי מניות באותה חברה שביצעו פעולות בניירות ערך של החברה בלי שהיה ברשותם את אותו מידע פנים שהיה ברשות הנאשמים או הנתבעים.²⁴⁹ נפסק בארה"ב, כי אין חובה ביחסי קירבה או אף בקיומו של קשר ישיר אחר על מנת להוכיח סיבתיות, כדי להוכיח כי הופר האיסור על שימוש במידע פנים.²⁵⁰ במילים אחרות, גם אם לא היה כל קשר ישיר של קונה-מוכר בין מי שעשה שימוש במידע פנים לבין מי שנפגע מאותו שימוש, גם אז אין מניעה להרשיע את ה"עושה" בשימוש במידע פנים. כאשר מדובר בתביעה אזרחית – ניתן לחייבו לפצות את הנפגע על נזקיו, בגין השימוש האסור במידע פנים.²⁵¹

2.3.7 שאלה אחרת, הנשאלת בהקשר לנושא הקשר הסיבתי, היא אם נדרש כי המידע הפנימי יהיה מידע מוגדר, מגובש או מסודר. האם, לשם הדוגמא, די בקבלת מידע מקוטע, מפוזר וחלקי בלבד, על מנת לבסס, ראשית לכול, את דרישת המידע, ושנית – וחשוב יותר לדיוננו – את דרישת קיומו של קשר סיבתי? באשר לשאלה הראשונה, כבר נפסק לא-אחת, כי מידע פנים אינו חייב להיות מידע מגובש ומסודר וכי די בקטעי מידע בלבד על מנת לבסס את קיומו של "מידע".²⁵² בישראל כבר נפסק, כי הקשר הסיבתי ניתן להוכחה באמצעות הודאת נאשם כי רכש ניירות ערך של חברה על סמך אוסף של קטעי ושברירי מידע, שליקט ממקורות שונים.²⁵³

2.3.8 באשר להיבט של הקשר הסיבתי, אין ספק, כי טבעו של מידע פנים ישפיע במידה רבה על הקושי להוכיח קשר סיבתי. כאשר מידע הינו מקוטע ואינו רציף קשה יותר להוכיח כי פריט מידע, זה או אחר, אכן שימש בפועל לביצוע הפעולה

248 List, *supra* note 117, at pp. 462–463.

249 ראו, למשל, Shapiro, *supra* note 2, at pp. 238–239.

250 Ibid.

251 Ibid.

252 בעניין זה ראו סעיף 2.1.1 לפרק זה לעיל, העוסק ב"תיאוריית המוזאיקה".

253 ראו פרשת יונה-שלום, לעיל הערה 109, בעמ' 24–25. יצוין, כי באותה פרשה, נטען על ידי ההגנה, כי מאחר שהנאשם לא קיבל מידע מסודר ומפורט ממקור אחד, אלא אך ורק רסיסי מידע ממספר מקורות שונים, אזי לא הוכח "הקשר הסיבתי" בין המידע שהגיע לידי לבין רכישות ניירות הערך שביצע. טענה זו נדחתה על ידי בית המשפט, בנימוק שהנאשם עצמו הודה שביצע את הפעולות בניירות ערך על סמך המידע שליקט. העובדה, שמדובר במספר מקורות מידע ולא במקור אחד וכי אין מדובר במידע שקיבל באופן מסודר, אינה מעלה ואינה מורידה לעניין הקשר הסיבתי. ראו שם, בעמ' 24–26.

דיני ניירות ערך

בנייר הערך. מנגד, אם שורה של פרטי מידע קטנים, נפרדים ואף קטועים, זרמו אל ה"עושה" ונאגרו על ידו, באופן שיצרו בצוותא תמונה עובדתית מסוימת, אשר על פיה הוא אכן פעל, אין מניעה לקבוע, כי אכן התקיים קשר סיבתי. הדבר יוכרע על פי נסיבות המקרה לגופו, אך ברור, כי באופן עקרוני-רעיוני, אין מניעה להוכיח קיומו של קשר סיבתי בין רצף של קטעי מידע לבין פעולות שבוצעו בניירות ערך.

2.3.9 בית המשפט העליון פסק בפרשת גיבור-סבריה, כי בדיקת הקשר הסיבתי מחייבת את מה שהוא מכנה – "ניבוי מושכל", קרי – בדיקה בדיעבד בין גילוי המידע, לו נתגלה, לבין השינוי שהיה מביא הגילוי במחירו של נייר הערך.²⁵⁴ נאמר שם בעניין זה:

"מתוך שהמבחן מעמיד אותנו במועד שלפני מעשה, לא נוכל לדבר אלא בתחזית להשפעה שעשויה היתה להיות עם גילוי המידע לציבור. הקשר הסיבתי יהיה לעולם קשר סיבתי משוער ולא קשר סיבתי ממשי."²⁵⁵

3. דרכי ביצוע העבירה

3.1 מהו "שימוש" במידע פנים

3.1.1 סעיף 52ב(א) לחוק, מגדיר את המונח "שימוש במידע פנים" כך:

"(א) העושה אחת מאלה עושה שימוש במידע פנים:

- (1) העושה עיסקה בנייר ערך של חברה – למעט בנייר ערך של חברה-בת או חברה קשורה שלא הנפיקו ניירות ערך לציבור על פי תשקיף או שניירות ערך שלהן אינם נסחרים בבורסה – כאשר מידע פנים מצוי בידו;
- (2) המוסר מידע פנים או חוות דעת על נייר ערך של חברה כאשר מידע פנים מצוי בידו, לאדם אשר הוא יודע, או יש יסוד סביר להניח, כי יעשה שימוש במידע הפנים או ינצל את חוות הדעת לצורך עיסקה או ימסור אותה לאחר."

3.1.2 להלן ייסקרו שתי החלופות האמורות בסעיף 52ב לחוק, האחת – של עשיית עסקה בניירות ערך, והשנייה – של מסירת מידע הפנים לאדם אחר.²⁵⁶ באופן כללי ייאמר, כי ישנן שלוש אפשרויות לביצוע עבירה של "שימוש במידע פנים", אשר ייסקרו בפרק זה להלן:

²⁵⁴ ראו פרשת גיבור סבריה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 356.

²⁵⁵ ראו שם, שם.

²⁵⁶ להרחבה בנושא מהי "עסקה" בנייר ערך, ראו בסעיף 3.2 להלן.

האחת — כאשר העושה הינו "איש פנים" (ואזי תחול הוראת סעיף 52ג לחוק);
 השנייה — כאשר העושה מוסר מידע פנים לאדם אחר (ואזי תחול הוראת סעיף 52ב(א) לחוק ביחד עם הוראת סעיף 52ג או 52ד לחוק, על פי העניין);
 השלישית — כאשר העושה קיבל את מידע הפנים מ"איש פנים" (ואזי תחול הוראת סעיף 52ד לחוק).

3.2 עשיית שימוש במידע פנים על ידי "איש פנים"

3.2.1 המקרה השכיח של אישום בגין שימוש במידע פנים הוא כאשר ה"עושה" הינו איש פנים, אשר רכש או מכר ניירות ערך של חברה, על סמך מידע פנים שהיה מצוי ברשותו. במקרה כזה יחולו הוראות סעיף 52ב(א)(1) לחוק ("העושה עיסקה בנייר ערך...") בצוותא עם סעיף 52ג ("איש פנים בחברה העושה שימוש"). בתי המשפט בישראל כבר פסקו, כי אין נפקות לשאלה אם "איש פנים" רכש או מכר ניירות ערך לעצמו או עבור אחרים, ובכל מקרה בו יוכח קיום יסודותיה העובדתיים והנפשיים של העבירה, ניתן יהיה להרשיעו בעבירה של שימוש במידע פנים. כך, למשל, בפרשת קרן הורשע אחד הנאשמים, אבי כוכבא, שהיה מנהל התיקים של הנאשם הראשי, משה קרן, בשימוש במידע פנים. זאת, אף שכוכבא — ועל כך לא היתה מחלוקת — לא עשה שימוש עבור עצמו במידע הפנים שקיבל, והוא רכש את ניירות הערך עבור קרן.²⁵⁷ במילים אחרות, גם כאשר משמש הנאשם אך ורק כשלוח מטעם איש פנים, הוא יישא באחריות פלילית למעשיו (ובלבד שהיה מודע לכך שהוא עושה שימוש במידע פנים).

הרציונל לכך הוא, שאין העבירה של שימוש במידע פנים מצריכה הוכחת כוונה או מניע (כגון רצון להפיק רווח ממון) ואף אין דרישה, כי האדם יפעל עבור עצמו דווקא. די ביסוד נפשי של מחשבה פלילית גרידא לעניין מודעות מבצע העבירה לכך שהוא עושה שימוש במידע, אשר הוא יודע כי הוא מידע פנים. בהקשר זה ראוי להפנות גם להגדרת הביטוי "עיסקה", כאמור בסעיף 52א לחוק:

"עיסקה" — "מכירה או קניה או חליפין של נייר ערך, חתימה על נייר ערך, או התחייבות לביצוע כל אחד מאלה, בין שהאדם העושה אותה פועל לטובת לטובת עצמו ובין שהוא פועל לטובת אחר, ואף אם הוא פועל באמצעות שלוח או נאמן".

3.2.2 ויודגש — עבירת השימוש במידע פנים אינה עבירה תוצאתית, אלא עבירה התנהגותית. משום כך ברור, כי אין כל נפקות לעובדה שהפעולה שביצע הנאשם בנייר הערך לא יצאה אל הפועל בסופו של דבר, למשל — בשל הגבלת שער שניתנה על ידי ה"עושה". "עיסקה" בנייר ערך כוללת גם ניסיון שלא צלח.²⁵⁸

²⁵⁷ ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58.

²⁵⁸ ראו בעניין זה שם, בעמ' 26 וכן בעמ' 12 לפסק הדין.

3.2.3 הביטוי "עיסקה בנייר ערך של חברה", הנזכר בסעיף 52ב(א)(1) לחוק, מעורר שאלה אם מדובר בהכרח בנייר ערך של החברה, בה העושה הינו איש פנים. שתי פרשנויות אפשריות לביטוי האמור: האחת – כי מדובר בעסקה ב"נייר ערך" כלשהו. השנייה – כי מדובר אך ורק בעסקה בנייר הערך של החברה, המסוימת, בה משמש ה"עושה" איש פנים.

פירוש מילולי-טכני גרידא עשוי להוליך לפרשנות הראשונה, שכן המחוקק לא כלל בלשון החוק כל אינדיקציה להגבלת ההתייחסות לחברה מסוימת, והדיבור אותו נקט הוא כללי וכוללני. משמע, כל חברה ולא רק החברה בה ה"עושה" הוא "איש פנים". ואולם, גם הפרשנות השנייה, כמצוטט לעיל, אינה מופרכת, שכן הרציונל החקיקתי מכוון, או אמור להיות מכוון, כלפי חברה מסוימת, בה משמש ה"עושה" איש פנים.²⁵⁹ חסרונה של הפרשנות השנייה הוא בכך, שהיא מבקשת להגביל עד מאוד את תחולת סעיף 52ב(א)(1) לחוק, הגבלה שספק אם אליה כיוון המחוקק. אחת ההנמקות לעמדה זו היא, כי סעיף 52ב(א)(1) לחוק עוסק בשימוש על ידי איש פנים.²⁶⁰

3.2.4 אין לומר שאמנם כך. סעיף 52ב(א)(1) לחוק עוסק בשימוש במידע פנים, לאו דווקא על ידי "איש פנים", אלא על ידי כל מי שמצוי ברשותו מידע פנים. הדגש באותו סעיף אינו על היותו של ה"עושה" "איש פנים", אלא על הימצאותו של מידע פנים בידיו של ה"עושה" (בין אם הוא מוגדר כ"איש פנים" בחברה ובין אם לאו). משום כך, נראה, כי הפרשנות שלפיה מתייחס סעיף 52ב(א)(1) לחוק רק למצב בו בוצעה עסקה בנייר הערך של חברה, בה ה"עושה" משמש כ"איש פנים", ולא בכל חברה אחרת, חוטא ללשון החוק ולכוונת המחוקק.

3.2.5 המחוקק לא גילה דעתו להגביל בסעיף 52ב לחוק באיזו חברה (שבניירות הערך שלה נעשתה "עיסקה") מדובר, ולא ביקש להגביל את היותה של אותה "עיסקה" בניירות ערך, כמתייחסת לנייר ערך של חברה כלשהי. יתר על כן, גם שיקולי מדיניות ותכלית החקיקה בוודאי מחייבים, כי הפרשנות הראשונה היא הנכונה יותר, משמע – מדובר על נייר ערך כלשהו ולא של החברה המסוימת, בה האדם הינו איש פנים. שכן, כבר צוין לעיל בראשית פרק זה, שמטרת החקיקה הינה הגנה על אינטרס ציבורי (מסחר הוגן ושוויוני בניירות ערך) ולא הגנה על אינטרס של חברה מסוימת דווקא.

3.3 מסירת מידע פנים לאדם אחר

3.3.1 החלופה של "מסירת" מידע פנים, כאמור בסעיף 52ב(א)(2) לחוק, אינה חלה על מקרה בו מקבל המידע משתמש במידע שקיבל לטובת המוסר, שכן מקרה כזה כבר נכלל בהגדרת החלופה הראשונה – "עשיית עסקה". הגדרת "עיסקה",

²⁵⁹ כך, למשל, סבר השופט מודריק (בדעת מיעוט) בערעור בפרשת קרן. ראו שם, בעמ' 26–27.

²⁶⁰ ראו שם, בעמ' 26–27.

כאמור בסעיף 52א לחוק, כוללת פעולה למען אחר וגם פעולה אשר בוצעה באמצעות נאמן או שלוח.

3.3.2 אחד המקרים הראשונים, ובוודאי הבולטים, בו נדונה בישראל עבירת השימוש במידע פנים, בדרך של מסירת המידע לאדם אחר, היה בפרשת שמואל רוזנבלום.²⁶¹ רוזנבלום, עיתונאי לשעבר בעיתון "גלובס", קיבל מידע פנים מדובר חברת "אלביט", יוסף פריאל, והעבירו לחברו, אליעזר גולדברג, אף הוא עיתונאי לשעבר בעיתון "גלובס". באותו מקרה הורשע רוזנבלום בעבירה על פי סעיף 52 לחוק, על פי הודאתו.²⁶²

3.4 עשיית שימוש במידע פנים שמקורו ב"איש פנים"

3.4.1 כללי

3.4.1.1 סעיף 52 לחוק קובע:

"העושה שימוש במידע פנים אשר הגיע לידו, במישרין או בעקיפין, מאדם אשר הוא יודע כי הוא איש פנים בחברה, דינו – מאסר שנה או קנס בשיעור פי שניים מן הקנס הקבוע בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין".

סעיף 52 לחוק הוא ההוראה העונשית השנייה בנושא שימוש במידע פנים²⁶³ ועיקרה – האיסור על שימוש במידע פנים שמקורו באיש פנים. הדגש בסעיף זה הוא על שלושה רכיבים:

הרכיב הראשון – רכיב קבלת המידע.

הרכיב השני – רכיב מקור המידע.

ואילו הרכיב השלישי – רכיב הידיעה של מקבל המידע.

3.4.1.2 עיקרו של הרכיב הראשון בכך, שאדם קיבל לידיו מידע. קבלת המידע יכולה להיעשות בין במישרין ובין בעקיפין. משמע, אין נפקות לכך שמקבל המידע לא קיבל את מידע הפנים במישרין מידי איש פנים. די בכך שאמנם מקור המידע הינו איש פנים, וכי מקבל המידע ידע על זהות המקור.

261 ראו ע"פ 2576/93 מדינת ישראל נ' רוזנבלום (להלן: "פרשת רוזנבלום-עליון"), פ"ד נא(1) 610. פרשה זו כרוכה בפרשת פריאל וגולדברג, שנזכרה לעיל.

262 יצוין, כי רוזנבלום ערער על חומרת הקנס שהוטל עליו לבית המשפט המחוזי, ראו ע"פ (ת"א) 489/92 רוזנבלום נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת רוזנבלום-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לב (8) 82. המדינה ערערה לבית המשפט העליון על קולת העונש שהוטל על רוזנבלום בבית המשפט המחוזי. ראו פרשת רוזנבלום-עליון, לעיל הערה 261. בית המשפט העליון קיבל את ערעור המדינה, ביטל את פסק דינו של בית המשפט המחוזי והחזיר על כנו את גזר הדין שהוטל על המשיב על ידי בית משפט השלום, לעניין הקנס.

263 ההוראה הראשונה היא זו האמורה בסעיף 52 לחוק.

לדוגמא, אם דירקטור בחברה מסר מידע פנים לאישתו, וזו העבירה את המידע לחברתה הטובה ויידעה אותה על כך שקיבלה את המידע מבעלה, אזי החברה הטובה קיבלה מידע פנים מאיש פנים (הדירקטור), אף שלא הוא אשר מסר לה באופן אישי את המידע. יודגש, כי לאור ההגדרה הרחבה של "איש פנים", הכוללת לא רק את הדירקטור, אלא גם את בן זוגו או בת זוגו (ובני משפחה אחרים), ברור, כי גם אשת הדירקטור היא בעצמה "איש פנים" באותה חברה. במקרה שתואר לעיל, ביצעה רעיית הדירקטור בעצמה עבירה על פי סעיף 52ב(א)(2) לחוק, שכן היא העבירה מידע פנים למי שידעה, או יכלה לדעת, שיעשה שימוש במידע הפנים. יתר על כן, גם אם מדובר בחבר של הדירקטור ולא באישתו,²⁶⁴ הרי שגם אז, אם הוא העביר את מידע הפנים לאדם אחר, הוא עלול להיחשב כמי שעבר עבירה על פי סעיף 52ב(א)(2) לחוק. זאת, אף שהוא בוודאי אינו מוגדר כ"איש פנים".

3.4.1.3 הרכיב השני בעבירה על פי סעיף 52 לחוק עוסק בכך שמקור המידע הינו איש פנים באותה חברה, שאת ניירות הערך שלה הוא רוכש או מוכר. יודגש, כי חובה שמקור המידע הוא איש פנים בתאגיד שבניירות הערך שלו בוצעו הפעולות על ידי מקבל המידע.²⁶⁵ יצוין, כי אם מקבל המידע אף הוא איש פנים, הרי שלא תחול על המקבל הוראת סעיף 52 לחוק, אלא הוראת סעיף 52 לחוק, הדן בשימוש במידע פנים על ידי איש פנים.

3.4.1.4 הרכיב השלישי, ואולי המורכב מבין שלושת רכיבי העבירה על פי סעיף 52 לחוק, עוסק ביסוד הנפשי של מקבל המידע, קרי – בשאלת מודעותו של מקבל המידע לכך שמקור המידע הינו איש פנים באותה חברה, שאת ניירות הערך שלה הוא רוכש או מוכר.

המחוקק נקט לשון ברורה המעידה על בחירה ביסוד נפשי של מודעות ("אשר הוא יודע"). מעניין שהמחוקק נמנע, במפתיע – יש להודות, מהוספת הלשון המקובלת של "או היה עליו לדעת", המקובל במקרים דומים.²⁶⁶ ניסוחו של סעיף 52 לחוק מעיד על כך שהמחוקק דורש בעניין זה הוכחת מודעות בפועל של מקבל המידע, קרי – יש כאן דרישה ברורה למחשבה פלילית ואין להסתפק ברשלנות. נדרשת כאן ידיעה סובייקטיבית של מקבל המידע בדבר היותו של מקור המידע "איש פנים" ואין די בידיעה בכך ("היה עליו לדעת"). עלול להיווצר קושי, עם זאת, בהוכחת ידיעת מקבל

²⁶⁴ האשה מוגדרת גם היא, כאמור, כ"איש פנים", נוסף לבעלה, בהתאם להוראת סעיף 52 לחוק.

²⁶⁵ עלולה להתעורר לעתים השאלה מה הדין כאשר מקור המידע, או העושה עצמו, הינו איש פנים בחברה אחת או בחברה שהיא שותפה של חברה אחרת בפרויקט או במיזם משותף, כאשר ניירות הערך שבהם בוצעו הפעולות אינם של אותה חברה, אלא של החברה האחרת או של החברה השותפה בפרויקט. לדיון בעניין זה ראו פרשת קרן-מחזי, לעיל הערה 58.

²⁶⁶ ראו, למשל, הוראת סעיף 52ב(א)(2) לחוק. להרחבה בנושא היסוד הנפשי בעבירה על פי סעיף 52 לחוק, ראו בסעיף 4.3 לפרק זה להלן.

המידע לגבי היות המקור בגדר איש פנים, במיוחד בשל העובדה שמונח זה הינו מונח משפטי. ספק רב אם אנשים רבים, נעדרי השכלה משפטית, יודעים מהי משמעות המונח "איש פנים". יתרה מזאת, ספק אם סביר לדרוש מהדיוט לדעת משמעותו של מונח זה, ולדעת מי שייך לקטיגוריה זו.

אם נשוב לדוגמא שהובאה לעיל, חברתה של אשת הדירקטור, שקיבלה ממנה "טיפ" מעניין, יכולה לטעון, כי כלל לא ידעה שחברתה הינה "איש פנים" ואף לא ידעה שבעלה של חברתה מוגדר ככזה. נניח, למשל, שהבעל אינו דירקטור בחברה אלא עורך דין עצמאי המשמש עורך דין חיצוני לחברה. האמנם יש לצפות שהאישה תדע שגם הבעל מוגדר בחברה כ"איש פנים"? ברור, אם כן, כי דרישת הידיעה בפועל לגבי זהות המקור פותח פתח רחב לטענות בדבר אי-ידיעה.

מנגד, יידרש מי שקיבל "טיפ" מעניין להסביר הכיצד הוא פעל בהסתמך עליו, אם כלל לא ידע מהו מקור המידע, מהי נגישותו לתאגיד ומה ערכיותו של המידע ושל המקור לו.

3.4.2 מקבל המידע (Tippee)

3.2.4.1 האיסור האמור בסעיף 52ד לחוק מתייחס לקטיגוריה המכונה בפסיקה ובספרות האמריקאית כ-"Tippee", קרי – מי שקיבל לידיו מידע (או "טיפ") מ"איש פנים".

הן בישראל והן בארה"ב, ראה המחוקק לנכון לאסור על השימוש במידע פנים לא רק על ידי אדם שקיבל את המידע לראשונה, אלא גם על ידי אנשים נוספים שקיבלו אותו מידע מהאדם הראשון. במילים אחרות, אם – לשם המחשה – קיבל לידיו מנהל כספים בחברה מידע המוגדר כמידע פנים, נאסר עליו לא רק לעשות בעצמו שימוש באותו מידע, אלא – יתרה מכך – נאסר עליו גם להעביר את המידע לאדם אחר, אם ידע או אם היה עליו לדעת, כי מקבל המידע אכן יעשה או עלול לעשות שימוש במידע הפנימי.²⁶⁷

3.4.2.2 אך בכך אין די: המחוקק ביקש להגביל גם את מעשיו של אותו מקבל המידע, המכונה בספרות, כאמור, "Tippee". אף מי שקיבל מאחר מידע פנים, חייב להימנע מלעשות בו שימוש כלשהו.²⁶⁸

3.4.2.3 הדגש באיסור הקבוע בסעיף 52ד לחוק הוא, ללא ספק, היסוד הנפשי של מקבל המידע, ובמילים אחרות – מידת ידיעתו על כך שמקור המידע הינו איש פנים.

3.4.2.4 יסוד מרכזי נוסף בעבירה של "מקבל המידע" ("Tippee") הוא, כמובן, עצם קבלת המידע מאיש פנים, בין במישרין ובין בעקיפין. משמעות הדבר, כי גם

267 ראו סעיף 52ב(א)(2) לחוק.

268 ראו סעיף 52ד לחוק.

אם מידע פנים הגיע לידי מקבל המידע, שלא במישרין מידי "איש פנים", גם אז הוא יחוב אם יעשה שימוש באותו מידע.

לשם המחשה נניח, כי מנהל כספים בתאגיד קיבל לידיו את הדו"חות הכספיים הבלתי מבוקרים של התאגיד, המצביעים על הפסד גדול ובלתי צפוי של התאגיד. מאחר שמדובר בדו"חות בלתי מבוקרים בלבד, ברי, כי הם טרם פורסמו על ידי החברה וטרם דווחו לציבור ולרשויות. אותו מנהל כספים מגלה בדאגה את המידע אודות הדו"חות הכספיים למזכירתו הנאמנה. זו מגלה את העובדה לבעלה. הבעל, שרכש בהנפקה האחרונה ניירות ערך של התאגיד, ממהר למכור למחרת היום את ניירות הערך של התאגיד. במצב הדברים שתואר, מנהל הכספים הוא ללא עוררין "איש פנים", שלא לומר — "איש פנים מרכזי" בתאגיד. מזכירתו אף היא עשויה להיחשב ל"איש פנים", בשל לשון הסיפא לסעיף 52א המגדיר איש פנים גם כל מי ש"מעמדו או תפקידו בחברה או קשריו עימה נתנו לו גישה למידע פנים..." (ההדגשה אינה במקור).

ואולם, גם אם המזכירה לא תיחשב כאיש פנים, ותיהנה מספק בעניין זה, גם אז בעלה קיבל את המידע מאיש פנים (מנהל הכספים), במישרין (אם אשתו הינה "איש פנים") או בעקיפין (אם אשתו אינה "איש פנים"). השאלה היחידה שתכריע את מידת אשמתו של הבעל היא מידת ידיעתו על מקור המידע: האם ידע כי מקור המידע הינו איש פנים? במצב דברים זה, אין ספק, כי הבעל ידע שאמנם כך.

ברור, עם זאת, כי ייתכנו מצבים רבים, בהם מקבלי המידע אינם יודעים, ולעתים — אינם יכולים לדעת — מיהו מקור המידע.²⁶⁹

מנגד, ניתן לטעון, כי אילו מקבל המידע לא היה יודע כי מקור המידע אכן אמין ורציני, הוא לא היה עושה בו שימוש. במילים אחרות, עצם השימוש באותו מידע, עלול להעמיד את מקבל המידע כמי שידע היטב את מקורו. אחרת, כיצד עשה בו שימוש ומדוע הסכים לסכן את מיטב כספו?

ומנגד, שוב, ניתן לומר, כי מקבל המידע, המואשם על פי סעיף 52 לחוק, יוכל להתגונן בטענה שהמחוקק נקט בסעיף האמור לשון ברורה ביותר: הוא לא קבע כי "היה עליו לדעת" (כפי שנעשה בהוראות אחרות באותו עניין — למשל הלשון — "אשר הוא יודע או יש יסוד סביר להניח", כאמור בסעיף 52ב לחוק). מלשון "הן", כך ניתן לטעון, משתמע ה"לאור": מאחר שהמחוקק לא דרש ממקבל המידע שלא להתרשל, אזי נדרשת ממנו ידיעה בפועל, ולכל הפחות — פזיזות או עצימת עינים. בכל מקרה, לא תוכל התביעה להסתפק בהוכחת רשלנותו גרידא של מקבל המידע, על כי לא בדק מיהו ומהו מקור המידע שקיבל.

269 ראו, למשל, את המקרה שנדון בפרשת Switzer, שם הועמד לדין אדם ששמע באקראי, במהלך משחק כדורגל בו צפה, שיחה בין איש עסקים המגלה לרעייתו מידע פנים מהותי, אשר נגע לחברה בה שימש איש העסקים כדירקטור.

ראו Switzer, supra note 172.

3.4.2.5 לסיכום נושא זה ניתן לומר, כי ממקבל המידע נדרש שלא לעצום עיניו אם הוא יודע שמקור המידע הינו איש פנים, קל וחומר שנאסר עליו השימוש באותו מידע, אם הוא אכן יודע שהמקור הינו איש פנים. עם זאת, לא הרחיק המחוקק הישראלי לכת ולא דרש ממקבל המידע לנקוט אמצעים ולברר בכוחות עצמו ולחקור מיהו מקור המידע.²⁷⁰

3.4.2.6 ראוי להעיר, כי מקבל המידע (Tippee) יכול, בנסיבות מסוימות, להיחשב בעצמו כאיש פנים בחברה, אף שאין זה המצב בהכרח.

ניתן להמחיש זאת בדוגמא הבאה:

סמנכ"ל כספים של חברה ציבורית מגלה, כי החברה שגתה בהפרשותיה בספרים, שכן בעצת היועצים המשפטיים של החברה נמנעה החברה מלבצע הפרשות נכבדות בגין תביעה משפטית, אותה הגדירו עורכי הדין של החברה, כ"חסרת סיכוי". התביעה, כך מגלה סמנכ"ל הכספים, התקבלה, והחברה עומדת להיות מחויבת במיליוני ש"ח. הוא יודע, כי החברה לא ביצעה הפרשות מתאימות מבעוד מועד, עובדה שתשליך על רווחיותה באופן משמעותי. סמנכ"ל הכספים מגלה את הנתון החדש לשני אנשים. האחד — ידידו הטוב, מנהל השיווק של החברה. השני — שותפו למשחק טניס. ברור, כי הראשון הינו "איש פנים" בחברה, אף כי הוא באופן אישי לא היה חשוף למידע האמור, ואין המידע נוגע לתחום עיסוקו בחברה. האדם השני בוודאי אינו "איש פנים" מסוג כלשהו (חיצוני או פנימי). השותף למשחק הטניס, אף שאינו איש פנים, בוודאי ייחשב ל"מקבל מידע" וככזה חלה עליו הוראת סעיף 52 לחוק, האוסר שימוש במידע פנים שמקורו באיש פנים (ובלבד שהמקבל — שחקן הטניס, יודע שמקור המידע שלו הינו "איש פנים" בחברה). שני מקבלי המידע כאחד ייחשבו, אם כן, ל"מקבלי מידע" (Tippee), אלא שמצבו של מנהל השיווק עלול להיות חמור יותר, שמא יעשה שימוש במידע זה בעודו מידע פנים, קרי — טרם ש"נודע" עליו לציבור המשקיעים. מנהל השיווק צפוי, כאמור, להיחשב כ"איש פנים" בחברה, אף שאינו עוסק בתחום המידי הנוגע לאותו מידע. שכן הוא נמנה עם הנהלת החברה והוא בעל תפקיד ומעמד בחברה המקנים לו נגישות למידע הפנימי האמור, כלשון סעיף 52 לחוק.²⁷¹

270 נושא זה נדון בישראל, בפרשת יונה-שלום, לעיל הערה 109, בה הורשע הנאשם (יונה) בעשיית שימוש במידע שמקורו ב"איש פנים", כאמור בסעיף 52 לחוק. באותה פרשה טען הנאשם, כי מקור המידע שלו (שהיה המנכ"ל המיועד של חברת "רים"), לא היה בגדר "איש פנים" בחברת "רים", שאת מניותיה רכש הנאשם. ואולם, טענה זו נדחתה מכל וכל על ידי בית המשפט, אשר פסק, כי הנאשם ידע היטב כי מי שמסר לו את המידע לא רק שהיה מעורב במשא ומתן לקראת ביצוע העסקה מושא מידע הפנים (שבין החברות מרל"ז ו"רים"), אלא שהוא (מקור המידע) אף היה המנכ"ל המיועד של "רים", לאחר השתלטות מרל"ז עליה. ראו שם, בעמ' 23.

271 יתרה מזאת, ייתכן שעצם העובדה שמנהל השיווק קיבל את המידע מסמנכ"ל הכספים היא זו היוצרת את נגישותו למידע, שהוא תנאי להיותו איש פנים. משמע, עצם העברת המידע לידיו הקימה את אחריותו וחבותו, והפכה אותו לאיש פנים. ראו הגדרת "איש פנים" בסעיף 52 לחוק.

דוגמא לשימוש במידע פנים על ידי אדם חיצוני לחלוטין לתאגיד היא פרשת קפלינסקי, שהיה מבצע בבורסה מטעם בנק לאומי.²⁷² קפלינסקי הורשע על פי הודאתו בכך שביצע עשרות פעולות בניירות ערך על סמך מידע פנים, שהגיע לידי ביחס לניירות ערך שונים מכח עבודתו כמבצע בבורסה.²⁷³ נסיבות פרשת קפלינסקי מצביעות על כך שגם אדם שהוא חיצוני לחלוטין לתאגידים, שבניירות ערך שלהם הוא פעל, יכול לעשות שימוש תדיר, תכוף ומתמשך, במידע פנים.

3.4.3 גישת המשפט האמריקאי לשאלת השימוש במידע פנים על ידי מי שאינו "איש פנים"

3.4.3.1 גישת המשפט האמריקאי לנושא השימוש במידע פנים על ידי מי שאינו "איש פנים" שונה במידה מסוימת מגישתו של המשפט הישראלי. נדמה, כי המחוקק (ובהתאם לכך – גם השופט) הישראלי המשיך ופסע צעד אחד נוסף מעבר לתוואי הליכתו של המחוקק (והשופט) האמריקאי.

הדין האמריקאי, כפי שהוא משתקף בפסיקת בתי המשפט שם, קובע, כי אין די בכך שאדם עושה שימוש במידע פנים, קרי – במידע שאינו נחלת הכלל, בלי שדאג לגלות את המידע לציבור הרחב, או לפחות – לאותם אנשים להם מכר או מהם קנה, על פי העניין, נייר ערך. נדרשת, נוסף לכך, הוכחה כי אותו "עושה" הפר חובת אמונים שהוא חב לחברה. מדובר באותה חברה שאת ניירות הערך שלה הוא רכש או מכר. יש להוכיח, כך נפסק, "יחסי קירבה" או "יחסי רעות", המקימים חובות אמון כלפי החברה, על מנת להוכיח כי ה"עושה" אכן עשה שימוש אסור במידע פנים.²⁷⁴

3.4.3.2 כאשר אדם, המקבל לידי מידע פנים, אינו חב לחברה חובת אמונים כלשהי ואין בינו לבינה כל יחסי קירבה, אזי – על פי הגישה האמורה – אין כל מניעה כי הוא יעשה שימוש באותו מידע פנים.

"...The general rule is that 'tippees' must assume an insider's duty to the shareholders not because they receive inside information, but rather because it has been made available to them improperly."²⁷⁵

272 ראו ת"פ (ת"א) 1326/92 מדינת ישראל נ' קפלינסקי (להלן: "פרשת קפלינסקי-שלום") (לא פורסם), דינים שלום, כרך יז, 293.

273 קפלינסקי, בהיותו עובד בנק לאומי, פתח חשבון בנק על שמו ועל שם אישתו בבנק הפועלים דווקא, שם ביצע את הפעולות בניירות הערך. את מרבית הפעילות ביצע בתחילת יום המסחר. כאשר יכול היה לדעת – לנוכח כל הפקודות שהוזרמו אליו – את מגמת המסחר בניירות הערך השונים.

274 ראו Chiarella, *supra* note 47, at pp. 235–238. להרחבה בנושא זה ראו הדיון בנושא התיאוריה הקלאסית ו"תיאוריית המעילה", בסעיף 2.1.7 לפרק זה לעיל.

275 ראו Loss & Seligman, *supra* note 10, at p. 815.

קיומה של הפרת אמונים תיקבע על פי מבחן האינטרס האישי: בתי המשפט בארה"ב אימצו את המבחן ולפיו — אם איש הפנים פעל מתוך מניע אישי (כגון לשם השגת רווח כספי), ולשם כך הוא מסר את מידע הפנים למקבל המידע (Tippee), אזי הוא הפר את חובת האמונים שלו לחברה.²⁷⁶

ראו גם —

"The key to the test is whether the insider personally will benefit, directly or indirectly, from his disclosure. Absent some personal gain, there has been no breach of duty to stockholders."²⁷⁷

3.4.3.3 ברור, כי גישה זו אינה משחררת את איש הפנים מהאיסור על שימוש במידע פנים, שכן הוא חב לחברה, ללא ספק, חובת אמונים. עם זאת — וכאן הדגש — גישה זו משחררת מהאיסור האמור אנשים הזרים לתאגיד. גישה זו היא שהוליקה את בית המשפט בארה"ב למסקנה, כי כאשר אין קיימת חובת אמונים, אין חל הכלל של "גלה או הימנע":

"A duty to disclose or abstain does not arise from the mere possession of nonpublic market information. Such a duty arises rather from the existence of a fiduciary relationship".²⁷⁸

3.4.3.4 בפרשה הידועה של Dirks, הועמד לדין פלילי פקיד של חברת השקעות שהתמחתה בחברות ביטוח. זאת, בשל העובדה שהוא שיתף אנשים שונים במידע שקיבל מעובד לשעבר של חברת ביטוח (שמניותיה נסחרו בבורסה). המידע נגע למעשי שחיתות פליליים באותה חברה, ולכך שמנהלי החברה העריכו בהגזמה רבה את נכסי החברה והטעו בכך את ציבור המשקיעים. בעקבות מידע זה החל Dirks לנהל חקירה עצמאית בדבר החשדות הללו. Dirks שוחח ונפגש עם אנשים רבים במהלך החקירה העצמאית שניהל, וכך החל גל שמועות סביב מניות חברת הביטוח. גל השמועות הניב לבסוף גם חקירה רשמית של הרשות לניירות ערך בארה"ב (SEC). עם פרסום הידיעות על החקירה הרשמית קרסו שערי ניירות הערך של חברת הביטוח, וזו התמוטטה כליל. העילה לאישום כנגד Dirks היתה, שבעקבות חשיפת מעשי

²⁷⁶ ראו Dirks, *supra* note 47, at p. 662. וכן ראו החלטת הרשות לניירות ערך (SEC) בארה"ב בשנת 1961 בפרשת Cady Roberts, *supra* note 15. אפשר לערער על ההיגיון בגישת המשפט האמריקאי בנושא זה, שכן לא בהכרח כל הפרה של חובת אמונים נועדה לתכלית אישית מיידית. ניתן להעלות על הדעת מקרים בהם הפר אדם את חובת האמון שלו כלפי החברה, בלי שהוא עצמו נהנה, או התכוון ליהנות, באופן אישי, ממעשיו. כך המקרה עם אדם המנסה לסייע לחברו, המצוי בקשיים כספיים, על ידי מסירת מידע פנים לידיו, כדי שזה יעשה בו שימוש ויוכל לפרוע את חובותיו.

²⁷⁷ ראו Loss & Seligman, *supra* note 10, at pp. 815–816.

²⁷⁸ ראו Dirks, *supra* note 47, at pp. 653–654.

השחיתות בחברת ביטוח על ידו לאנשים אחרים, מיהרו הללו ומכרו את ניירות הערך של אותה חברה, תוך הסתמכות על מידע פנים, שסיפק להם אותו נאשם, Dirks. Dirks אכן הורשע בשתי ערכאות, אך זוכה בבית המשפט העליון הפדרלי בארה"ב, אשר קבע כי מאחר שהנאשם לא חב כל חובת נאמנות לחברת הביטוח, לא היתה חובה עליו להימנע מלגלות את המידע שהגיע לידי, לאנשים אחרים.²⁷⁹ יתר על כן, גם מקורות המידע של Dirks, שהיו עובדי התאגיד עצמו, גם הם — לגישת בית המשפט האמריקאי — כלל לא הפרו חובת נאמנות, שכן הם לא קיבלו טובת הנאה כלשהי תמורת מסירת המידע לנאשם, אלא עשו כן רק על מנת לדווח על מעשי ההונאה של הנהלת החברה. משום כך נפסק, כי אף הנאשם עצמו לא חב לברית של מפרי חובת האמון, ומשום כך קבלת המידע על ידו לא הפרה כל חובת אמונים כלפי התאגיד.²⁸⁰

נקבע שם עוד, כי מקבל המידע (Tippee), להבדיל מאיש פנים, אינו חב כל חובת אמונים לחברה, ומשום כך המגבלה החלה עליו לעניין השימוש במידע פנים מוגבלת יותר. משום כך, נפסק, כי הנאשם, שהינו מקבל המידע, יחוב רק אם קבלת המידע על ידו מאיש הפנים מקורה בהפרת אמונים של איש הפנים, בעצם העברת אותו המידע. במילים אחרות, אם מעשיו של איש הפנים — במסירת המידע למקבל המידע — עולים כדי הפרת חובת האמונים, רק אז חל האיסור על מקבל המידע לעשות שימוש במידע הפנים שהגיע לידי.²⁸¹ חובתו של מקבל המידע (Tippee) אינה עצמאית, אם כך, והיא נגזרת מחובתו של איש הפנים, המהווה את "ספק המידע" עבורו.

3.4.3.5 ראוי להדגיש, כי עמדת הרשות לניירות ערך בארה"ב בפרשת Dirks היתה שעצם קבלת מידע פנים אצל מקבל המידע (Tippee), מהווה — מעצם טיבה — הפרת אמונים על ידי איש הפנים. מאחר שכך, סברה הרשות האמריקאית, כי ממילא דבק במסירת המידע למקבל המידע אותו "חטא קדמון" של הפרת האמונים על ידי איש הפנים. עמדת בית המשפט העליון בארה"ב באותה פרשה היתה, כאמור, שונה בתכלית. לגישת בית המשפט עצם החזקת מידע פנים אינה מצמיחה, כשלעצמה ובאופן אוטומטי, חובת גילוי. אין החזקת המידע או קבלתו כלשעצמה, מקימה את הכלל של "גלה או הימנע" (Disclose or Abstain).²⁸²

3.4.3.6 יודגש, כי הכלל של "גלה או הימנע" (Disclose or Abstain) אינו בעל תחולה בלתי מוגבלת.

הכלל חל רק כאשר אכן קיימת חובה להימנע מגילוי המידע. לפי הפסיקה

²⁷⁹ ראו Ibid, and at p. 667.

²⁸⁰ ראו Ibid, at p. 665 and at p. 667. כן ראו Fischel, *supra* note 30.

²⁸¹ ראו Dirks, *supra* note 47, at pp. 659–661.

²⁸² ראו Ibid, at p. 656. כן ראו Chiarella, *supra* note 47. להרחבה בנושא זה ראו גם בסעיף 1.2 לפרק זה לעיל.

האמריקאית, הוא יחול רק כאשר קיימת חובת אמונים או נאמנות של בעל המידע לתאגיד, או למי מטעם התאגיד (בעלי המניות, למשל), שלא לגלות את המידע. בית המשפט העליון בארה"ב אכן הדגיש כי —

"... a duty (to disclose) arises from the relationship between parties... and not merely from one's ability to acquire information because of his position in the market".²⁸³

השאלה בעניין זה היא מה יודע מקבל המידע (Tippee), ויתרה מכך — מה היה עליו לדעת, או מה היה ביכולתו לדעת. במילים אחרות, השאלה היא, אם מקבל המידע ידע שמסירת המידע לידי נעשתה תוך הפרת אמונים כלפי החברה, הפרה אשר מכתימה את העברת המידע אליו ומונעת ממנו מלעשות בו שימוש. אך בכך אין די. גם אם לא ידע בפועל, תישאל השאלה אם עצם מקבל המידע (Tippee) את עינו מלראות את הפרת האמונים, שעמדה ביסוד מסירת המידע לידי, ואם יכול היה לגלות עובדה זו ב"שקידה סבירה". נדמה, כי בכל המקרים, בהם תהא התשובה לשאלות אלה חיובית, עלול מקבל המידע (Tippee) למצוא עצמו חב בדין, אם עשה שימוש במידע שהגיע לידי מ"איש הפנים".²⁸⁴

עם זאת, על פי גישת המשפט האמריקאי, הרי שעל מנת שתוכח עבירה על ידי "מקבל המידע" (Tippee), יש להראות, ראשית — כי הוא פעל שלא כדין (improperly), כלומר, כי זכה להטבה כלשהי כתוצאה מהמידע, ה"טיפ", שקיבל. שנית — יש להראות, כי האדם היה מודע גם לכך שמסירת המידע לידי נעשתה תוך הפרת חובת האמון מצד מקור המידע.²⁸⁵

3.4.3.7 ראוי להעיר, כי גישת המשפט הישראלי שונה בתכלית ואין היא דורשת קיומם של יחסי קירבה או רעות בין ה"עושה" לבין התאגיד, שבניירות הערך שלו הוא פעל. על פי הוראת סעיף 152 לחוק, די בכך שאדם עושה שימוש במידע פנים, שמקורו ב"איש פנים", על מנת שהוא יבצע עבירה פלילית. חובה עליו, על פי הוראה זו, להימנע מלעשות שימוש באותו מידע פנימי, כל עוד הוא לא גילה את המידע וחשף אותו לידיעת כלל הציבור, בהתאם לכלל של — "גלה או הימנע" (Disclose or Abstain).²⁸⁶ המחוקק הישראלי, ובעקבותיו — בתי המשפט בישראל, אינם דורשים

²⁸³ Dirks, *supra* note 47, at pp. 657–658. להרחבה בנושא זה ראו סעיף 1.2 לפרק זה לעיל.

²⁸⁴ ראו *Ibid.*, at p. 660. ראוי לציין, עם זאת, כי בפסיקה האמריקאית כבר נקבע כי הכלל של "גלה או הימנע" חל גם על מקבל המידע (Tippee) ולא רק על איש הפנים.

ראו גם Shapiro, *supra* note 2, at p. 237.

ראו גם *Ross v. Licht*, 263 F. Supp. 395 (1967) at p. 410.

כן ראו *Radiation Dynamics*, *supra* note 9, at p. 887.

²⁸⁵ ראו *Loss & Seligman*, *supra* note 10, at p. 821.

²⁸⁶ ראו בעניין זה גם סעיף 1.2 לפרק זה לעיל.

ראיה כלשהי בדבר יחסי קירבה או רעות בין ה"עושה" לבין התאגיד, ובכך הם מחמירים מאוד עם השחקנים בשוק ההון.

3.4.3.8 יש בהחלט מקום לשקול אימוץ העמדה האמריקאית, כמצוטט לעיל, באופן מפורש גם למשפט הישראלי, שכן דרישת "יחסי קירבה" וחובת אמון, כנזכר לעיל, יכולה להוות מסגרת יעילה והגיונית לשם הכרעה באשר לתיחום הנכון של העבירה על פי סעיף 152 לחוק.

אמנם, על פי לשון החוק הישראלי, אין כל סייג לאיסור על שימוש במידע פנים שמקורו ב"איש פנים", אך יש מקום לשקול סייג כזה. כלל אין זה בטוח כי נדרשת ומוצדקת גישה כה מרחיבה וכה מחמירה עם הפועלים בשוק ההון, כעולה מהדין הישראלי (שאינו דורש כל הפרת יחסי אמון). בה-בעת, כלל אין ודאות, כי אכן יש אינטרס ציבורי במניעת פעולות בשוק ההון על ידי מי שקיבל מידע שמקורו באיש פנים, במיוחד, באותם מקרים בהם ברור שאין ל"עושה" הספציפי כל זיקה לחברה, כל קירבה אליה וכל חובת אמון כלפיה.

3.4.3.9 בהקשר של חובת האמון, הנדרשת על פי הדין האמריקאי, ראוי להישאל השאלה – לאיזו חברה צריך ה"עושה" לחוב חובת אמון?

שאלה זו נשאלת במצבים בהם המידע הפנימי נוגע לשני תאגידים בורסאיים – ציבוריים, למשל, במאבקי שליטה וכיוצא באלה. השאלה היא מה דינו של מי שחב חובת אמון לחברה שמבקשת, לשם דוגמא, לרכוש את השליטה בחברה בורסאית אחרת, ואותו אדם מקדים ורוכש ניירות ערך של חברת המטרה. כלפי האחרונה, אין הוא חב כל חובת אמון, ואזי שאלה היא אם הוא כלל עובר עבירה. מפסיקת בית המשפט העליון הפדרלי בארה"ב עולה, כי אכן נדרש שה"עושה" יחוב חובת אמונים לאותה חברה, שבניירות הערך שלה הוא פעל, ואין די בכך שהוא חב חובת אמונים לתאגיד אחר.²⁸⁷

3.4.3.10 במשפט האמריקאי נדונה הסיטואציה של קבלת מידע פנים שמקורו באיש פנים בפרשות הידועות של Cady Roberts וכן בפרשת Chiarella.

בפרשה הראשונה נקבע, כי ברוקר שקיבל מידע פנים מדירקטור בתאגיד עבר עבירה על פי כללי 10b-5 לכללי ה-SEC (הרשות לניירות ערך בארה"ב).²⁸⁸ בפרשה השנייה סויגה, עם זאת, ההלכה האמורה ונקבע, כי על מנת שניתן יהיה להרשיע את מקבל המידע בעבירה של שימוש במידע פנים, יש להראות, כי למקבל המידע היתה חובת אמונים לחברה וכי זו הופרה על ידי השימוש האמור. לנוכח קביעה זו

²⁸⁷ ראו Chiarella, *supra* note 47, at pp. 359–361. כן ראו O'hagan, *supra* note 139, at pp. 617–618.

²⁸⁸ מדובר ברוקר שפעל בניירות ערך בחשבון "נאמנות עיוורת": המידע הגיע לידי מדיקטור בחברה שהכריזה על חלוקת הדיבידנד עוד בטרם פורסם המידע האמור.

הגיע בית המשפט בארה"ב בפרשת Chiarella למסקנה, כי הנאשם, עובד בבית הדפוס, אשר עשה שימוש במידע פנים שהגיע לידי (מידע שנגע לכוונת התאגיד להשתלט על חברה מתחרה), זכאי, שכן אין הוא חב חובת אמונים כלשהי לחברה.²⁸⁹

3.4.4 שרשרת מקבלי המידע

3.4.4.1 שאלה מעניינת בהקשר של שרשרת מקבלי המידע היא — עד איזה שלב בשרשרת השימוש וההעברה של מידע פנים מבקשים אנו לעקוב; עד איזה שלב בשרשרת מבקשים אנו להחיל את האיסור של שימוש במידע פנים. במילים אחרות, האם אנו מבקשים לאסור שימוש במידע פנים גם על מי שקיבל מידע כאמור מגורם שני, מגורם שלישי או יותר, בשרשרת העברת המידע?

יש מקום לבחון האמנם קיים אינטרס ציבורי אמיתי בהעמדה לדין של מי שקיבל מידע פנים כחוליה שנייה, חוליה שלישית, או אף יותר, בשרשרת העברת המידע. איסור רחב מדי עלול לפגוע באינטרס שעניינו זרימת מידע חופשי בשוק ניירות הערך, זרימה שהינה יסוד מהותי בקיומו של שוק ההון. יתרה מזאת, ניתן להעריך, כי ככל שמדובר בחוליה מתקדמת יותר בשרשרת העברת המידע, כך "נשחק" היסוד הנפשי (מודעות) של מקבלי המידע לטיבו של המידע כמידע פנים, ולזהותו המדויקת של מקור המידע.

גם שיקולי צדק מחייבים להגביל ולתחום את גבולות האיסור. אין זה מעשי, ואף אין זה מוצדק, לדרוש מהחוליה השלישית או מהחוליה הרביעית בשרשרת מקבלי המידע, למשל, לטרוח ולבדוק מה היה המקור הראשוני של המידע, ואם היה זה "איש פנים", אם לאו. גישה כזו בוודאי מגבילה יתר על המידה את זרימת המידע בשוק ההון.

3.4.4.2 נוסף לכך, ראוי להגדיר בעניין זה אם אמנם יש עניין ציבורי ואינטרס חברתי רחב בהגבלת השימוש במידע פנים מצד מי שקיבל את המידע רק באקראי. נניח, למען ההמחשה, אדם השומע, באופן מקרי לחלוטין, שיחה בין שני אנשים בבית קפה או במהלך טיסה או בחדר שירותים. נניח עוד, כי אותם שני אנשים שוחחו ביניהם על מידע שאין חולק כי הוא בגדר מידע פנים.²⁹⁰ ניתן בהחלט לטעון, כי

289 בפרשת Chiarella דובר בעובד של בית דפוס, בו הודפסו מסמכי הצעת רכש, במסגרתה חברה אחת השתלטה על חברה אחת. העובד, Chiarella, גילה בכוחות עצמו מהי חברת המטרה, המיועדת להשתלטות. זאת, אף שבמסמכים שהועברו להדפסה, לא צוינו — לשם שמירת סודיות מירבית — שמות התאגידים הנוגעים בדבר. Chiarella הצליח בכל זאת לגלות מיהי חברת המטרה ורכש את מניותיה, קודם שבוצעה ההשתלטות. לאחריה, הוא מכר את המניות ברווח של כ-30,000 דולר. Chiarella הורשע בשתי הערכאות, אך זוכה בבית המשפט העליון הפדרלי. ראו Chiarella, *supra* note 47, at pp. 224–225.

290 ראו באורח דומה פרשת Switzer בארה"ב. שם הועמד לדין אדם ששמע באקראי, במהלך משחק כדורגל בו צפה, שיחה בין איש עסקים המגלה לרעייתו מידע פנים מהותי, אשר נגע לחברה בה שימש איש העסקים כדירקטור. ראו Switzer, *supra* note 172.

האינטרס הציבורי אינו ניצב מאחורי העמדתו לדין של השומע האקראי. מן הצד האחר, יש היגיון בדעה, כי אותו אינטרס ציבורי העומד מאחורי האיסור על שימוש במידע פנים הוא-הוא הניצב מאחורי הגבלת יכולתו, גם של מאזין מקרי ואקראי, לעשות שימוש מקדים במידע שהגיע לידיו בדרך-לא-דרך זו. במילים אחרות, ניתן לומר, כי גם אם ה"עושה" לא עשה דבר ולא נקט כל פעולה, בוודאי לא פעולה אסורה, על מנת לקבל או לקלוט את המידע הפנימי (למעט נוכחותו המקרית בבית הקפה, במטוס או בחדר השירותים), גם אז מחייב האינטרס הציבורי את איסור השימוש באותו מידע, במנותק משאלת דרכי השגתו וקבלתו של המידע. כמובן, גם גישה זו טעונה ביקורת או שמא הרהור שני, שכן היא מגבילה עד מאוד את זרימת המידע בשוק ההון, ובכך פוגעת בשוק זה.

ייתכן, כי דרך הביניים הראויה תהיה להגביל את השימוש על ידי מי שקיבל מידע פנים, באורח בלתי-מכוון או אקראי, בשתי דרכים:

האחת, האיסור יחול על המקבל רק אם עשה מאמץ או פעולה אקטיבית לשם איסוף המידע וקליטתו (למשל, ניסה להאזין או דובב אדם אחר, לשם השגת המידע הפנימי); השנייה, האיסור יחול על המקבל אם הוא קשור לתאגיד שבניירות הערך שלו הוא פעל.

אם מדובר, לדוגמא, באדם ששמע שיחה אקראית במסעדה, באולם קונצרטים או במגרש כדורגל, אזי לא יחול עליו האיסור על שימוש במידע. לעומת זאת, ייאסר השימוש על מי שהגיע למשרדי החברה לשם פגישה עסקית ובחדר השירותים שמע שיחה בין שני מנהלים בכירים. במקרה כזה, ניתן לטעון כי עצם נוכחותו במשרדי החברה נבעה מקשריו עם התאגיד.

3.4.4.3 הסוגיה האמורה של שרשרת מקבלי המידע, אכן התעוררה, אם כי באורח חלקי וראשוני בלבד, גם בפסיקת בתי המשפט בישראל. הנושא טרם זכה לדיון מעמיק ורציני, משום שככל הנראה עדיין לא הועמד עד כה לדין אדם שקיבל מידע פנים באורח אקראי לגמרי.

יש לציין, כי בפרשת קרן הנזכרת לעיל, נדונה שאלת "שרשור המידע", כאשר חלק מהנאשמים טען, כי קיבל את המידע בהיותו אך ורק חוליה רחוקה בשרשרת העברת המידע. בית המשפט נמנע מלהיכנס לגופה של טענה זו, שכן הוא מצא לזכות את הנאשמים מחמת הספק, וזאת, על סמך העובדה שהם חסרו את היסוד הנפשי, קרי — לא היו מודעים לערכיותו של המידע, אלא סמכו אך ורק על דברי הנאשמים האחרים. בית המשפט קבע שם, כי נאשמים אלו נגררו, למעשה, אחר הנאשמים האחרים.²⁹¹

3.4.4.4 נושא "שרשור" המידע נדון גם בפרשת פריאל וגולדברג, וזאת בהקשר לאחד הנאשמים, גולדברג, אשר קיבל את מידע הפנים מאדם אחר, שמואל רוזנבלום,

291 ראו פרשת קרן-שלום, לעיל הערה 55, בעמ' 61–63.

שקיבל אותו מהנאשם העיקרי — יוסף פריאל. משמע, המידע אצל הנאשם גולדברג נתקבל מ"איש פנים" בעקיפין ולא במישרין. עולה, כי גולדברג היווה חוליה שלישית במספר במסעו של מידע הפנים.²⁹² עמדת התביעה באותו המקרה היתה, כי אין, למעשה, כל הגבלה בלשון החוק על מספר החוליות בשרשרת העברת המידע. כל חוליה באותה שרשרת, אשר עשתה שימוש במידע פנים, תוך מודעות כנדרש בחוק, תישא באחריות על פי הדין. ההגנה ביקשה באותו מקרה לשכנע, כי הדין צריך להיות שאחריות תוטל רק על החוליה הראשונה בשרשרת, אך ללא הצלחה. בית המשפט דחה מכל וכל את גירסת ההגנה, בנימוק, כי זוהי פרשנות מלאכותית האונסת את לשון החוק.²⁹³

ניתן לטעון, כי אכן צודק בית המשפט בקביעתו האמורה, שכן לשון החוק בישראל — ובוודאי מטרת החוק — אינן מתיישבות עם גישה הסוברת כי רק חוליה אחת בשרשרת תישא באחריות על פי החוק. אם זו היתה כוונת המחוקק, לא היה מקום לכלול את הלשון "בעקיפין". סביר להניח, כי במרבית המקרים, בהם קיבל אדם מידע פנים באופן עקיף, לא היה זה מאיש הפנים עצמו, אלא מאדם אחר שקיבלו מאיש הפנים, ואזי לא היה עושה השימוש במידע בגדר חוליה ראשונה בשרשרת.

נראה, כי הגבול, מבחינת מספר החוליות בשרשרת העברת המידע, ייקבע על בסיס התשובה לשאלה, אם כאשר עשה מקבל המידע שימוש במידע, אכן ידע (או יכול היה לדעת), כי מקור המידע הוא איש פנים. אם ידע על כך וידע כי מדובר במידע פנים, כהגדרתו בחוק, סביר, כי בתי המשפט ייטו לקבל את העמדה המצדיקה הרשעה בדין. לעומת זאת, ניתן לסבור, כי אם מקבל המידע לא ידע, ולא יכול היה לדעת, אילו לא עצם את עיניו, כי מקור המידע הוא איש פנים או כי המידע הינו מידע פנים, כהגדרתו בחוק, אזי אין מקום להטיל עליו אחריות. אין נפקא מינא אם מדובר באדם שהוא החוליה השנייה בלבד, או שמא החמישית, בשרשרת העברת המידע.²⁹⁴

יש ליתן את הדעת בסוגיה זו גם לשיקולי המדיניות, שנזכרו לעיל, ולשאלה עד כמה אנו מעוניינים להגביל את תעבורת המידע בשוק ההון, ועד איזו חוליה בשרשרת מקבלי המידע נכון ומוצדק לשים מגבלות.

292 גולדברג הורשע אף הוא על ידי בית משפט השלום וערעורו נדחה על ידי בית המשפט המחוזי. ראו ע"פ (ת"א) 664/95 גולדברג נ' מדינת ישראל (להלן: "פרשת גולדברג-מחוזי") (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך כו(6), 956.

293 ראו פרשת פריאל וגולדברג-שלום, לעיל הערה 23, בעמ' 60.

294 זו גם היתה עמדת בית המשפט בפרשת פריאל: ראו שם, בעמ' 61. יצוין, כי בית המשפט מתבסס במסקנתו הנ"ל על פרשת Chiarella ו-Dirks. ראו: Chiarella, *supra* note 47, וכן — Dirks, *supra* note 47.

4. היסוד הנפשי

4.1 כללי

4.1.1 העבירה של שימוש במידע פנים הינה, כמפורט בפרק ח'1 לחוק, בעלת פנים רבות ובעלת צורות מגוונות. אף על פי כן, היסוד הנפשי בעבירה זו, על כל צורותיה, הינו של מחשבה פלילית. יחד עם זאת, בשל הצורות השונות והמגוונות של דרכי ביצוע העבירה, הרי שלעיתים יש צורך בהוכחתה של המחשבה הפלילית ביחס לרכיבים עובדתיים שונים של יסודות העבירה. כך, למשל, משתנה ה"מחשבה הפלילית" בה עסקינן, בין מקרה בו ה"עושה" הינו איש פנים אשר עשה שימוש במידע פנים, כאמור בסעיף 52ב(א)(1) לחוק, לבין מצב בו איש הפנים מסר את המידע לאדם אחר, כאמור בסעיף 52ב(א)(2) לחוק.

במקרה הראשון יש להוכיח את מודעות הנאשם לכך שהוא עשה שימוש במידע פנים. להבדיל, במקרה השני, נדרש כי המודעות תתייחס (ותוכח) ביחס לשני רכיבים: ראשית, נדרש, כי יוכח שלנאשם היתה מחשבה פלילית ביחס למידע שברשותו, קרי — כי ידע שהמידע שברשותו היה מידע פנים.²⁹⁵ שנית, כי ידע, או היה עליו לדעת (ובלשון החוק "כי יש יסוד סביר להניח"), שמקבל המידע יעשה בו שימוש.²⁹⁶ באופן דומה נדרש לצורך הרשעה של מקבל המידע, כי יהיה מודע לכך שמקור המידע הינו איש פנים. עוד, ייאמר, כי אף שלשון החוק אינה חדה וחד-משמעית בעניין זה, הרי משתמע כי מקבל המידע גם ידע כי מדובר במידע פנים. אחרת קשה לראות כיצד יכולה להתקיים בו המחשבה הפלילית הנדרשת לשם הרשעה בעבירה זו.

4.1.2 הלכה היא, כי היסוד הנפשי הנדרש בעבירת השימוש במידע פנים אינו של "מטרה", קרי — אין צורך להוכיח שהעושה שם לו למטרה להפיק רווח מהשימוש במידע פנים.²⁹⁷ לשון אחר, אף אם יטען העושה, כי לא התכוון להפיק רווח וכי לא זו היתה מטרתו, לא ישלול הדבר את מודעותו למידע הפנים שבידיו, ולא ישלול את קיום היסוד הנפשי הנדרש בעבירה זו.²⁹⁸ ויובהר, משמעות ההלכה, שלפיה היסוד הנפשי הנדרש בעבירה על פי סעיף 52א לחוק היא של מחשבה פלילית, כי נדרשת הוכחת מודעות הן לרכיב ההתנהגותי (עשיית שימוש) והן לרכיב הנסיבתי (לכך שהמידע שבידיו הינו מידע פנים, וכן לכך שהוא איש פנים).

²⁹⁵ ראו פרשת יונה-שלום, לעיל הערה 109, בעמ' 26.

²⁹⁶ ראו הסיפא לסעיף 52ב(א)(2), וכן ראו פרשת פריאל וגולדברג-שלום, לעיל הערה 23, בעמ' 39.

²⁹⁷ ראו פרשת גיבור סבריה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 385. כן ראו פרשת עדי אייל-שלום, לעיל הערה 62, בסעיף 54 לפסק הדין. עוד ראו פרשת רוזנבלום-עליון, לעיל הערה 261. יצוין, עם זאת, כי בפרשה זו הביע השופט כן דעה שאינה מקובלת, ואינה משקפת את ההלכה, ולפיה אכן נדרש להוכיח "כוונת רווח", כדבריו, לצורך היסוד הנפשי בעבירה זו. אולם, כאמור, דברים אלה אינם משקפים את ההלכה ואף אין להם תימוכין בלשון החוק.

²⁹⁸ מובן, שהדבר עשוי לסייע לעושה לשם הפעלת ההגנה הקבועה בסעיף 52א(4) לחוק.

4.1.3 בעניין זה חובה להבחין בין מודעות ליסודות העובדתיים והנסיבתיים של העבירה, כאמור, לבין מודעות (או שמא נאמר: ידיעה) להוראות בחוק. משמע, אין דין טענת הנאשם כי לא ידע שיש בידיו מידע פנים כדין טענה כי לא ידע שמעשיו מהווים עבירה, קרי – שהשימוש באותו מידע אכן אסור.

באשר לרכיב השני של היסוד הנפשי בעבירה על פי סעיף 52ב(א)(2) לחוק ("יש יסוד סביר להניח") יצוין, כי הובעה בעניין זה דעה בפסיקת בתי המשפט בישראל ולפיה מכון רכיב זה ליסוד נפשי של רשלנות ולא של מחשבה פלילית.²⁹⁹ בעניין זה קבע בית המשפט בפרשת פריאל וגולדברג כי:

"אין ספק שלא הוכח בענין זה כי הנאשם ידע שרוזנבלום יעשה שימוש אסור במידע. השאלה היא עם זאת, לא אם ידע בפועל, אלא אם 'היה לו יסוד סביר להניח' שאכן כך יתרחשו הדברים. לשון זו של הסעיף מכוונת, כך נראה, אל יסוד הרשלנות, והשאלה היא, האם הוכח שהנאשם התרשל בהתייחסות אל נושא מיהותו של מקבל המידע, ואל שאת יעודו של המידע בהגיעו אליו."³⁰⁰

4.1.4 מודעותו זו של איש פנים שמסר מידע פנים לאחר, עלתה בפרשת קרן. הנאשם, קרן, טען כי כלל לא היה מודע לכך שכאשר הוא מבקש ממנהל התיקים שלו, אבי כוכבא (נאשם נוסף באותה פרשה), לרכוש עבורו מניות של חברות נפט, זה ירכוש – על סמך אותו המידע – אותם ניירות ערך גם עבור אחרים. הן הערכאה הראשונה והן רוב שופטי ערכאת הערעור דחו טיעון זה.³⁰¹

ניתן לחלוק, בכל הכבוד, על מסקנת שופט המיעוט בערכאת הערעור (השופט ע' מודריק). ספק, אם מי שמוחזק כ"איש פנים" בחברה מסוימת, לא ידע, במידה גבוהה של ודאות וסבירות, כי מידע הנמסר על ידו ואשר נוגע לתחום עיסוקו, לא ישמש את מקבלי המידע לפעולות דומות בניירות ערך. דווקא סביר לומר כי איש פנים, דוגמת מזכיר חברה (במקרה של קרן), ידע או יכול היה לדעת כי כל מידע הנמסר על ידו לאחרים משמש כמעין "איתות" או מסר מ"מקור מוסמך" לנעשה בחברה. ויתרה מזאת – גם ביחס לפרויקטים בהם חברה זו שותפה, וביחס לתחום הנפט בכלל. מסקנה זו מתחייבת שבעתיים לנוכח העובדה שהמידע, שנמסר על ידי קרן למנהל התיקים שלו, לא היה מידע בעלמא, אלא היה בקשה מפורשת לביצוע רכישות של "מניות נפט", הוא־הוא תחום עיסוקו של אותו איש פנים, קרן.

4.1.5 בפרשה אחרת שנדונה בישראל, פרשת יונה, חזר בית המשפט על ההלכה

299 ראו פרשת פריאל וגולדברג-שלום, לעיל הערה 23, בעמ' 40.

300 ראו – שם, שם.

301 ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 30.

הידועה, כי חזקה על אדם שהתכוון לתוצאות הטבעיות הנובעות ממעשיו.³⁰² במילים אחרות, בית המשפט ייעזר לעתים — לשם הוכחת כוונתו או מודעותו הנפשית של אדם — בהסקת מסקנות על סמך מסכת הנתונים העובדתיים, אשר היו מצויים בפני הנאשם ואשר על סמך פעל.

באשר לשאלת עיתוי התקיימותו של היסוד הנפשי, הלכה היא, כי המועד הרלוונטי הוא המועד לביצוע הפעולה בנייר הערך, או המועד לביצוע העסקה בנייר הערך. מועד זה, כך פסק בית המשפט העליון בפרשת גיבור סבירנה, הוא המועד — "בו נפגשים היסוד העובדתי שבעבירה והיסוד הנפשי שבה".³⁰³

4.1.6 לעתים, קיומו של יסוד נפשי ניתן להסקה לוגית מתוך מערכת נסיבתית מסוימת. כך, למשל, הסיק בית המשפט בפרשת יונה, כי מאחר שהנאשם הינו איש עסקים ותיק ובעל הבנה בחיי הכלכלה, הרי שברור היה לו כי רכישת השליטה בחברת "רים" על ידי חברה מכובדת וידועה כמו זו של משפחת יונה (חברת מלר"ז, בשמה דאז), תשפיע במידה ניכרת על שערי ניירות הערך של "רים".³⁰⁴

יש לציין, עם זאת, כי המסקנה האמורה ביחס ליסוד הנפשי התבססה, ככל הנראה, גם על ראיות נסיבתיות, כגון העובדה שהיה מדובר באותו מקרה בהשקעה מצד הנאשם, שהיתה חריגה בגודלה ובהיקפה, באופן יחסי להשקעותיו בניירות ערך עד אותה עת. מכך הסיק בית המשפט, כי הנאשם, למרות הכחשותיו, היה מודע היטב למשמעות המידע שהגיע לידי, ולערכיותו.³⁰⁵ בית המשפט אף הוסיף וקבע, כי גם העובדה שהנאשם הוסיף ורכש ניירות ערך של חברת "רים" לאחר שהובהר לו כי לא נרכשה לזכותו כל הכמות שביקש לרכוש בהזדמנות הראשונה, מעידה אף היא היטב על מודעותו לטיב המידע ולערכיותו. לסיכום, המאמץ הרב והחריג של הנאשם, שלא לומר — בהילות רבה לרכוש מניות של "רים" בהיקף גדול מאוד, באופן יחסי להשקעותיו עד לאותה עת, ביסס, לדעת בית המשפט, את קיומו של היסוד הנפשי הנדרש להרשעתו.³⁰⁶

4.1.7 שאלה היא, עם זאת, אם לא תהא זו הגנה טובה לנאשם אם יטען, וישכנע, כי לא היה מודע לכך שהמידע שבידיו הינו מידע פנים. אמנם, בית המשפט צפוי להעמיד את מידת הבנתו הסובייקטיבית של האדם במבחן הסבירות. ובכל זאת, אם אדם יוכיח כי לא ידע (ולא עצם את עיניו) כי המידע שהגיע לידי אכן הינו מידע פנים, אזי נדמה, כי יהא קושי בהרשעתו בשל העדר היסוד הנפשי הנדרש בעבירה

302 ראו פרשת יונה-שלום, לעיל הערה 109, בעמ' 26.

303 ראו פרשת גיבור סבירנה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 355–356.

304 ראו פרשת יונה-שלום, לעיל הערה 109.

305 ראו שם, בעמ' 27. גם העובדה, שהנאשם לא נתן "הגבלת שער" בהוראתו לרכישת ניירות ערך של חברת "רים" בפעולותיו המאוחרות יותר, חיזקה את מסקנתו של בית המשפט.

306 ראו שם, בעמ' 28–29.

האמורה. ככלות הכל, הלכה היא, כי מדובר בעבירה בה נדרש יסוד נפשי של מחשבה פלילית (מודעות) ולא של רשלנות. משום כך, נדמה, כי לא ניתן יהיה להרשיע אדם שאולי התרשל בכך שלא ביצע בדיקות ולא וידא כי המידע שבידיו הוא מידע פנים. זאת, ובלבד שלא עצם את עיניו לנוכח האפשרות שזהו מידע פנים.

4.2 היסוד הנפשי לעניין עבירה על פי סעיף 52ב(א)(2) לחוק

4.2.1 סעיף 52ב(א)(2) לחוק עוסק במסירת מידע פנים לאדם אחר. זאת, כאשר מוסר המידע יודע שמקבל המידע יעשה בו שימוש. לחלופין – הוא יכול להניח באורח סביר, כי מקבל המידע יעשה שימוש כזה במידע. מדובר, אם כן, בדרישה חריגה של יסוד נפשי, במכלול החלופות של עבירת השימוש במידע פנים.

4.2.2 ליסוד הנפשי הקבוע בסעיף 52ב(א)(2) לחוק שני פנים –
מחד גיסא – מחשבה פלילית, קרי מודעות או עצימת עיניים ("לאדם אשר הוא יודע... כי יעשה שימוש במידע הפנים..."). מאידך גיסא – רשלנות ("לאדם אשר... יש יסוד סביר להניח כי יעשה שימוש במידע הפנים...").³⁰⁷ (ההדגשות אינן במקור).
החלופה השנייה של היסוד הנפשי הקבוע בסעיף זה ("יש יסוד סביר להניח") תבחן את התנהגות הנאשם באמות מידה של ה"אדם הסביר". על כן נראה, כי מדובר ביסוד נפשי של רשלנות, ולא של מחשבה פלילית גרידא.

4.2.3 בפסיקה בישראל הובעו דעות שונות בסוגיה זו.
בפרשת רוזנבלום נקבע על ידי בית משפט השלום (סגן הנשיא – כתוארו דאז, דן ארבל) כי הלשון – "המוסר מידע פנים...לאדם אשר הוא יודע, או יש יסוד להניח, כי יעשה שימוש במידע הפנים..." מכווין ליסוד נפשי של מודעות או עצימת עיניים, אך לא לרשלנות.³⁰⁸ עמדה דומה ביטא בית המשפט העליון, שדן בפרשת רוזנבלום כערכאת ערעור שנייה. השופט בכ פסק כי:

"העבירה הנדונה על שתי חלופותיה (היינו בין שמוכחת ידיעה בדבר ניצול המידע ובין שמוכח קיומו של יסוד סביר שכך יקרה) מחייבת קיומה של כוונה פלילית להביא לתוצאה האמורה ולא פעולה רשלנית, בהיסח הדעת, גרידא".³⁰⁹

יצוין, כי באותה פרשה הבהיר השופט גולדברג, בבית המשפט העליון, כי אין ספק כי גם בחלופה השנייה של סעיף 52ב(א)(2) לחוק אין כל חזקה של כוונה ואין דרישה

³⁰⁷ ראו גם פרשת הלפמן-שלום, לעיל הערה 119, בעמ' 22.

³⁰⁸ ראו ת"פ (ת"א) 1043/92 מדינת ישראל נ' רוזנבלום (להלן: "פרשת רוזנבלום-שלום") (לא פורסם), דינים-שלום, כרך יז, 290.

³⁰⁹ ראו פרשת רוזנבלום-עליון, לעיל הערה 261, בעמ' 620. נראה שכוונת הדברים היתה ל"מחשבה פלילית" ולא לכוונה.

להוכחת כוונה, אלא להוכחת פזיזות בלבד.³¹⁰ עמדה דומה הובעה על ידי בית המשפט המחוזי בפרשת קרן, שם נקבע:

"הנטל המוטל על התביעה הוא להוכיח מודעות בפועל מצד קרן (הנאשם ומוסר המידע – ר' ע') לכך שכוכבא (מקבל המידע – ר' ע') עתיד להשתמש במידע, או מודעות לאפשרות הסבירה ששימוש כזה יעשה".³¹¹

ייתאמר, כי נקבע שם עוד, שקיימת חזקה עובדתית ולפיה, כאשר נמסר מידע פנים לאדם שהוא פעיל בשוק ההון, כגון סוכן בורסה, הרי שאותו אדם ימהר לנצל את המידע שקיבל, לטובתו או לטובת לקוחותיו. ואולם, הנחה עובדתית זו ניתנת לסתירה ואין היא בגדר חזקה חלוטה.³¹²

4.2.4 בפרשת הלפמן סבר בית משפט השלום (השופטת אופיר-תום, אז בבית משפט השלום) באופן שונה וקבע, כי היסוד הנפשי הנדרש הינו מה שמכונה על ידו "רשלנות מופשטת".³¹³

בפרשה זו הואשם מנכ"ל חברת ישראלמקו אינק., אלכס הלפמן, בין היתר, במסירת מידע פנים לאדם אחר, כאמור בסעיף 52ב(א)(2) לחוק, בכך שמסר מידע פנים שהגיע לידי (לעניין הצלחת קידוח הנפט) לחברו משכבר הימים, אהוד שילוני מחברת "אנליסט". מעניין לציין, כי הלפמן זוכה מכל העבירות שיוחסו לו בכתב האישום, בנימוק, כי הלפמן אמנם חלק את מידע הפנים עם שילוני ואולם הוא עשה זאת לאור יחסי החברות הממושכים שלו עם שילוני, ולא על רקע תפקידו של זה האחרון בחברת "אנליסט".³¹⁴

310 ראו שם, בעמ' 623. יצוין, כי גולדברג היה שופט המיעוט בבית המשפט העליון בסוגיה אחרת (הקנס שניתן להטיל על הנאשם שהורשע בעבירה על פי סעיף 52ב(א)(2) לחוק). ואולם לא היתה מחלוקת, כאמור, לעניין היסוד הנפשי.

311 ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 31.

312 ראו שם, שם. יצוין בהערת אגב, כי בנושא ההוכחה של אותה מודעות נחלקו הדעות בבית המשפט המחוזי, כאשר שופט המיעוט, מודריק, סבר שמודעות זו לא הוכחה, בעוד ששופטי הרוב, קלינג וקפלן-הגלר, סברו שהיא הוכחה כדבעי. דעת הרוב אומצה גם על ידי בית המשפט העליון; ראו פרשת קרן-עליון, לעיל הערה 58, בעמ' 190.

313 ראו פרשת הלפמן-שלום, לעיל הערה 119, בעמ' 25. בפסיקת בתי המשפט הוכרה "רשלנות מופשטת", כרשלנות אשר אין לגביה דרישה של הוכחת נזק, בניגוד לרשלנות "רגילה". עם זאת, נפסק, כי מדובר בחריג ולא בכלל וכי נדרש שתהיה להעדר דרישת הנזק ביסוס בלשון החוק. כך, למשל, עבירה על פי סעיף 338 לחוק העונשין הקובע אחריות של מי ש"אינו נוקט אמצעי זהירות מפני סכנה מסתברת הכרוכה בחיה שבהחזקתו". בתי המשפט הבהירו, כי המקרים המתאימים לקטיגוריה מיוחדת זו הינם מקרים בהם הוכחה – "רשלנות גבוהה, רשלנות שיש בה מימד של חומרה ושל סטיה נכבדה וממשית מאורח ההתנהגות המקובל, שכן רק ברשלנות שכזו די בעצם יצירת הסיכון כדי שיענש יוצרה אף מבלי שנגרם נזק כלשהו בעטייה". ראו: ע"פ 385/89 אבנת ואח' נ' מדינת ישראל, פ"ד מו(1), בעמ' 10–9.

314 ראו פרשת הלפמן-שלום, לעיל הערה 119, בעמ' 20–21. לגופו של עניין קבע בית המשפט בפרשת הלפמן, כי אף אם הנאשם לא פעל בשיקול דעת ראוי כאשר מיהר לשתף במידע רגיש זה מי שנמנה עם אנשי שוק ההון, הרי שבכל זאת לא הגיעה קלות הדעת בה פעל לדרגת

באותו מקרה ציין בית המשפט, כי מלשון סעיף 52ב(א)(2) לחוק עולה, כי המחוקק הטיל על כתפי התביעה נטל הוכחה כבד מהרגיל, שכן הוא דורש הוכחה של "היסוד הסביר להניח" לא רק באמצעות השערה או הנחה, אלא באמצעות ראייה ממשית.³¹⁵ נדמה, כי מסקנתו זו של בית המשפט, אף אם הינה הגיונית בהחלט, אין לה סימוכין בלשון החוק. חוק ניירות ערך אינו קובע כי יש צורך להביא "ראיה ממשית", כקביעת בית המשפט, לשם הוכחת היסוד של "יש יסוד סביר להניח", כאמור בסעיף 52ב(א) לחוק. ניתן, עם זאת, למצוא תימוכין לגישת בית המשפט בפרשת הלפמן ברציונל העומד ביסוד החקיקה.

ברור, כי דרישת בית המשפט דלעיל מציבה משוכה גבוהה למדי בפני התביעה. ככלות הכל, ביסוד קנה המידה של "אדם סביר" עומדת ההתבוננות האובייקטיבית של בית המשפט, ולא ראייתו הסובייקטיבית של הנאשם. ואם כך הדבר, כלל לא ברור כיצד יש ביכולת התביעה לאתר ראייה מוצקה להוכחת אותה סבירות.³¹⁶

4.2.5 משתי הגישות, שנזכרו לעיל לעניין היסוד הנפשי, נראה, כי הגיוני יותר לטעון, לאור הלשון "יש יסוד להניח", כי המחוקק כיוון דעתו ליסוד נפשי של רשלנות, בחלופה השנייה של סעיף 52ב(א)(2) לחוק. הביטוי "יש יסוד להניח" משתמע כמכוון לקנה מידה אובייקטיבי, קרי – של "אדם סביר", וזהו קנה המידה הנדרש ביסוד הנפשי של רשלנות.

4.2.6 מקרה נוסף, בו נעשה שימוש בחלופת מסירת מידע פנים לאדם אחר, היה בפרשת פריאל וגולדברג.³¹⁷ באותו מקרה הואשם אליעזר גולדברג, שהיה איש השקעות (ולפני כן – עיתונאי בעיתון "גלובס"), כי קיבל מידע פנים מידי שמואל רוזנבלום, שהיה באותה עת עיתונאי בעיתון "גלובס". רוזנבלום מצידו קיבל את מידע פנים מידי יוסף פריאל, דובר חברת "אלביט". בית המשפט פסק, כי גולדברג עשה שימוש במידע האמור, ואף העבירו לאדם נוסף – יעקב זלינגר, מנהל תיקים ויועץ השקעות. גולדברג אכן הורשע בשימוש במידע פנים שמקורו באיש פנים (פריאל), כאמור בסעיף 52 לחוק.³¹⁸

רשלנות ממש. יצוין, כי בפרשת הלפמן טען הנאשם, כי הוא כלל לא פנה לשילוני, אלא נהפוך הוא. בשלב מאוחר יותר של ניהול התיק אכן קיבלה התביעה טענה זו, ואין ספק כי גם עובדה זו שימשה גורם בקביעת בית המשפט שלפיה לא היה לנאשם, הלפמן, יסוד נפשי הנדרש להוכחת האישום.

315 ראו שם, בעמ' 23.

316 בית המשפט השתכנע, כי הנאשם הלפמן לא התכוון ואף לא רצה, כי שילוני יעשה שימוש במידע הפנים שהגיע לידיו. יצוין עוד, כי בית המשפט קיבל את גרסת הנאשם הלפמן כי לא הוכח היסוד הנפשי הנדרש בסעיף 52 לחוק, שכן הוא לא "ידע", לא היה לו "יסוד סביר להניח", כי שילוני יעשה שימוש במידע שחברו, הנאשם הלפמן, מסר לו. ראו שם, בעמ' 22–25. יודגש, כי שילוני אכן לא עשה שימוש במידע האמור שמסר לו הנאשם, הלפמן.

317 באותה פרשה הוגש, כאמור לעיל, כתב אישום נפרד גם כנגד רוזנבלום. ראו בעניין זה פרשת רוזנבלום-שלום, לעיל הערה 308.

318 ראו פרשת פריאל וגולדברג-שלום, לעיל הערה 23, בעמ' 44–45. פריאל עצמו, דובר חברת

4.3 היסוד הנפשי בעבירה על פי סעיף 252 לחוק

4.3.1 היסוד הנפשי הנדרש בחלופה של עבירת השימוש במידע פנים על פי סעיף 252 לחוק (עשיית שימוש במידע פנים שמקורו באיש פנים) הינו של מחשבה פלילית.

עם זאת, ניתן להצביע על שני קשיים באימוץ היסוד הנפשי של מודעות – הקושי האחד – האם הביטוי "אשר הוא יודע כי הוא איש פנים בחברה" מכונן אך ורק ליסוד נפשי של מודעות בפועל, או שמא יסתפקו בתי המשפט גם בהוכחת רשלנות גרידא בנושא זה. במילים אחרות, מה הדין כאשר יטען ה"עושה", כי הוא עצמו "לא ידע" שאדם מסוים הינו "איש פנים", על אף שבנסיבות אותו מקרה יוכח כי מקור המידע היה ידוע ומוכר כ"איש פנים" באותה חברה.

הקושי השני מתייחס לשאלה – האם אכן נדרשת מחשבה פלילית, למה בדיוק מתייחסת זו. במילים אחרות, האם נדרשת הוכחת מודעותו של הנאשם אך ורק ביחס לכך שהמידע שהועבר אליו הוא בגדר מידע פנים, ולכך שמקור המידע הינו "איש פנים". או שמא נדרשת, נוסף לכך, הוכחת מודעות הנאשם גם לעובדה שאיש הפנים הפר את חובת נאמנות שלו לחברה או הפר חובה חוקית אחרת, במסירת המידע (ראו בעניין זה גם בסעיף 2.4.1 לעיל).

4.3.2 באשר לקושי הראשון ייאמר, כי גם אם מצדיקים זאת שיקולי מדיניות, ספק רב אם ניתן להרשיע על סמך רשלנות גרידא בעבירה על פי סעיף 252 לחוק. בנוסחו הנוכחי של סעיף זה נדמה, שאין מנוס ממסקנה כי נדרשת הוכחת מודעות בפועל, וכי בכל מקום בו לא תוכח מודעות בפועל, או לחלופין – "עצימת עיניים" מצד הנאשם (ביחס לעובדה כי המקור למידע הוא "איש פנים"), לא ניתן להרשיעו בעבירה זו. מסקנה זו מתחייבת במיוחד בשל העובדה, כי בהוראות חוק אחרות נותרה על כנה התיבה הלשונית – "או היה עליו לדעת", ביטוי המעיד על דרישת יסוד נפשי של רשלנות. בסעיף 252 לחוק אין, כאמור, איזכור לביטוי זה.

4.3.3 באשר לקושי השני, הנזכר לעיל, ייאמר, כי חוק ניירות ערך כלל אינו מתייחס לנושא זה. במצב דברים זה לא ניתן אלא לנסות לשער את "כוונת המחוקק". נראה, כי אכן יש מקום לדרוש מהתביעה להוכיח, לעניין הגורם הנפשי של עבירה זו, את שני הרכיבים שנזכרו לעיל, קרי –

ראשית – יש להוכיח מודעות הנאשם לכך שהמידע שקיבל הינו מידע פנים;

שנית – יש להוכיח מודעותו לכך שמקור המידע הינו "איש פנים".

מאחר שהיסוד הנפשי הנדרש כאן הוא של מודעות מצד מקבל המידע לכך שמקור המידע הינו "איש פנים", הרי שהוא יישא באחריות פלילית גם אם לא ידע בפועל,

"אלביט", זוכה מעבירת השימוש במידע פנים, על יסוד הגנת סעיף 252(א)(4) לחוק, שלפיה, כאשר אין ל"עושה" (פריאל) כל מטרת רווח או מניעת הפסד, אזי ישמש לו הדבר כהגנה מאחריות פלילית בגין עבירת שימוש במידע פנים. ראו שם, בעמ' 44 לפסק הדין. להרחבה בנושא ההגנות מאחריות פלילית, ראו סעיף 5 לפרק זה לעיל.

כי מוסר המידע הינו "איש פנים", אך יכול היה לדעת זאת ו"עצם את עיניו" לנוכח אפשרות כזו.

כך, למשל, בפרשת פריאל וגולדברג, בדק בית המשפט ומצא כי הנאשם גולדברג "עצם את עיניו" לעניין היותו של פריאל שהיה מקור המידע, איש פנים ב"אלביט".³¹⁹ יצוין בהקשר זה, כי כידוע, הלכה היא ש"עצימת עיניים" שקולה כנגד מודעות בפועל. "עצימת עיניים" מוגדרת כ"התעלמות מודעת מאפשרות קיומה של נסיבה הנמנית עם היסוד העובדתי שבעבירה הפלילית, עקב החשד שמא היא מתקיימת, והימנעות, עובר למעשה, מבדיקת המצב ובירורו".³²⁰

4.3.4 על כן ברור, כי גם אם מקבל המידע (Tippee) אינו יודע בוודאות כי מוסר המידע הינו "איש פנים", אך סביר להניח, כי יכול היה לדעת זאת וכי הוא עצם את עיניו לנוכח אפשרות זו, אזי ניתן להרשיעו בעבירה על פי סעיף 152 לחוק. במילים אחרות, אם מקבל המידע (Tippee) נמנע במודע מלברר את תפקידו, את מעמדו או את זיקתו של מוסר המידע לאותו תאגיד, שמידע הפנים מתייחס אליו, אזי יישא מקבל המידע (Tippee) באחריות הפלילית על פי סעיף 152 לחוק. החוק דורש, אם כן, ממקבל המידע לא להסתפק בקבלת המידע, אלא לבחון ולדרוש מה תפקידו של האדם שמסר לו את המידע ומה זיקתו וטיב קשריו לחברה הרלוונטית. ניתן להעלות על הדעת מצבים בהם יחוב אדם באחריות פלילית על פי 152 לחוק, כאשר לא רק שלא ידע כי מדובר במידע פנים, אלא אף לא ידע בוודאות כי מי שהעביר לידיו את המידע הינו "איש פנים", אלא רק "עצם את עיניו" לאפשרות כזו. לשם המחשה: עורך דין, הנותן שירותים מקצועיים לחברה בורסאית, מספר לחברו אודות תוצאותיה העסקיות המשופרות של אותה חברה. מדובר בתוצאות הצפויות להתפרסם בקרוב, אך טרם התפרסמו. עורך הדין נחשב, ללא עוררין, ל"איש פנים" באותה חברה, אף שאין הוא נמנה עם עובדיה או עם הצוות הניהולי שלה. ספק רב אם מקבל המידע מעורך הדין יוכל להתגונן בטענה ש"לא ידע" כי עורך הדין הוא "איש פנים".³²¹

4.3.5 מלשון סעיף 152 לחוק עולה, כי כלל אין נדרש שמקבל המידע (Tippee) אכן יידע ויבין כי קיבל לידיו מידע פנים, שכן לשון הסעיף שותקת לחלוטין לעניין מודעות מקבל המידע ביחס לטיבו של המידע כמידע פנים. אף על פי כן, לא ניתן

319 ראו פרשת פריאל וגולדברג, לעיל הערה 23, בעמ' 58.

320 ראו ש"ז פלר, יסודות בדיני עונשין (כרך א') 519. כן ראו ע"פ 235/59 עדנאן סלים אל נג'מי נ' היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד יד 225, בעמ' 226. וכן ע"פ 265/68 כהן נ' מדינת ישראל, פ"ד כב(2) 147, בעמ' 149. וכן ראו ד"נ 8/68 סולומון המטפרסט נ' היועץ המשפטי לממשלה, פ"ד כב(2) 536, בעמ' 543.

321 למעט, אולי, בנסיבות בהן מקבל המידע כלל לא ידע, ולא יכול היה לדעת, על קירבתו ועל זיקתו של אותו עורך דין לחברה האמורה, שכן אז ייתכן שלא ניתן לדבר לא על "עצימת עיניים" ואף לא על רשלנות מצידו.

לדבר על מודעות בפועל של מקבל המידע, כנדרש בעבירה על פי סעיף 52 לחוק, בלא שיונח שמקבל המידע אכן ידע כי מדובר במידע פנים.

בעניין זה, אין דומה דינו של איש פנים העושה שימוש במידע פנים, כאמור בסעיף 52 לחוק, כדין מקבל מידע (Tippee). שכן, האחרון – להבדיל מהראשון – אינו נגיש לחברה, אינו קשור אליה, אינו ממלא בה כל תפקיד ואין הוא בגדר "איש פנים" בה. אם כך הדבר, ברור שיכולתו של מקבל המידע להעריך נכונה את המידע שקיבל, נמוכה במידה ניכרת מיכולתו של איש הפנים.

יתר על כן, נראה, כי יש מקום לקבוע, לעניין סעיף 52 לחוק, מספר הגנות אפשריות לטובת מקבל המידע: למשל, הגנה השוללת אחריות פלילית אם מקבל המידע לא ידע, ולא יכול היה לדעת, כי נמסר לו "מידע פנים", קרי – כי המידע שהועבר לידו טרם נמסר לכלל ציבור המשקיעים, או טרם נודע לציבור הרחב.

באופן דומה, ראוי לשקול הגנת מקבל המידע (Tippee) במקרה, בו הוא פעל בתום לב, בלי שידע, או שהיה עליו לדעת, כי מקור המידע הינו איש פנים. החמרה מוגזמת עם "מקבלי המידע" סופה שתמנע זרימה תקינה ושוטפת של מידע בשוק ההון, עובדה אשר תפגע, בסיכומו של חשבון, בכלל השחקנים בשוק זה.

4.3.6 כפי שצוין לעיל, צימצמה הפסיקה האמריקאית את האיסור החל על מקבל המידע, בכך שדרשה הוכחת ידיעת מקבל המידע (Tippee), לא רק לכך שמקור המידע באיש פנים, אלא גם לכך שמתן המידע על ידי אדם זה נעשה תוך הפרת חובת הנאמנות של איש הפנים כלפי החברה.³²²

בהקשר דומה קבע בית המשפט המחוזי בערעור בפרשת קרן, כי אין מקובלת עליו הטענה, שלפיה יש להגביל את האיסור מכח סעיף 52 לחוק רק למקבל מידע (Tippee), שהמעביר התכוון להעביר אליו את המידע.³²³ הגישה הנכונה, לדעת בית המשפט המחוזי שם, היא גישת המשפט האמריקאי, שלפיה מקבל מידע (Tippee) מקבל על עצמו את הפרתה של חובת האמון על ידי איש הפנים, שהעביר לו את המידע. זאת, ובלבד שמקבל המידע (Tippee) אכן ידע על כך שאיש הפנים הפר את חובת האמון שלו לחברה בעצם העברת מידע הפנים.³²⁴

4.3.7 החוק הישראלי אינו מתייחס כלל, כאמור לעיל, לדרישה בדבר הוכחתה של הפרת חובת אמון, כנדרש על פי הדין האמריקאי. נובע מכך, כי כלל אין נדרשת מודעותו של מקבל המידע להפרת אמון כזו. על כן, יש לראות את האמירה דלעיל מפסק דין קרן כהערת אגב בלבד, שאינה משקפת את ההלכה בדין הישראלי. יש

322 ראו בפרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 36–37. בית המשפט בישראל מתבסס על פסקי דין שניתנו בארה"ב בפרשות *Chiarella*, *Dirks* ו-*Chestman*.

ראו: *Chiarella*, *supra* note 47, *Dirks*, *supra* note 47 ו-*Chestman*, *supra* note 5.

323 ראה פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 37.

324 ראו שם, בעמ' 37–38.

לזכור עוד, כי מודעותו של מקבל המידע לכך שהוא קיבל לידי מידע פנים, צריכה לספק, שכן אם הוא יודע זאת, משמע שסביר להניח כי הוא יודע שהאדם שמסר לו מידע זה, הפר חובה על פי הדין.

4.4 דרישת היסוד הנפשי במשפט האמריקאי

4.4.1 הדין האמריקאי דורש, בדומה לדין הישראלי, יסוד נפשי של מודעות ("Knowing") ליסודות העבירה של שימוש במידע פנים. בלשון בית המשפט האמריקאי באחד המקרים הבולטים של שנות ה-80:

"In Rule 10b-5 private actions and enforcement actions alike, the plaintiff must prove *Sceinter*, defined by the Supreme Court as "a mental state embracing intent to deceive, manipulate or defraud... Proof of Knowing conduct is sufficient to establish the necessary *Scienter*".³²⁵

4.4.2 בפרשת Macdonald הועמד לדין יו"ר של קרן השקעות, אשר רכש ניירות ערך של הקרן תוך שימוש במידע פנים, שנגע להתקשרות עסקית חיובית ומבטיחה של הקרן. בית המשפט האמריקאי פסק, כי לצורך הרשעה די בכך שיוכח, כי במועד רכישת ניירות הערך על ידי הנאשם ידע זה, כי יש בידי מידע פנים (קרי – כזה שלא פורסם בציבור); וכן – כי ידע שמדובר במידע "מהותי", קרי – מידע שמשקיע סביר יחשוב שמדובר במידע בעל חשיבות לקבלת החלטותיו.³²⁶

באותה פרשה דחתה ערכאת הערעור את טענת הנאשם, שלפיה טענה הערכאה הנמוכה בכך שהתעלמה מטענת הנאשם, כי לא היה מודע לכך שאי-גילוי המידע שהיה בידי יו"ר שבו כדי להטעות את ציבור המשקיעים. נפסק, כי די בכך שהוכח כי מידע הפנים, שהיה בידי הנאשם היה "גורם מניע וממריץ" (was a motivating factor), כדברי בית המשפט, לביצוע הרכישות של ניירות הערך. ברור, כך נקבע, כי אם הנאשם עצמו סבר שמדובר במידע רלוונטי לשאלת רכישת ניירות הערך, הרי שגם ה"משקיע הסביר" היה סבור כך.³²⁷

4.4.3 על אף העובדה שהדין האמריקאי דורש, בדומה לדין הישראלי, "מודעות" בלבד ולא כוונה, הרי שבכל זאת נבדל הוא, בהיבט מהותי ביותר, מהדין הישראלי. הדין האמריקאי – להבדיל מהישראלי – דורש כי תוכח ידיעה (לרבות – עצימת

325 ראו S.E.C v. Macdonald, 699 F.2d 47 (1983), 50. יצוין, כי הדברים נאמרו ביחס להליך אזרחי על פי סעיף 10b לחוק ניירות ערך האמריקאי, אך הם נכונים גם ביחס להליך פלילי.

וכן Ernest & Ernest v. Hochfelder, 425, U.S. 185, 193.

Macdonald, *supra* note 325, at p. 50 326

Ibid, at p. 51 327

עיניים) של מקבל מידע הפנים (Tippee) לכך שמוסר המידע הפר, אגב מסירת המידע, חובת נאמנות או חובת אמון המוטלת עליו.³²⁸ להמחשה, אם אדם מקבל מידע פנים משותפו למשחקי טניס, שהינו דירקטור בחברה, הרי שעל פי דרישות הדין האמריקאי, תהא התביעה מחויבת להוכיח לא רק, כי הנאשם ידע שמדובר במידע פנים (על כל רכיביו של מושג מורכב זה, כמפורט בפרק זה לעיל), אלא גם, כי מקבל המידע ידע (או "היה עליו לדעת") כי שותפו לטניס הפר — בעצם מסירת המידע לו — את חובות האמון שלו כלפי החברה בה הוא מכהן כדירקטור. כמובן, בדרישה זו נבלעת גם ידיעתו של המקבל כי השותף מכהן כדירקטור. כאמור, דרישה מסוג זה אינה נזכרת כלל בחוק הישראלי.

5. הגנות בעבירה של שימוש במידע פנים

5.1 כללי

סעיף 152 לחוק, קובע —

"(א) לא ישא אדם באחריות פלילית, ולא יחוב לפי סעיף 152 ח, אם הוכיח אחת מאלה:

- (1) המטרה היחידה של העיסקה שעשה היתה רכישת מניות הכשרה אשר על פי תקנות החברה נדרש דירקטור לרכוש כתנאי למינויו;
- (2) העיסקה שעשה הינה פעולה בתום לב במסגרת ביצוע תפקידו כמפרק, ככונס נכסים או כנאמן בפשיטת רגל או לשם מימוש בטוחות;
- (3) העיסקה שעשה הינה ביצוע בתום לב של חוזה חיתום;
- (4) מטרת השימוש במידע פנים לא היתה, או בעיקרה לא היתה, עשיית רווח או מניעת הפסד לעצמו או לאחר;
- (5) הוא התקשר בעיסקה בקשר לניירות ערך של החברה שעל אודותיה יש לו מידע פנים כשלוחו של אחר, בלא שהפעיל את שיקול דעתו ובלא שמסר מידע או חוות דעת שהיה בהם כדי להביא להתקשרות בעיסקה;
- (6) העיסקה שעשה היא עיסקה מחוץ לבורסה עם אדם שגם בידו היה מצוי מידע הפנים;
- (7) העיסקה נעשתה בעד איש הפנים על ידי נאמן הפועל על דרך של נאמנות עיוורת; לענין זה, 'נאמנות עיוורת' — נאמנות המופעלת על פי שיקול דעתו הבלעדי של הנאמן וללא התערבותו של איש הפנים;
- (8) מטרת העיסקה היא ויסות השער של נייר הערך שבו נעשתה

328 ראו Loss & Seligman, *supra* note 9, at p. 3611.

העיסקה בידי תאגיד שקבע לעצמו הנחיות לוויסות ומסר לרשות הודעה עליהן לפני ביצוע העיסקה, ונתקיימה אחת מאלה:

- (א) העיסקה בוצעה בהתאם להנחיות כאמור;
- (ב) העיסקה נעשתה מחמת צורך בוויסות בנסיבות שאין עליהן הנחיה כאמור וניתנה על כך הודעה לרשות מיד עם עשייתה והוכללה בהנחיות הוראה הקובעת כהנחיה לעתיד דרך התנהגות זהה בנסיבות דומות;

(9) בנסיבות הענין היתה הצדקה לביצוע העיסקה.

- (ב) לא ישא תאגיד באחריות פלילית לפי פרק זה ולא יחוב לפי סעיף 52ח, אף על פי שלדירקטור שלו או לעובדו יש גישה למידע פנים או שמצוי בידו מידע פנים הנוגע לתאגיד שנייר הערך שלו הוא נושא העיסקה או חוות הדעת, אם הוכיח שלא הדירקטור או העובד שבידו המידע החליט להתקשר בעיסקה או לתת את חוות הדעת ושיש הסבר סביר לביצוע העיסקה או למתן חוות הדעת.

כאשר עוסקים אנו בהגנות מפני אחריות פלילית, כגון ההגנות המפורטות בסעיף 52 לחוק, מתעוררת במלוא עוזה שאלת הסיווג של הוראות אותו הסעיף: אם הן בגדר "הגנות" או שמא מסווגות הן כ"סייגים לאחריות פלילית". הבחנה זו בין "הגנה" לבין "סייג" רלוונטית במיוחד לשאלת נטל ההוכחה והשכנוע. "הגנה" מטילה על הנאשם את נטל ההוכחה להראות שההגנה מתקיימת, וזאת על פי מאזן ההסתברויות. משמע, בכל מקרה בו יש ספק אם חלה ההגנה, אם לאו, לא תחול ההגנה. מאזן ההסתברויות יפעל לרעת הנאשם, שכן הוא לא הרים את הנטל המוטל עליו להראות כי ההגנה אכן מתקיימת.

שונה המצב עת מדובר ב"סייג לאחריות פלילית", כפי שקבוע, למשל, בפרקים ה'1, ה'2 לחוק העונשין, בהתאם לתיקון מס' 39 לחוק זה. סייג לאחריות פלילית פועל ומופעל באורח שונה מאשר "הגנה", שכן אף שגם במקרה זה הנטל להוכיח את קיום הסייג, מוטל על הנאשם, הרי שנטל ההוכחה שונה מזה החל בנושא ה"הגנה". נטל ההוכחה באשר ל"סייג" הוא — בהתאם להוראת סעיף 34כב (א) לחוק העונשין — על פי מבחן ה"ספק הסביר". יתר על כן, להבדיל מאשר בעניין ה"הגנות", הרי שכל ספק — אם קיים — יחול ויפעל לטובת הנאשם.³²⁹

בפרשת גיבור סבריינה דן בית המשפט העליון בשאלת סיווגן של הגנות סעיף 52 לחוק, ופסק, כי מדובר — כשמן — ב"הגנות" ולא ב"סייגים", עובדה המשליכה, כאמור, על נטלי ההוכחה ומטילה על הנאשם את המשא להרים נטל זה, שאם לא כן לא יחולו אותן הגנות.³³⁰

329 ראו הוראת סעיף 34כב (ב) לחוק העונשין, התשל"ז-1977. ראו גם פרשת גיבור סבריינה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 368-370.

330 ראו שם, בעמ' 375-380 וכן בעמ' 383-384.

5.2 הגנת סעיף 152(א)(1) לחוק

” (א) לא ישא אדם באחריות פלילית, ולא יחוב לפי סעיף 152 ח, אם הוכיח אחת מאלה:

(1) המטרה היחידה של העיסקה שעשה היתה רכישת מניות הכשרה אשר על פי תקנות החברה נדרש דירקטור לרכוש כתנאי למינויו;”

הגנה זו נועדה למנוע העמדה לדין, בעבירה של שימוש במידע פנים, של מנהלים אשר קיבלו מניות של חברה לצורך כהונתם כדירקטורים בחברה. יצוין, כי בעבר מקובל היה בחברות מסוימות לחייב בהקצאת מניות הכשרה לאדם המתמנה לתפקיד דירקטור בחברה, ואולם, כיום, הולך ונעלם נוהג זה ומשום כך גם הוראה ארכאית זו, שנקבעה בסעיף 152(א)(1) לחוק, אינה רלוונטית עוד.

5.3 הגנת סעיף 152(א)(2) לחוק

” (א) לא ישא אדם באחריות פלילית, ולא יחוב לפי סעיף 152 ח, אם הוכיח אחת מאלה:

....

(2) העיסקה שעשה הינה פעולה בתום לב במסגרת ביצוע תפקידו כמפרק, ככונס נכסים או כנאמן בפשיטת רגל או לשם מימוש בטוחות;”

הוראת סעיף 152(א)(2) לחוק נועדה להגן על נושאי תפקידים, כגון נאמן, מפרק או כונס נכסים, הפועלים בשם ועבור אחרים בתום לב, ואגב כך מבצעים פעולות בניירות הערך של חברה.

הוראה זו מציבה, למעשה, בפני בעל התפקיד דרישה להוכחה אחת ויחידה, והיא — דרישת תום לב. די בכך שבעל התפקיד יוכיח כי פעל בתום לב, על מנת שתעמוד לו הגנת הסעיף מפני הרשעה בעבירה של שימוש במידע פנים.

נראה, כי הוראת סעיף 152(א)(2) לחוק היא — לפחות בנוסחה הנוכחי — תמוהה ומוטעית מיסודה. זאת משני טעמים:

הטעם האחד הוא, שדרישת תום הלב מנוגדת תכלית ניגוד לעצם השימוש במידע פנים. קשה להבין כיצד ייתכן שניצול מידע פנים, קרי — מידע שטרם נודע לציבור הרחב, יכול להיחשב כמעשה שביסודו עומד תום לב. ייתכן שמאחורי אותה פעולה בנייר ערך אין עומד אינטרס אנוכי, אישי, של בעל התפקיד, אך ברור כי העדר אינטרס אישי אינו שקול להיעדר תום לב. יתרה מכך, מקרה של העדר אינטרס אישי מטופל כבר ממילא על ידי הוראת הגנה אחרת בסעיף 152 לחוק ובסעיף 152(א)(4) לחוק. הטעם השני הוא, שכלל לא ברור על שום מה ולמה צריכה להינתן עדיפות לנאמן או לכונס נכסים כאשר הוא עושה שימוש אסור במידע פנים, בעוד שאותו מעשה

אסור על אחרים. אף אם אין המפרק או כונס הנכסים של חברה פועל למען עצמו, אלא למען נושי החברה, גם אז אין הצדקה לסטייה מהאיסור התחיקתי על שימוש במידע פנים, ממש כשם שאין המפרק משוחרר, למשל, מהאיסור על הנעת ניירות ערך בדרכי תרמית, כאמור בסעיף 54 לחוק. שימוש במידע פנים מהווה עבירה, וככזה – אין מקום להתירו לאחדים ולאסרו על אחרים.

5.4 הגנת סעיף 152(א)(3) לחוק

"(א) לא ישא אדם באחריות פלילית, ולא יחוב לפי סעיף 152, אם הוכיח אחת מאלה:

...

(3) העיסקה שעשה הינה ביצוע בתום לב של חוזה חיתום;"

הוראת סעיף 152(א)(3) לחוק נועדה להגן על חתמים, אשר מחויבים לפעול מכח הסכם החיתום לרכוש או למכור ניירות ערך של החברה, שבהנפקתה הם שימשו כחתמים.³³¹ הגנה זו מוצדקת ודרושה, שכן הסכם החיתום, ועיקרי הוראותיו, מפורסמים בפני הציבור הרחב במסגרת תשקיף ההנפקה. מאחר שפעילות החתם מבוססת על מידע שהובא לידיעת ציבור המשקיעים במסגרת התשקיף, ומאחר שהתחייבויות החתמים באות לידי ביטוי במועדים הסמוכים להנפקה לציבור, הרי שפוטנציאל השימוש במידע פנים על ידי החתמים הינו מוגבל מעיקרו.³³²

5.5 הגנת סעיף 152(א)(4) לחוק

"(א) לא ישא אדם באחריות פלילית, ולא יחוב לפי סעיף 152, אם הוכיח אחת מאלה:

...

(4) מטרת השימוש במידע הפנים לא היתה, או בעיקרה לא היתה, עשיית רווח או מניעת הפסד לעצמו או לאחר."

5.5.1 מגמתו של בית המשפט העליון בישראל היתה לפרש על דרך הצמצום את הגנת סעיף 152.³³³ הטעם לכך הוא הרצון שלא לרוקן מכל תוכן את האיסור הסטטוטורי באשר לשימוש במידע פנים. בשפתו הציונית של השופט חשין –

"החשש הוא שמא קופה של מחט-סידקית יהפוך פיתחו של אולם".³³⁴

331 למעשה, התחייבות החתמים כלפי החברה המנפיקה הינה לרכישת ניירות ערך, בנסיבות מסוימות, ולא למכירתם.

332 להרחבה בנושא חובות החתם ותפקידיו, ראו פרק ח' לספר זה.

333 ראו פרשת גיבור סברניה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 386.

334 ראו שם, בעמ' 387.

"ההגנה, אליבא דידך, נועדה לארועים חריגים, וההכרה בה באורח ליברלי תניח מכשולים בלתי־ראויים על תכליתו העיקרית של החוק, והיא, להקנות מירב אמינות לעסקות בניירות ערך של חברות ציבוריות, להנהיג שוויון ולחלק באורח צודק את המשאבים העומדים לרשות הכלל".³³⁵

5.5.2 פרשת גיבור סבריינה זימנה לשלוש ערכאות דיון בהגנת סעיף 152(א)(4) לחוק.

ישראל רוזוב, אחד הנאשמים הראשיים בפרשה זו טען להגנתו, כי מכר את מניות חברת גיבור סבריינה שברשותו, שכן היה זקוק לכסף מזומן לשם רכישת השליטה בחברת רס־קאר, יבואנית מכוניות ב.מ.וו.³³⁶ משום כך, טען רוזוב, לא היתה כל כוונת רווח, או מניעת הפסד, מאחורי פעולת המכירה, ואזי עומדת לו הגנת החוק. טיעון זה מצא דעות חלוקות בבתי המשפט השונים, שנדרשו לשאלה. בעוד שבית משפט השלום (השופטת אופיר־תום, אז בבית משפט השלום) דחה את הטענות האמור, הרי שערכאת הערעור הראשונה, בית המשפט המחוזי, דווקא מצא לקבל הנמקה זו, ולו מן הספק. לעומת זאת, בית המשפט העליון, מפי השופט חשין, סב על עקבותיו של בית המשפט המחוזי ובחר דווקא בדרכה של הערכאה הראשונה, תוך שדחה מכל וכל את טיעון ההגנה של רוזוב.³³⁷ בעניין זה הביע בית המשפט העליון את דעתו כי —

"לו קיבלנו טענה זו — טענה של 'צורך עסקי', כביכול — לא היה לדבר סוף וההגנה היתה הופכת לעיר מקלט לכל מי שמידע פנים בידו".³³⁸

עוד נפסק באותה פרשה על ידי בית משפט העליון, כי לשם הפעלת ההגנה על פי סעיף 152(א)(4) לחוק לא נדרש הנאשם להוכיח באורח מוחלט קיומה של מטרה ספציפית ו"לגיטימית" למסירת המידע, למי שאינו זכאי לקבלו.

335 ראו שם, שם.

336 לטענת רוזוב, מאחר שהבנקים סירבו להעניק לו את האשראי הדרוש לביצוע העסקה, כנגד שעבוד מניותיו בחברת גיבור (אלא בשווי נמוך יחסית), לא נותרה לו, לטענתו, הברירה אלא למכור את המניות.

337 ראו פרשת גיבור סבריינה־עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 390.

338 ראו שם, שם. ראו באופן דומה פרשת עדי אייל־שלום, לעיל הערה 62, בסעיף 56 לפסק הדין. בפרשה זו נדחתה טענת ההגנה על פי סעיף 152(א)(4) לחוק משום שבית המשפט מצא סתירה לוגית בטיעון זה: הנאשם טען כי רכש ניירות ערך של התאגיד (תשלובת אלוני) בו הוא שימש איש פנים, כדי להגדיל אחזקות משפחתו, וזאת, דווקא במהלך המו"מ למיזוג שהתנהל באותה עת עם חברת "איטונג". הבעיה בגירסה זו היתה, כי קשה לראות כיצד מי שמנהל מו"מ למכירת מניותיו רוכש במקביל מניות נוספות. נוסף לכך, הנאשם לא שיתף איש מבני משפחתו בתוכנית הרכישה, אף שגם הם היו בעלי מניות בחברה ביחד עימו. זאת ועוד, הנאשם לא רכש את כמות המניות שיכלה באמת להקנות לו רוב בחברה, אף שלא היה חולק שהיו לו האמצעים הכספיים לשם כך. מעובדה זו הסיק בית המשפט, כי לא זו היתה המטרה האמיתית של פעילות הנאשם.

5.5.3 בפרשת פריאל וגולדברג מצא בית המשפט לזכות את הנאשם פריאל מהאישום של שימוש במידע פנים מכוח הגנת סעיף 152(4) לחוק. נקבע, כי לא הובאה כל ראיה לפיה הנאשם, שהיה דובר חברת "אלביט" ואיש יחסי הציבור שלה, היה מונע על ידי אינטרס כספי כלשהו, או כי ציפה לרווח כספי ממעשיו. כמו כן נקבע, כי לא הוכח שהנאשם ביקש לגרום לרווח או למנוע הפסד ממי שלידו מסר את המידע. נהפוך הוא. הוכח, כי הנאשם פעל אך ורק בתפקידו כדובר "אלביט" ועל רקע יחסיו המיוחדים עם נציגי התקשורת, איתם עבד דרך קבע.³³⁹ עוד נפסק שם, כי אף אם אין ספק שפריאל חרג חריגה גסה מכללי האתיקה, בכך שמסר מידע לשני העיתונאים (רוזנבלום וגולדברג), הרי שמעשיו הונעו על ידי שאפתנות מקצועית ולא על ידי כוונת רווח.³⁴⁰

5.5.4 פרשה אחרת, בה נדונה הגנת סעיף 152(4) לחוק, הינה פרשת קרן. קרן טען בבקשת רשות ערעור שהגיש לבית המשפט העליון (כערכאה שלישית), כי עומדת לו הגנת סעיף 152(א)(4) לחוק, שכן כאשר העביר את מידע הפנים ומסרו לאדם אחר, לא היתה לו כל כוונת רווח לעצמו או לאחר. טענה זו נדחתה על ידי בית המשפט בנימוק, כי העבירה, בה הורשע הנאשם — שימוש במידע פנים על ידי "איש פנים" (סעיף 152 לחוק) — היא עבירה התנהגותית שאינה דורשת, במישור היסוד הנפשי, אלא "מחשבה פלילית".³⁴¹

מפרשת קרן עולה, כי אין זה סביר ש"איש פנים", שעשה שימוש ב"מידע פנים", בין בעצמו ובין בדרך של העברתו לאדם אחר, יוכל להתעטף בהגנת סעיף 152(א)(4), בטענה, כי לא התכוון להפיק רווח. אם תאמר אחרת, ירוקן הדבר מכל תוכן את תכלית האיסור הקבוע בסעיף 152 לחוק. לאור זאת, פסק בית המשפט העליון בפרשת קרן, כי יש לקרוא לתוך סעיף 152(א)(4) את המילים — "אלא מטרה לגיטימית אחרת", בסיפא של אותו הסעיף.

במילים אחרות, אם מטרת השימוש במידע הפנים לא היתה ל"מטרה לגיטימית אחרת", אזי אף אם לא היתה ל"עושה" כל כוונת רווח, לא תעמוד לו ההגנה האמורה.³⁴² ניתן לבקר פרשנות זו של בית המשפט העליון, הקוראת לתוך הוראת החוק את שלא נאמר בה, אף לא במרומז. יתר על כן, פרשנות זו קוראת אל תוך סעיף 152(4) לחוק, עניין מהותי נוסף, שאף הוא אינו נזכר בסעיף זה: הסייג, כי הסעיף לא יחול על "איש פנים". במילים אחרות, לגישת בית המשפט העליון, כעולה מפרשת קרן, הרי

339 ראו פרשת פריאל וגולדברג-שלום, לעיל הערה 23, בעמ' 44.

340 ראו שם, שם.

341 ראו פרשת קרן-עליון, לעיל הערה 58, בעמ' 190–192.

342 ראו שם, שם. השופט גולדברג ציין, כי יש לפרש את סעיף 152(א)(4) לחוק באופן שהוא נועד רק למעין "הגנת הצורך", כדבריו. מפסק הדין עולה ההלכה, כי ההגנה תחול רק כאשר "איש הפנים" מחויב או נאלץ למסור את מידע הפנים לאדם אחר, כגון כאשר אדם נאלץ למסור מידע פנים לעורך דינו, כאשר מידע פנים חיוני להגנתו.

שהלשון "אדם" ברישא לסעיף 152(4) מכוונת (ככל שנוגעים הדברים בס"ק (4)) ל-"אדם, ובלבד שאינו 'איש פנים' בחברה". מובן שפרשנות כזו מצמצמת מאוד את תחולת ההגנה על פי סעיף 152(4). דברים אלו נאמרים על אף שאין ספק שיש היגיון בהגבלת ההגנות, מהן זכאי ליהנות איש פנים. ראוי, עם זאת, כי סייגים כאלו ייכתבו במפורש בלשון הדין. ככלות הכול, תחולת ההגנות המפורטות בסעיף 152 לחוק, הינה ממילא מוגבלת וצרה.

5.5.5 בפרשת נורדן טען הנאשם, כי עומדת לו הגנת סעיף 152(4) לחוק, שכן ביסוד רכישות ניירות הערך של חברת נורדן, בה שימש כמנכ"ל וכבעל מניות עיקרי, לא עמד הרצון להפיק רווח, לדבריו. המניע לפעולותיו, כך נטען, היה רצונו לבצר את שליטתו בחברה ולהגדיל את שיעור אחזקותיו בה מעל 50% באופן מעורר תמיהה. התקבל טיעון זה כמבסס את הגנת סעיף 152(4) לחוק על ידי הערכאה הראשונה. ואולם, ערכאת הערעור דחתה מכל וכל טיעון זה וקיבלה את ערעור המדינה, כי לנאשם אין עומדת, ולא תוכל לעמוד, הגנת אותו הסעיף.³⁴³

ספק רב אם ניתן לקבל טיעון של "בעל מניות עיקרי" בחברה, כי עשה שימוש במידע פנים שברשותו,³⁴⁴ מתוך שאיפה לבצר את אחיזתו ולהשלים את השתלטותו על החברה, ואזי — רשאי הוא לחסות תחת כנפי ההגנה בדבר העדר מטרת רווח או מניעת הפסד. לא לכך נועדה הגנה זו. הגנת סעיף 152(4) לחוק נועדה להגן על אלה אשר אכן פעלו ללא שמץ של אינטרס כספי אישי. פרשת פריאל וגולדברג, שנזכרה לעיל, הינה אכן דוגמא מייצגת לכך. קשה לקבל טיעון שלפיו ביצור שליטה בתאגיד בורסאי הוא אינטרס שאין בו ולו שמץ של אינטרס אישי-כספי.

5.5.6 יודגש, כי הגנת סעיף 152(4) לחוק פרושה על מי שהאינטרס שהניע אותו לא היה בעיקרו, ועל כך הדגש, אינטרס כספי אישי. במילים אחרות, לא יורשע נאשם שיוכיח, כי בינות שיקוליו ומניעיו לשימוש במידע פנים היה גם אינטרס שאינו כספי אישי. ואולם, על מנת שאכן יוכל ליהנות מאותה הגנה, עליו להוכיח כי גם אם היה אינטרס כספי כלשהו, הרי שהיה זה אינטרס שולי, זניח וצדדי, במכלול שיקוליו ומניעיו. בעניין זה, כמובן, יכול לסייע לנאשם אם יוכל להצביע על מטרה לגיטימית אחרת, שאינה המטרה של השגת רווח כספי או מניעת הפסד.³⁴⁵

ברור, עם זאת, כי שימוש במידע פנים, כאשר לנגד עיני העושה עומד מניע מעורב (מניע כספי ומניע אחר) לא בהכרח יסייע לנאשם, שהרי הדגש בהגנה מושם על כך שהמניע לא היה, או לא היה בעיקרו, מניע כספי. משמע, העובדה, שהיה מניע או

343 ראו פרשת נורדן-מחוזי, לעיל הערה 61, בעמ' 30–31. ראו באופן דומה פרשת אייל רותם-מחוזי, לעיל הערה 246.

344 מידע הפנים באותו מקרה היה קבלת היתר על ידי החברה לביצוע קידוחים נסיוניים למציאת נפט וגז בים.

345 ראו והשוו פרשת מהרשק-מחוזי, לעיל הערה 62, בסעיף ט"ו לפסק דינה של השופטת ברלינר.

מטרה נוספים, אין בה, כשלעצמה, כדי להפעיל את הגנת סעיף 152(א)(4) לחוק.³⁴⁶ ברור עוד, כי די בכך שהשיקול הכספי-האנוכי של הנאשם לא היה שולי, או שהיה שיקול חשוב, על מנת שתישלל ממנו ההגנה. זאת, גם אם בנסיבות המקרה היו שיקולים נוספים, לא כספיים, שהניעו אותו לבצע את העבירה. אכן, כבר נפסק בעניין זה —

”קיומה של מטרה נוספת איננה סותרת את המטרה של עשיית רווח.”³⁴⁷

5.5.7 ניתן לסכם ולהסיק מספר מסקנות מפסקי הדין בישראל שנסקרו לעיל, לעניין הגנת סעיף 152(א)(4) לחוק:

ראשית, נכונות בית המשפט בישראל להכיר בהגנה זו היא מוגבלת ביותר. שנית, ההגנה של “צורך עסקי” נתפשת כפותרת פתח בעייתי ורחב מדי, דרכו עלולים לחמוק מן הדין עברייני שוק ההון, ובמיוחד — בעלי השליטה ובעלי העניין. לאלו תמיד “צרכים עסקיים”, כאלו ואחרים.

שלישית, על מנת להצליח בהפעלתה של הגנת סעיף 152(א)(4) לחוק נדרש הנאשם להצביע על קיומה של מטרה לגיטימית אחרת שאינה הפקת רווח או מניעת הפסד. רביעית, הגנת הסעיף לא תעמוד למי שיכול היה להימנע מהשימוש במידע הפנימי, ולא עשה כן. למשל, אילו יכול היה להמתין עם ביצוע הפעולה בניירות הערך עד אשר יפורסם המידע לציבור הרחב, ויחדל מלהיות מידע פנים, ולא עשה כן ללא הצדקה סבירה ומשכנעת.³⁴⁸

5.6 הגנת סעיף 152(א)(5) לחוק

”(א) לא ישא אדם באחריות פלילית, ולא יחוב לפי סעיף 152, אם הוכיח אחת מאלה:

...

(5) הוא התקשר בעסקה בקשר לניירות ערך של החברה שעל אודותיה יש לו מידע פנים כשלוחו של אחר, בלא שהפעיל את שיקול דעתו ובלא שמסר מידע או חוות דעת שהיה בהם כדי להביא להתקשרות בעסקה;”

הוראת סעיף 152(א)(5) לחוק נועדה לפרוש הגנה על מי שביצע פעולה בניירות ערך של חברה כשלוחו של אחר. הוראה זו חיונית לשם פעולתם התקינה של מבצעים בבורסה, של פקידי בנק, של יועצי השקעות בבנקים או בחברות השקעה וכיוצא באלה. תנאי הכרחי לקיומה של ההגנה על פי סעיף זה הוא, שהשלוח נמנע מלהפעיל כל שיקול דעת עצמאי בביצוע הפעולה בנייר הערך וכן כי לא העביר ולא מסר

³⁴⁶ ראו בעניין זה פרשת אייל רותם-מחוזי, לעיל הערה 246, בפסק דינה של השופטת ברלינר.

³⁴⁷ ראו פרשת נורדן-מחוזי, לעיל הערה 61, בעמ' 31.

³⁴⁸ ראו בעניין זה את פרשת אייל רותם-מחוזי, לעיל הערה 246.

את מידע הפנים שבידיו לידי הלקוח שלו, הוא שולחו. תנאי נוסף, שהינו אינהרנטי לתחולתה של הגנת סעיף 152(א)(5) לחוק, הוא, שהשלוח אכן פעל באותו עניין כשלוח, ולא עבור עצמו.

5.7 הגנת סעיף 152(א)(6) לחוק

“(א) לא ישא אדם באחריות פלילית, ולא יחוב לפי סעיף 152ח, אם הוכיח אחת מאלה:

...

(6) העיסקה שעשה היא עיסקה מחוץ לבורסה עם אדם שגם בידו היה מצוי מידע הפנים;”

הגנת סעיף 152(א)(6) לחוק מיועדת למקרה מיוחד של שימוש במידע פנים, במסגרת עסקה פרטית, מחוץ לבורסה, של ניירות ערך. למשל, שני דירקטורים של חברה, או שני בעלי מניות או בעלי עניין בחברה, מבצעים ביניהם עסקה של מכר או רכש ניירות ערך של החברה. בשל היותה של העסקה עסקה דו-צדדית, קרי – מחוץ למסחר בבורסה לניירות ערך, הרי שאין רלוונטיות לשאלת פרסום המידע בציבור הרחב (“אשר אינו ידוע לציבור”). מאחר שהמידע מצוי בידי שניהם, אין חשיבות לכך שמדובר במידע פנים, קרי – מידע מהותי, שיש בו כדי להשפיע על שיקולי המשקיע הסביר. ברור, שכאשר שני הצדדים כאחד מודעים למידע הפנים, אזי אין סכנה של הפרת יסוד השוויוניות וההגינות בין הצדדים, יסוד העומד, כידוע, בבסיס האיסור על שימוש במידע פנים.

הרציונל ביסוד הוראת סעיף 152(א)(6) לחוק ברור ומתבקש. שכן, כאשר שני אנשים פועלים במודע על בסיס אותו מידע, הרי שאין כל חשש של ניצול חולשה, של השגת יתרון בדרכי עורמה או של חשש לאי-הגינות של מי מהצדדים.

נניח, לשם המחשה, כי לשני דירקטורים בחברה ידוע, כי החברה עומדת לפרסם דו"חות כספיים מצוינים, אשר בעקבותיהם צפויים ניירות הערך של החברה לזכות בביקוש גבוה בבורסה לניירות ערך, ושעריהם צפויים לעלות. אם נאות – בנסיבות אלו – אחד משני הדירקטורים של החברה למכור לצד האחר את מניותיו בחברה, משמע הוא מוותר, משיקוליו שלו, על הצפי לעליית השער. אם עשה כן, אין כל חשש לאי-הגינות מצידו של הצד האחר לעסקה.³⁴⁹

יצוין, כי אם אחד הצדדים לעסקה הסתיר מהצד האחר מידע פנים כלשהו, הרי שלא רק שלא תחול על הצד שעשה שימוש במידע הפנים הגנת סעיף 152(א)(6) לחוק, אלא שהוא אף עבר עבירה של תרמית בנייר ערך, כאמור בסעיף 54(א) לחוק, שכן “הניע” אותו בתרמית לבצע עסקה בנייר ערך.

349 מאחר שמדובר בעסקה מחוץ לבורסה, בהחלט ייתכן ששער העסקה יהא גבוה משער המניה בבורסה. משמע, הוא יגלם בתוכו את העלייה הצפויה בשער המניה, בין במלואה ובין בחלקה.

יודגש, עם זאת, כי תנאי הכרחי לקיומה של הגנה זו הוא כי מידע הפנים, ככל שהוא מצוי בידי צד אחד לאותה עסקה, יהא מצוי במלואו גם ברשות הצד האחר לעסקה. בלעדי תנאי הכרחי זה לא תקום לצד המחזיק במידע הגנת סעיף 152(א)(6) לחוק. חשובה בעניין זה זהות מלאה (או לפחות, גבוהה) בין פרטי המידע המצויים בידי צד אחד לעסקה לבין פרטי המידע המצויים בחזקתו של הצד השני לעסקה. שכן, אי שוויון בידיעת שני הצדדים לעסקה שולל את ההגינות ההכרחית לאותה עסקה, גם כאשר מבוססת היא על מידע פנים.

5.8 הגנת סעיף 152(א)(7) לחוק

"(א) לא ישא אדם באחריות פלילית, ולא יחוב לפי סעיף 152ח, אם הוכיח אחת מאלה:

...

(7) העיסקה נעשתה בעד איש הפנים על ידי נאמן הפועל על דרך של נאמנות עיוורת; לענין זה, 'נאמנות עיוורת' — נאמנות המופעלת על פי שקול דעתו הבלעדי של הנאמן וללא התערבותו של איש הפנים;"

הוראת סעיף 152(א)(7) לחוק נועדה להגן על מי שהינו איש פנים, הפועל באמצעות אדם אחר, כאשר זה פועל כשלוחו ב"נאמנות עיוורת" לטובת איש הפנים. יצוין, כי במסגרת "נאמנות עיוורת" שולל מעצמו, מלכתחילה, איש הפנים כל שיקול דעת באשר להשקעה בניירות הערך של החברה בה הוא משמש כאיש פנים, ומפקיד אמונו, ללא סייג, בנאמן. אותו נאמן רשאי ומוסמך לפעול בחשבון ניירות הערך של איש הפנים על פי מיטב הבנתו ושיקול דעתו, והכל — בלא להיוועץ באיש הפנים. במתכונת האמורה, לא רק שהנאמן אינו מחויב להיוועץ בלקוחו ובשולחו, הוא איש הפנים בחברה, אלא שיותר מכך — נאסר על הנאמן להיוועץ בו, שאם לא כן, תישלל מתכונת הנאמנות העיוורת.

מנגנון של נאמנות עיוורת, בו שולל מעצמו איש פנים כל יכולת התערבות בביצוע פעולות בניירות ערך, הינו מנגנון יעיל, נכון ומומלץ לאיש פנים, המעונין לבטח עצמו מפני אישומים בגין שימוש במידע פנים. הוא הדין בעובדים של הבורסה, של חברי הבורסה (כגון עובדי הבנקים המסחריים) וכן בעובדי הרשות לניירות ערך, או כל אדם אחר המבקש להחזיק בחשבון ניירות ערך בלי להיות מעורב בניהולו. גם אם יבצע הנאמן פעולות בניירות ערך של אותה חברה, בה משמש שולחו כאיש פנים, גם אז לא ניתן יהיה לייחס לאיש הפנים כל עבירה של שימוש במידע פנים; והכל — בתנאי שאכן כובדו כל תנאי הנאמנות העיוורת, קרי — איש הפנים נמנע כליל מהתערבות בניהול חשבון ניירות הערך שלו. מאליו ברור, כי גם הנאמן עצמו מוגן, מכח העובדה כי לא עשה שימוש כלשהו במידע פנים, אם אמנם איש הפנים לא העביר לו מידע פנים כלשהו.

במובן מסוים ניתן לאפיין את הוראת סעיף 152(א)(7) לחוק כתמונת ראי של הוראת סעיף 152(א)(5) לחוק. ואולם, בעוד שסעיף 152(א)(7) לחוק עוסק בהגנת איש הפנים, נועדה הגנת סעיף 152(א)(5) לחוק לחול לא על המבצע הישיר, קרי – על הנאמן, אלא על השולח, איש הפנים.

5.9 הגנת סעיף 152(א)(8) לחוק

“(א) לא ישא אדם באחריות פלילית, ולא יחוב לפי סעיף 152ח, אם הוכיח אחת מאלה:

...

(8) מטרת העיסקה היא ויסות השער של נייר הערך שבו נעשתה העיסקה בידי תאגיד שקבע לעצמו הנחיות לוויסות ומסר לרשות הודעה עליהן לפני ביצוע העיסקה, ונתקיימה אחת מאלה:

- (א) העיסקה בוצעה בהתאם להנחיות כאמור;
- (ב) העיסקה נעשתה מחמת צורך בוויסות בנסיבות שאין עליהן הנחיה כאמור וניתנה על כך הודעה לרשות מיד עם עשייתה והוכללה בהנחיות הוראה הקובעת כהנחיה לעתיד דרך התנהגות זהה בנסיבות דומות;”

סעיף 152(א)(8) לחוק עוסק במקרה פרטי ומיוחד של ויסות ניירות ערך שנעשה כדין, כגון כאשר נעשה ויסות מניות על ידי בנק ישראל או על ידי בנק מסחרי, ואולי אף על ידי תאגיד בורסאי, ובלבד שקוימו שני תנאים יסודיים: האחד – כי קיימת הרשאה או הנחיה המתירה את פעולת הוויסות, והשני – כי נמסר דיווח על פעולת הוויסות מבעוד מועד לרשות ניירות ערך.

יודגש, כי הגנת סעיף 152(א)(8) לחוק היא נדירה ביותר, ולו מפאת הסיבה שלאחר משבר המניות הבנקאיות ודו"ח ועדת בייסקי, כמו גם בעקבות פסק הדין שניתן בפרשת הבנקאים,³⁵⁰ אין חולק כי ויסות ניירות ערך הוא מעשה אסור, הנחשב – למעט חריגים מיוחדים – כתרמית בניירות ערך.³⁵¹

יישום עתידי אפשרי של סעיף זה צפוי להתרחש כאשר תוסדר פעילותם בישראל של “עושי-שוק”, שתפקידם לספק נזילות בשוק ההון וכן לווסת ולמתן את התנודתיות בניירות הערך בהם הוא פועל.³⁵²

³⁵⁰ ראו ע"פ 8573/93, 8620, 8710 מרקדו ואח' נ' מדינת ישראל, פ"ד נא(5) 481.
³⁵¹ להרחבה בנושא ויסות וייצוב מניות, ראו בפרק י' לספר זה, העוסק בעבירת התרמית בניירות ערך.

³⁵² מהלכים מתקדמים בכיוון הסדרת פעילותם של עושי שוק בבורסה לניירות ערך בתל אביב, כבר נעשו במהלך שנת 2003. ראו על כך גם בסעיף 8 לפרק ד' לספר זה, הדן בנושא הבורסה לניירות ערך.

5.10 הגנת סעיף 152(א)(9) לחוק

"(א) לא ישא אדם באחריות פלילית, ולא יחוב לפי סעיף 152, אם הוכיח אחת מאלה:

...

(9) בנסיבות הענין היתה הצדקה לביצוע העיסקה."

5.10.1 כדרך של הוראות הנזכרות בשולי גלימתה של הוראת חוק, כך גם ההגנה של סעיף 152(א)(9) לחוק עניינה בהוראה שהינה שיוויון באופיה. לשונה כללית, מעורפלת ולא-ממוקדת, כאילו ביקש המחוקק להשאיר את דלת ההגנות פתוחה כדי חרף צר נוסף, שמא יוכל מי מהנאשמים העתידיים להתגנב בעדו. הלשון אותה נקט המחוקק — "הצדקה", הינה כללית ביותר. כפי שהיטיב להגדיר זאת בית המשפט העליון, מדובר ב-"מושג מסגרת בעל ריקמה פתוחה",³⁵³ בדומה למושג דומה אחר — "צדק". עם זאת, הבהיר היטב בית המשפט העליון את דעתו, כי בפרשו הוראת הגנה זו, הוא יפעל באורח מצמצם ומגביל:³⁵⁴

"פירושו הראוי של החוק חייב להוליכנו אל מסקנה כי הגנה זו נועדה למקרים חריגים-שבחריגים, נדירים-שבנדירים, מקרים שבהם עשויה שתקום 'הצדקה' מהותית לביצוע העיסקה למרות שבידי המבצע מצוי מידע פנים. רק במקרים בהם ניתן למצוא הצדקה אובייקטיבית יוצאת דופן לביצוע העיסקה, תעמוד ההגנה; רק כך ולא אחרת".³⁵⁵

5.10.2 אין לומר, בכל הכבוד, כי הגדרת מסגרות נוקשות, כפי שבחר לעשות בית המשפט העליון בפרשת רוזוב, אכן מוצדקת ונכונה. יש לראות בהגנות הקבועות בחוק מסגרות חוקיות באמצעותן ביקש המחוקק לאפשר לנאשמים ל"הכשיר" את פעולותיהם, ולאפיין אותם כמעשים חוקיים, על אף קיומו של מידע פנים ברשותם. אכן, נסיון החיים מלמד, כי מקרים מעטים בלבד אכן מצדיקים את הפעלתן של אותן הגנות. ואולם, גם גישה מצמצמת ומחמירה מדי אינה במקומה, ובוודאי אין היא מתיישבת עם כוונת המחוקק. זו — ככלות הכל — היתה לאפשר הגנה, שאם לא כן, כלל לא היו נחקקות כל אותן הוראות חוק. נדמה, על כן, כי גישה גמישה — התלויה בנסיבות כל מקרה לגופו — היא העדיפה והיא גם זו שתאפשר שלא לפרוץ את כל הסכרים, ובה בעת לא תאטום את חרכי המילוט הללו באופן הרמטי ומוחלט.

353 ראו פרשת גיבור סבירינה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 390.

354 דברים דומים נאמרו על ידי בית המשפט באותה פרשה, בהקשר של הגנת סעיף 152(א)(4) לחוק. ראו שם, בעמ' 386-387.

355 ראו שם, בעמ' 391.

5.10.3 הגנת סעיף 152(9) לחוק נדונה בפרשת גיבור סברינה במספר הקשרים ועניינים.

ראשית, טען אחד הנאשמים, ישראל רוזוב, כי מכירת מניותיה של חברת סברילון בחברת גיבור סברינה, מכירה שהוא היה אחראי לה, מוגנת מכח הגנת סעיף 152(9) לחוק, שכן, היא נועדה רק לסייע לאבי המשפחה, גרשון רוזוב, ברכישת מניות חברת גיבור.³⁵⁶ טענה זו נדחתה על ידי כל הערכאות שדנו בה, לרבות בית המשפט העליון, שקבע, כי אין בטיעון זה ולא כלום ואין בנסיבות האמורות כדי להקים את הגנת סעיף 152(9) לחוק.³⁵⁷

5.10.4 פעם נוספת בה הועלתה, ללא הצלחה, על ידי משפחת רוזוב טענת הגנה מכח סעיף 152(9) לחוק, היתה באשר למכירת מניותיו של ישראל רוזוב בחברת גיבור סברינה, בשל הצורך לממן את רכישת סוכנות ב.מ.וו. בארץ על ידיו, מחברת רס־קאר.³⁵⁸ מעניין, כי בניגוד לערכאה הראשונה, שדחתה את טיעון ההגנה האמור, הרי שערכאת הערעור דווקא השתכנעה מטיעון זה. בית המשפט המחוזי קבע, כי אילו היתה הכרעת הערכאה הראשונה מבוססת אך ורק על אמינות הנאשם רוזוב, לא היה מתערב בפסיקתה. ואולם, מאחר שהקביעה האמורה התבססה על כך שלדעת בית משפט השלום נושא רכישת סוכנות ב.מ.וו. לא עלה בהודעות הנאשם, בחן בית המשפט המחוזי את השאלה וקבע, כי הנושא דווקא עלה בהודעות הנאשם ברשות לניירות ערך. לאור זאת מצא בית המשפט המחוזי לזכות את הנאשם, ישראל רוזוב, ואת החברה שבשליטתו, חברת נכסי ישראל בע"מ, מחמת הספק.³⁵⁹ מכוח אותו ספק, החליט בית המשפט המחוזי לדחות את ערעור המדינה ביחס לזיכוי שולמית גרודצקי, נאשמת נוספת בפרשה.³⁶⁰

5.10.5 דעה שונה בתכלית ביטא בית המשפט העליון, שנדרש אף הוא לאותה פרשה ולאותה סוגיה ממש. בית המשפט העליון מצא דווקא להרשיע את שולמית גרודצקי, תוך שהוא דוחה את התבססותה על הגנת סעיף 152(א)(4) לחוק, כמו גם הגנת סעיף 152(א)(9) לחוק.³⁶¹ יחסי הקירבה בין בני משפחת רוזוב חתרו, לגישת בית

356 מאחר שלגרשון רוזוב לא היו האמצעים לביצוע הרכישה בעצמו, נעשה הדבר באמצעות חברת סברילון.

357 ראו פרשת גיבור סברינה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 364.

358 מדובר גם במניות שהיו של חברה שבשליטתו. אף שההסבר האמור נתמך במסמכים, הוא נדחה על ידי בית משפט השלום, בנימוק שלא האמין לרוזוב, ולו מהסיבה שהסבר זה כלל לא נזכר בהודעותיו של רוזוב, בחקירתו ברשות לניירות ערך.

359 ראו פרשת גיבור סברינה-מחוזי, לעיל הערה 238, בעמ' 46–47.

360 זאת, על אף שבית המשפט המחוזי – בניגוד לבית משפט השלום – סבר, כי לא היה מקום להבחין בין שולמית לבין שני אחיה, ודווקא היה מקום לומר כי אותו מידע פנים, שהיה בידי אחיה, היה גם בידיה, וכי היתה אשת עסקים לכל דבר. ראו שם, בעמ' 50–51.

361 ראו פרשת גיבור סברינה-עליון, לעיל הערה 3, בעמ' 393. יצוין, כי הנמקת בית המשפט העליון התבססה על קירבתה של שולמית גרודצקי ליתר חברי המשפחה ולאופיה המגובש והקרוב

המשפט העליון, תחת הטיעון שעמד ביסוד זיכוייה של גרודצקי הן בבית משפט השלום והן בבית המשפט המחוזי, אף כי בכל אחת מהערכאות היו הנימוקים לזיכוי שונים בתכלית.³⁶² נוסף לכך, סבר בית המשפט העליון, כי אין עומדת לגרודצקי איזו מהגנות סעיף 152 לחוק: זאת, מאחר שכפי שקבע גם בית משפט השלום, לא סבלה הנאשמת ממצוקת מזומנים כלשהי, עובדה החותרת תחת טיעון ה"אילוץ", החבוי בניסיון לחסות תחת כנפי סעיף 152(א)(9) לחוק.³⁶³

ההלכה העולה מפרשת גיבור היא, כי "צורך פיננסי דוחק" אכן יכול להוות הצדקה לביצוע העסקה, כאמור בסעיף 152(א)(9) לחוק, ואולם יש צורך להציג ביסוס ראייתי לשם כך.

5.10.6 שימוש נוסף בהגנה האמורה בסעיף 152(א)(9) לחוק נעשה בפרשה נוספת — פרשת משה קרן, שם טען להגנתו אחד הנאשמים, חנן ברק, כי "היתה הצדקה לביצוע העסקה". ברק טען, והדבר לא היה שנוי במחלוקת, כי עוד בבוקר של היום בו קיבל לידיו את מידע הפנים מנאשם אחר בפרשה, משה כוכבא, שקיבל אותו מקרן, הוא רכש כבר, עבור לקוחותיו, ניירות ערך זהים של אותן שותפויות הנפט (אליהן התייחס מידע הפנים). כאשר הגיע לידיו מידע הפנים, הוא ביצע רכישות נוספות. משמע — כך טען ברק — מידע הפנים שהגיע לידיו לא היה הגורם היחיד עליו הסתמך ופעל. על אף טיעון זה, הורשע ברק בבית משפט השלום, והרשעה זו אושרה פה אחד גם בערכאת הערעור.³⁶⁴

5.10.7 הגנת סעיף 152(א)(9) לחוק הועלתה, אגב אורחא, גם בפרשת אייל רותם. באותו מקרה הועלתה על ידי הנאשם הטענה, כי עסקת מכר מניות על ידו לחברת "גמולות", מכירה שנעשתה תוך הטעיה והסתרת עובדות מהותיות מפני הרוכשת, נעשתה מצידו בשל צורך דחוף בכסף זמין ומיידי. מנגד טען הנאשם, כי כלל לא היתה מבחינתו כל דחיפות בביצוע העסקה האמורה.

בית המשפט קבע, כי הנאשם לא יוכל ליהנות מהגנת סעיף 152(א)(9) לחוק, הן בשל כך שאין הוא יכול לאחוז במקל משני קצוותיו, כדברי בית המשפט, והן בשל כך שהטיעון, כאילו היה לנאשם צורך דחוף בכסף, הינה בגדר "גירסה כבושה", שעלתה לראשונה רק בעדות הנאשם בבית המשפט ולא בחקירותיו ברשות לניירות ערך.³⁶⁵

של המשפחה, אשר שלטה ללא עוררין בחברת גיבור וביתר החברות הבנות. ראו שם, בעמ' 396–397. 362 הנמקת בית משפט השלום התבססה על כך שהנאשמת לא נכחה בישיבת דירקטוריון החברה מיום 1.10.86, בה נדון מידע הפנים — ההפסדים הכבדים של חברת גיבור סברינה. ערכאת הערעור מצאה, כי ממצא עובדתי זה בטעות יסודו. אף על פי כן שוכנע גם בית המשפט המחוזי בחפותה של הנאשמת, בנימוק שונה, והוא — הספק באשר לתחולתן של הגנות מכח סעיף 152(א)(4) לחוק, וסעיף 152(א)(9) לחוק.

363 לאור כל האמור לעיל הורשעה גרודצקי באישומים שיוחסו לה, וזאת באופן נדיר — רק בערכאה השלישית והאחרונה שדנה בעניינה.

364 ראו פרשת קרן-מחוזי, לעיל הערה 58, בעמ' 40–41.

365 ראו פרשת אייל רותם-שלום, לעיל הערה 111, בעמ' 330.

קביעתו החשובה של בית המשפט באותה פרשה היתה, שאת הגנת סעיף 152(א)(9) לחוק יש לפרש באופן מצמצם, שאם לא כן יוכל איש פנים בחברה לטעון תמיד, כי היתה עסקה אחרת שחייבה אותו באותה עת לבצע את העסקה בניירות ערך נושא כתב האישום.

5.11 הגנה לתאגיד מעבירת שימוש במידע פנים סעיף 152(ב) לחוק מורה —

“(ב) לא ישא תאגיד באחריות פלילית לפי פרק זה ולא יחוב לפי סעיף 152ח, אף על פי שלדירקטור שלו או לעובדו יש גישה למידע פנים או שמצוי בידו מידע פנים הנוגע לתאגיד שנייר הערך שלו הוא נושא העסקה או חוות הדעת, אם הוכיח שלא הדירקטור או העובד שבידו המידע החליט להתקשר בעסקה או לתת את חוות הדעת ושיש הסבר סביר לביצוע העסקה או למתן חוות הדעת.”³⁶⁶

הוראת סעיף 152(ב) מהווה — מבין כל סעיפי ההגנה — את סייג ההגנה היחיד לתאגיד, מפני מעללי עובדיו או מנהליו. בעוד שכל יתר הוראות סעיף 152 מתמקדות בהגנת ה"עושה" הפרטי, האדם, באה הוראה זו ומבקשת לסוכך על התאגיד ולמנוע את חיובו בדין, מקום בו דירקטור או עובד של התאגיד היה בעל נגישות למידע פנים ועשה בו שימוש. סעיף זה קובע, כי אף אם אותו עובד או דירקטור היה בעל נגישות למידע פנים, לא יחוב התאגיד באחריות, אם יעלה בידו (בידי התאגיד) להוכיח שלא אותו עובד או דירקטור החליט להתקשר בעסקה לרכישה או למכירה של ניירות ערך, או לתת חוות דעת, או לחלופין — כי יש הסבר סביר לביצוע אותה עסקה בניירות ערך או למתן חוות הדעת.

דוגמא אפשרית לשימוש בהגנה זו היא, כאשר מדובר בארגון גדול (למשל, חברת ביטוח גדולה), בו מחלקת ההשקעות, המנהלת את השקעות התאגיד עבור עצמו ("נוסטרו") רוכשת ומוכרת ניירות ערך בבורסה. בין היתר, הוחלט במחלקת ההשקעות לרכוש מניות של חברה בורסאית, שהינה לקוח של חברת הביטוח. במקביל, החליט מנהל מחלקה אחרת בחברה, מחלקת אשראי, על הענקת אשראי גדול לאותה חברה בורסאית, לשם הרחבת פעילותה במזרח אירופה. במקרה כזה, ובהנחה שעובד אחד אינו יודע על החלטותיו של העובד האחר, הרי שתקום לתאגיד הגנת סעיף 152(ב) לחוק. במילים אחרות, על מנת שתקום לתאגיד הגנת הסעיף האמור, נדרש שהתאגיד ישכיל ליצור בתוכו "חומות סיניות", אשר יבטיחו מידור בפעולותיהם של עובדיו השונים, ולא יאפשרו זליגת מידע בתוך הארגון.

366 ראו בעניין זה סעיף 6.1 לפרק זה להלן, הדין בחוקה המתייחסת לאחריותו של התאגיד על פי סעיף 152(ב) לחוק.

6. חזקות

6.1 חזקה על תאגיד שיש בידיו מידע פנים

סעיף 52ב(ב) לחוק קובע כדלקמן:

"52ב. (א)

(ב) רואים תאגיד כמי שיש לו גישה למידע פנים או כמי שמידע פנים

מצוי בידו, אם לדירקטור או לעובד של התאגיד יש גישה למידע

או שמידע כאמור מצוי בידו, זולת אם נתקיימו אלה:

(1) התאגיד קבע הנחיות ונתן להן פרסום נאות ולפיהן —

(א) דירקטור או עובד המועסק בידי התאגיד בעשיית עסקאות

בניירות ערך או במתן חוות דעת או עצות בקשר לניירות

ערך, לא יעסוק בשביל התאגיד בתפקיד שיש עמו גישה

למידע פנים;

(ב) דירקטור או עובד שמידע פנים מצוי בידו לא יעשה בשביל

התאגיד עסקה בניירות ערך של החברה שמידע הפנים

מתייחס אליה ולא יתן חוות דעת או עצה בקשר לניירות

ערך כאמור;

(ג) דירקטור או עובד כאמור בפסקת משנה (ב), לא יעביר

את מידע הפנים שבידו לאדם אשר הוא יודע, או יש יסוד

סביר להניח, כי יעשה שימוש בו לצורך עסקה או מתן

חוות דעת או ימסור אותו לאחר;

(ד) דירקטור או עובד כאמור בפסקה משנה (ב) לא יעביר את

מידע הפנים שבידו לכל אדם אחר גם אם לא נכלל בפסקת

משנה (ג), אלא אם הדבר נדרש לביצוע תפקידו בתאגיד;

(2) 'עסקה' לענין פסקה(1)(ב) עד (ד) — למעט עסקה

שלעשייתה ניתנת הגנה לפי סעיף 52א(1) עד (4), (6)

או (8);

(3) בתאגיד נעשו הסידורים הדרושים להבטיח קיום ההנחיות האמורות

בפסקה (1) וקיימת בקרה פנימית כדי לוודא את מילוין."

6.1.1 סעיף 52ב(ב) לחוק קובע חזקה סטטוטורית, שלפיה כל אימת שלדירקטור

או לעובד של התאגיד יש גישה למידע פנים, או שמצוי מידע כזה בידו, אזי ייחשב

גם התאגיד (בו מועסק העובד או מכהן הדירקטור) כמי שגם בידו מצוי מידע פנים,

או כמי שגם לו נגישות למידע פנים. כל זאת, אלא אם כן יוכיח התאגיד כי נקט

אמצעים ממשיים ופרסם הנחיות לעובדים ולבעלי התפקידים, בדבר איסור השימוש

במידע פנים.

6.1.2 סעיף 52ב(ב)(1) לחוק מונה שורה של הנחיות כיצד על התאגיד לפעול על מנת להשתחרר מהחזקה בקביעת סעיף זה. מהות ההנחיות — קביעת איסורים ברורים על שימוש במידע פנים, לרבות — בפעולות הננקטות על ידי עובדי או מנהלי החברה עבורה. התאגיד חייב לקבוע ולפרסם הנחיות אשר יכללו את מגוון הפעולות האסורות מכח העבירה של שימוש במידע פנים על פי החוק, קרי — הן שימוש ישיר במידע פנים והן באמצעות העברה או מסירה של מידע הפנים לאחרים. נוסף לכך, אמור התאגיד לקבוע הנחיות שנועדו ליצור מעין "חומות סיניות" פנימיות בין עובדי התאגיד הפועלים בעבורו בניירות ערך, לבין כל אפשרות של גישה למידע פנים בחברה.

בשל חששו של המחוקק מכך שתאגידים יפרסמו הנחיות פנימיות בבחינת "יצאו ידי חובתם", נקבעה הוראת סעיף 52ב(3) לחוק, הקובע, כי התאגיד גם נקט אמצעים לשם אכיפת ההנחיות ויצר מנגנון של בקרה פנימית או אכיפה פנימית, לוודא כי ההנחיות אכן מקוימות. יש לראות, על כן, בהוראת סעיף 52ב(3) לחוק תנאי שלישי מצטבר, ביחד עם סעיפים קטנים (1) ו-(2), לשם אי-תחולתה של החזקה האמורה בסעיף 52ב(ב) רישא, בדבר מציאותו של מידע פנים בידי התאגיד, או נגישותו אליו.

6.1.3 המסקנה העולה היא, כי אין די בכך שתאגיד יפרסם הנחיות ויאכוף אותן, כך שתם, בין עובדיו. התאגיד נדרש לבצע פעולות ממשיות על מנת לוודא כי ההנחיות אכן מיושמות בפועל. כאשר הנהלת התאגיד אינה מבצעת כל אכיפה אקטיבית של אותן הנחיות (ולכל הפחות — עוסקת בהסברת ההנחיות לעובדים ובהנחלת נורמות עבודה מתאימות), לא יוכל התאגיד לחסות בצילה של הגנת סעיף 52ב לחוק.

6.2 חזקה בדבר ניצול מידע פנים על ידי "איש פנים מרכזי" סעיף 52 לחוק קובע כי:

"(א) קנה איש פנים מרכזי בחברה ניירות ערך של החברה שבה הוא משמש איש פנים מרכזי תוך שלושה חדשים מיום שבו מכר ניירות ערך של אותה חברה, או מכר ניירות ערך של החברה שבה הוא משמש איש פנים מרכזי תוך שלושה חדשים מיום שבו קנה ניירות ערך של אותה חברה, תהיה זו ראייה לכאורה כי עשה שימוש במידע פנים, אלא אם יוכיח כי לא היה בידו מידע פנים בעת המכירה או הקניה, או שבנסיבות הענין סביר שלא היה בידו מידע פנים אותה עת.

(ב) לענין סעיף זה, 'איש פנים מרכזי בחברה' —

- (1) דירקטור, מנהל כללי, משנה למנהל כללי, סגן מנהל כללי, חשב ומבקר פנימי וכל ממלאי תפקיד כאמור גם אם תואר משרתם שונה, וכן יחיד שהוא בעל מניות עיקרי בחברה;
- (2) בן משפחה של אחד המנויים בפסקה (1);
- (3) תאגיד בשליטתו של אחד המנויים בפסקאות (1) ו-(2).

6.2.1 סעיף 52 לחוק קובע חזקה, הניתנת לסתירה, ולפיה "איש פנים מרכזי" המבצע פעולה בניירות ערך של החברה, ובתוך שלושה חודשים מבצע פעולה הפוכה (מכירה או קנייה, לפי העניין), ייחשב כמי שפעל על פי מידע פנים, אלא אם כן יוכיח אחרת.

בפרשת פרנקל, למשל, הוכח, כי הנאשם ביצע פעולות סותרות בתוך תקופה של כחודש וחצי, משמע קמה אותה "ראיה לכאורה", כי אכן עשה שימוש במידע פנים. בית המשפט קבע, כי לצורך הוכחת חפותו די בכך שהנאשם יוכיח כי אפילו אחד היסודות של האיסור על שימוש במידע פנים, אינו מתקיים באותו המקרה. למשל, די אם יוכיח כי היסוד הנפשי אינו מתקיים, או כי המידע שהיה ברשותו לא היה בגדר מידע פנים.³⁶⁷

חשוב להדגיש, כי נטל הראיה המוטל על הנאשם על פי החזקה האמורה בסעיף 52(א) הוא נטל הוכחה בהתאם למשפט האזרחי ולא הפלילי, קרי — עליו להטות את מאזני ההסתברויות לטובתו, ואין נדרשת ממנו הוכחה מעבר ל"ספק סביר" כנדרש על פי הדין הפלילי.³⁶⁸

6.2.2 אם מבקש "איש הפנים המרכזי" לטעון, כי לא היה בידיו כל מידע פנים עובר לביצוע הפעולות שביצע, עליו נטל הראיה. זהו, למעשה, חריג לכלל הרגיל, ולפיו נטל הראיה וההוכחה מוטל על כתפי התביעה. בהתקיים היסודות האמורים בסעיף 52(א) לחוק, מתהפך נטל הראיה.

יודגש, עם זאת, כי ההוראה האמורה אינה חלה על כל "איש פנים", אלא אך ורק על "איש פנים מרכזי". במילים אחרות, אם אין מדובר ב"איש פנים מרכזי" אזי לא תחול החזקה האמורה.

6.2.3 מקרה אחר, בו לא תחול אותה חזקה, הוא כאשר פעולותיו של "איש הפנים המרכזי" נעשו במהלך תקופה העולה על שלושה חודשים, קרי, חלפו יותר משלושה חודשים בין מועד רכישת ניירות ערך לבין מכירתן, או להיפך.

דוגמא לתחולת החזקה דנן ניתן למצוא בפרשת פלג, בה הנאשם, יוסף פלג, היה "איש פנים מרכזי" בחברת "מתכת סדום". זאת, בהיותו הן המנכ"ל, הן דירקטור והן בעל מניות בחברה. פלג הואשם בכך שלאחר שלמד על קשייה הפיננסיים של החברה, בה כיהן בתפקידים בכירים (קשיים שהובילו אותה בסופו של חשבון לחדלות פירעון ולפירוק), מכר — טיפין טיפין — את ניירות הערך של "מתכת סדום", שהיו מצויים ברשותו. מאחר שהנאשם אף הודה בביצוע פעולות נוגדות (קנייה-מכירה) בטווח הזמנים של שלושה חודשים, הרי שחלה החזקה הקבועה בסעיף 52(א) לחוק, הפועלת לרעת הנאשם, כאמור.

367 ראו פרשת פרנקל-שלום, לעיל הערה 57, בעמ' 5.

368 ראו שם, שם. וכן פרשת פלג-שלום, לעיל הערה 2, בעמ' 160.

6.2.4 חזקה סטטוטורית זו מעוררת שאלה עקרונית, והיא — מה הדין אם נכשל הנאשם בהרמת נטל הראיה המוטל עליו לפי החזקה האמורה. האם משמעות הדבר כי הוכרע המשפט והוכרע דינו של הנאשם לשבט?

במילים אחרות, השאלה היא אם — גם במקרה בו הנאשם נכשל בהרמת נטל הראיה — יהא רשאי הנאשם לנסות להוכיח חפותו באמצעות ראיות אחרות, או שמא החזקה הלכאורית האמורה, משלא נסתרה, התגבשה והפכה לחזקה חלוטה, בלתי ניתנת לסתירה. נדמה, שהתשובה על כך חייבת להיות, שאין למנוע מנאשם להוכיח את חפותו בכל דרך אפשרית, וזאת, אף אם חזקה סטטוטורית, כזו או אחרת, חלה בעניינו.³⁶⁹

7. זכות התביעה האזרחית בשל עבירה של שימוש במידע פנים

7.1 כללי

7.1.1 זכות התביעה האזרחית בשל שימוש במידע פנים מוגבלת עד מאוד על פי החוק הישראלי. הגבלה זו ממשיכה את המגמה השגויה לדעתנו, העומדת ביסודה של החקיקה הישראלית בתחום ניירות הערך. מגמה זו מניחה, כי האכיפה של דיני ניירות ערך צריכה להיעשות אך ורק (או בעיקר) על ידי הרשות לניירות ערך. מגמה זו מניחה, בטעות, כי אין חשיבות (או אין חשיבות גבוהה) לאכיפה אזרחית, פרטית ועצמאית, בקרב שחקני שוק ההון.

נדמה, כי גישה זו מוטעית מיסודה והיא גם זו האחראית לאחד מחוליי שוק ההון הישראלי — העדר אכיפה אזרחית בתחומי ניירות ערך בישראל, בשל העדר סעדים אזרחיים ברורים ונוחים לשימוש בגין עבירות בניירות ערך.

7.1.2 חוק ניירות ערך מקנה זכות תביעה אזרחית רק לחברה שבניירות הערך שלה נעשתה עסקה אגב שימוש במידע פנים. סעיף 52 ח לחוק קובע —

“(א) ריווח הנובע לאדם מעסקה שעשה הוא או אחר תוך שימוש במידע פנים,

רשאית החברה שבנייר הערך שלה, נעשה העסקה לתבעו מאותו אדם.

(ב) ריווח לענין סעיף קטן (א) הוא סכום ההפרש שבין מחיר נייר הערך שבו

בוצעה העסקה לבין מחירו סמוך לאחר שמידע הפנים נודע לציבור.”

7.1.3 אחד ההבדלים העיקריים בין הוראות החוק בארה"ב ובישראל בנושא איסור השימוש במידע פנים, הינו היכולת — מכח הדין — לחייב עבריין שעשה שימוש

369 אכן, ראוי להעיר בעניין זה, כי בית משפט השלום (מפי השופטת אופיר-תום, אז בבית משפט השלום) קבע בפרשת פלג, כי מדובר בחזקה-לכאורה בלבד, ועל כן אין כל מניעה כי ינסה להביא ראיות אחרות לסתירות אותה חזקה. ראו שם, שם.

במידע פנים, להשיב את כל הרווחים בהם זכה כתוצאה מאותו שימוש.³⁷⁰ זאת, במנותק מיכולתו של בית המשפט להטיל קנסות על העברייין.

המצב החוקי בישראל שונה, שכן המחוקק איפשר בחוק לבית המשפט להטיל קנסות על העבריינים, אך נמנע מלקבוע את האפשרות לחייב את העברייין להשיב, נוסף לקנס, את כל רווחיו. אין ספק, כי נושא החיוב בהשבת הרווחים, כמו גם האפשרות של הגשת תביעה אזרחית על ידי מי שנפגע משימוש במידע פנים, בולטים בחסרונם בחוק הישראלי בנושא זה.

7.1.4 אחד היישומים החשובים של זכות התביעה האזרחית בעילה של שימוש במידע פנים עשוי להיות דווקא בעסקאות דו-צדדיות, ישירות, חוץ לבורסה. למשל — כאשר המוכר בעסקת מכר של מניות מנצל מידע פנים שברשותו, בעוד מידע זה אינו מצוי בידי הרוכש. כך משיג המוכר מחיר טוב יותר לעסקה, מאשר היה משיג לו ידע הרוכש אודות המידע. בעסקה ישירה כזו אכן יכולה להיטען טענה בדבר ניצול מידע פנים (וככל הנראה, גם טענה בדבר תרמית בניירות ערך), ועל כן יש חשיבות להקניית זכות תביעה אזרחית.

7.2 שאלת הבעלות על מידע הפנים

מאחורי הקניית זכות תביעה בלעדית רק לחברה, ולא — למשל — לכל משקיע אחר באותו נייר ערך — עומדת ככל הנראה ההשקפה, כי מידע הפנים הינו רכושה של החברה, שמידע הפנים נוגע אליה.

ניתן להרהר על ההיגיון העומד ביסוד השקפה זו. ספק רב אם אכן "שייך" המידע לחברה, ואם אמנם הוא קניינה. נראה, כי מידע הפנים, כמו כל מידע אחר בשוק ההון, הינו ב"בעלותם" (אם ניתן לדבר על "בעלות" בעניין זה) הבלתי-מוחשית של כל המשקיעים באותו נייר ערך. האמנם מידע, כאשר לצפי לירידה בהכנסותיה של חברה, הוא "נכס" של החברה? ספק רב כי אמנם כך. אין לומר בביטחה שניתן להצביע על "בעלים" אמיתיים במידע כזה, אך גם אם כך, אנו סבורים כי הבעלים היחידים של המידע הם המחזיקים במניות החברה, והם לבדם.³⁷¹ אף אם תאמר, כפי שסבורים אחרים, כאמור, כי מידע הפנים שייך לתאגיד, גם אז במשמע הוא שייך לבעלי המניות שלה, קרי — לציבור הרחב של מחזיקי המניות.

370 ראו — Securities Exchange Act of 1934, Sec 16.

371 יש אחרים הסוברים אחרת: ידלין סבור, כי מידע פנים שייך לחברה, אך ראוי להקנותו לשחקנים המתוחכמים והמקצועיים בשוק ההון, ובמיוחד — לאנליסטים, שכן הם מסייעים בזרימת מידע בשוק וכך הם תורמים (יותר משחקנים אחרים) לשכלול שוק ההון. ראו ידלין, לעיל הערה 33. גם גושן ופרחמובסקי אינם סבורים, כי המידע שייך לציבור המשקיעים. הם סבורים, להבדיל, כי מידע הפנים אינו שייך לא לחברה ואף לא לבעלי מניותיה, אלא לאנליסטים (או לפחות — ראוי להקנות להם את הבעלות על מידע הפנים). ראו גושן ופרחמובסקי, לעיל הערה 41.

7.3 זהות הנפגע העיקרי משימוש במידע פנים

אין לומר, שהחברה היא אכן הנפגע האמיתי, או היחיד, משימוש במידע פנים. נדמה, כי הנפגעים העיקריים הם דווקא כל בעלי המניות שהחזיקו באותו נייר ערך, אך לא עשו שימוש אסור במידע הפנים. משום כך, לא ברור מה טעם מצא המחוקק לשלול את זכות התביעה מהניזוקים העיקריים – ציבור המשקיעים.

יתר על כן, אף אם תאמר כי מידע פנים הינו "נכס" של החברה, גם אז השאלה הראויה לעניין זכות התביעה היא לא של מי הנכס, אלא גם, ובעיקר – מי הנפגע? זהות הנפגע מהשימוש האסור במידע פנים היא זו שצריכה להשפיע על זהותו של בעל זכות התביעה. זאת, גם משיקולים מעשיים: אם סבורים אנו שיש טעם ותכלית בעידוד אכיפה אזרחית, פרטית, בתחום ניירות הערך, הרי שיש להקנות את זכות התביעה לנפגע הפוטנציאלי מהשימוש במידע הפנים. ואם מקובל עלינו, כי המשקיעים בשוק ההון, ולא החברה, הם הניזוקים העיקריים מעבירה זו, אזי המסקנה המתחייבת היא הקניית זכות תביעה רחבה ולא-מסויגת להם.

7.4 הקניית זכות תביעה למשקיעים מהציבור – ראוי אך לא פשוט

7.4.1 הדברים שנאמרו לעיל באשר לצורך להקנות זכות תביעה לציבור המשקיעים לא באו להקהות, ולו במעט, את הקשיים הניצבים בפני הגשת תביעה כזו כנגד מי שעשה שימוש במידע הפנים. ניתן להצביע על שלוש בעיות מרכזיות בדרך להפעלתה הלכה-למעשה של זכות התביעה האזרחית בעניין זה:

הבעיה הראשונה – בעיית היריבות, או שמא נאמר – העדר היריבות בין הנפגע לבין הפוגע.

הבעיה השנייה – הקושי להוכיח קשר סיבתי.

הבעיה השלישית – כימות הנזק.

כפי שיובהר להלן, מדובר בקשיים, שניתן להתגבר עליהם, ואין בהם כדי לשלול – בסופו של חשבון – את זכות התביעה שראוי להקנות למשקיעים מהציבור.

7.4.2 בעיית העדר היריבות: להבדיל מבעבירה של תרמית בניירות ערך (בחלק מצורותיה של עבירה זו), הרי שבעבירה של שימוש במידע פנים יש קושי להצביע על יריבות בין העבריין לבין המשקיע המחזיק באותם ניירות ערך, שכן אין מדובר על עסקה דו צדדית, כאשר צד א' רימה, היטעה או הונה את צד ב'. במובן זה ניתן לומר, כי שימוש במידע פנים, הנעשה אגב המסחר בבורסה, הוא "נקי מעקבות" ואינו מותיר אחריו סימנים.

להבדיל, בעבירת התרמית, יכולים המשקיעים להראות כיצד ניזוקו משינוי השער שחוללה התרמית (יש לזכור, כי תרמית בניירות ערך נובעת, במרבית המקרים, מתוך רצון להשפיע על שער נייר הערך).

שימוש במידע פנים, לעומת זאת, נועד לבצע עסקה בטרם יתרחש שינוי בנייר

הערך, ומטרתו לנצל את שעת הכושר ואת אי הידיעה של כל יתר השחקנים. משום כך יכולה להיטען טענת העדר יריבות מפי העברייין (שעשה שימוש במידע פנים) כלפי יתר המשקיעים מהציבור. ואולם, יתר המשקיעים יוכלו להשיב כי היריבות קיימת מעצם העובדה, כי העברייין הקדים אותם שלא כדין ורכש או מכר אותו נייר ערך בתנאים מועדפים.

7.4.3 העדר קשר סיבתי: הקושי השני הוא הוכחת הקשר הסיבתי בין השימוש במידע פנים לבין הנזק שנגרם, כביכול, למשקיעים באותו נייר ערך.

אדם, אשר יבקש לתבוע כתביעה כספית-נזקית את מי שעשה שימוש במידע פנים, יצטרך להוכיח כי אותו שימוש אסור במידע פנים הוא אשר גרם לו להפסד ולנזק. למשל, הוא יידרש להוכיח כי השימוש המוקדם במידע פנים הוא שאיפשר לעברייין למכור את נייר הערך במחיר גבוה יחסית, בעוד שלאחר שנודע ברבים מידע הפנים, קרסו שערי אותו נייר ערך. התובע יאלץ להראות, בנוסף, כיצד פגע בו השימוש האסור במידע פנים, שכן, העובדה שהעברייין הצליח למכור את ניירות הערך שברשותו במחיר גבוה יחסית (בדוגמא לעיל), בטרם קרסו השערים, עדיין אינה מוכיחה, כי השימוש במידע פנים גרם לו-עצמו נזק, וכי הוא היה יכול למכור את מניותיו במחיר טוב וגבוה יותר, אילולא אותו שימוש אסור.

7.4.4 כימות הנזק: בעיית כימות הנזק עוברת כחוט השני בכל התביעות הנוגעות לניירות ערך. קיים קושי בסיסי בהפרדת המעשה האסור מכל יתר הפעולות, ובייחוס המשמעות האמיתית שלו. קיים קושי "לנטרל" השפעות זרות או מתערבות, ובשוק ההון קיימות רבות כאלה.³⁷²

7.4.5 סעיף 52 לחוק מגדיר את ה"רווח" הנובע משימוש במידע פנים כהפרש שבין שער נייר הערך לפני מועד השימוש במידע הפנים לבין שערו בסמוך לאחריו. ואולם, הקושי בכימות אינו נובע מקושי מתמטי. נהפוך הוא, אין פשוט מכך מבחינה חשבונאית. הקושי נעוץ בכך, שלעתים שער נייר הערך אינו מושפע במלוא ההשפעה ה"אמיתית", בשל גורמים חיצוניים, בבחינת "גורם-מתערב-זר". להמחשה, נניח, שמידע פנים מתייחס לעסקת ענק שעליה חתמה חברה מסוימת. בסמוך לאחר שפורסם מידע זה, לא עלה שער נייר הערך כפי שניתן היה לצפות, שכן בדיוק ביום בו פורסמה ההודעה אירע פיצוץ של מכונית תופת במרכז ירושלים ושוק ההון כולו סבל מירידה קשה, במהלך מספר ימים, על רקע העדר "אופק מדיני". גורם פוליטי-מדיני התערב, אם כן, בפעולותם של כוחות השוק. נקל לשער, כי אילולא

³⁷² ראו, למשל, את הקושי הקיים בהוכחת "מהותיות" המידע ובהוכחת "ההשפעה" שהיתה (או שהיתה יכולה להיות) למידע הפנים על שער נייר הערך, או לחלופין – להשפעה שהיתה לתרמית על שער נייר הערך. ראו הרחבה בנושא המהותיות בפרק ג' לספר זה, וראו הרחבה לעניין התרמית בפרק י' לספר זה.

אירוע זה (ויכולים להיות אירועים זרים רבים אחרים), שער ניירות הערך של אותה חברה, אכן היה עולה עלייה מרשימה.

קיים, על כן, קושי אמיתי לנטרל את ה"סנטימנט" השלילי של מצב השוק, באותו מועד בו אירע הפיגוע האמור.

לעתים, עקב ההחמרה במצב הגיאופוליטי, או במצב הכלכלי, כלל לא תתאושש המניה של אותה חברה, ולא יורגש כל אפקט לידיעה החיובית שפורסמה. האמנם, בנסיבות אלו ניתן לומר, כי עברייין שעשה שימוש במידע פנים ביחס לאותה עסקה, כלל לא עבר עבירה של שימוש במידע פנים? ברור שלא. אם כך הדבר, לא ברור מדוע יש הצדקה לשלול זכות תביעה אזרחית מיתר המשקיעים שלא עשו שימוש במידע הפנימי ולא נהנו משער טוב יותר של נייר הערך.

7.4.6 בעיה אחרת הנוגעת לכימות הנזק נוגעת ללשון סעיף 52ח(ב) — "מחירו בסמוך לאחר שמידע הפנים נודע לציבור". (ההדגשה אינה במקור).

לעתים, כאמור, מידע הפנים לא יניב השפעה, אלא רק לאחר מספר ימים, ובמקרים אחרים תורגש ההשפעה מיד עם פרסומו. לא ברור מלשון החוק מהו משך הזמן שבמהלכו ייבדק הרווח, אך הבעיה בניסוחו של החוק היא בכך שלכאורה תהיה התוצאה של בדיקה שתיעשה מיד לאחר פרסום המידע הפנימי, כי לא היה כל רווח. בעוד, שבדיקה מאוחרת יותר תגלה קיומו של רווח ממשי. הקושי כאמור הינו בייחוס ההשפעה לאותו פרסום: אם ייבדק ה"רווח" של העברייין כעבור 14 יום, לא ברור מי יוכל לאשר כי השינוי בשער נייר הערך אכן נבע אך ורק מפרסום המידע ולא מכל גורם מתערב אחר.

7.4.7 אחד המקרים הבודדים, בהם הוגשה בישראל תביעה אזרחית הנוגעת לשימוש במידע פנים, היה בפרשת רויטמן ובנק המזרחי.³⁷³

בפרשה זו מכרה נאמנות משפחתית מניות של החברה לישראל לבנק מזרחי. זמן קצר לאחר המכירה ביצעה החברה לישראל הנפקה של מניותיה בבורסה. המוכרים תבעו את הבנק ואת מנהלה, אהרון מאיר, כי הם ידעו — עוד בטרם רכשו את מניותיהם — כי החברה לישראל עומדת להיות מונפקת. טענתם היתה, כי אילו ידעו על תוכנית ההנפקה, היו נוקבים מחיר גבוה יותר תמורת מניותיהם, שכן הנפקה מעלה תמיד את ערך המניות, שהיו עד אז בלתי סחירות.

תביעתם התקבלה ובית המשפט המחוזי בירושלים קבע, כי הנתבעים אכן ידעו על כוונת ההנפקה וכי היה מדובר במידע פנים. טענת הנתבעים, כאילו לא גילו לתובעים את המידע אודות תוכנית ההנפקה בשל העובדה שמדובר במידע פנים, נדחתה מכל וכל. זאת, משום שהם עצמם עשו שימוש במידע פנימי זה באותה עסקה. בפסק הדין

373 ה"פ (י"ם) 1021/86 Etablissement Mollet De Dupont ואח' נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ ואח', פ"מ תשמ"ט (2) 268 (להלן: "פרשת רויטמן").

קבעה השופט דורנר, אז בבית המשפט המחוזי, כי אמנם אסור לאדם למסור מידע פנים לאדם אחר, ואולם גם אסור לו לנצל את מידע הפנים לטובתו בעסקה עם אדם אחר, שאין בידיו אותו מידע. המסקנה היא, כי עליו להימנע מביצוע העסקה.³⁷⁴ עוד נפסק, כי הוראת סעיף 52 לחוק ניירות ערך עולה בקנה אחד עם עקרון תום הלב שבסעיף 12 לחוק החוזים.

7.5 הוראת סעיף 52 לחוק זכות תביעה אזרחית על ידי משקיעים

הקושי שמציב עצם קיומו של סעיף 52 לחוק הוא, שלכאורה אפשרית הטענה, כי הסעיף מהווה הבעת דעה מצד המחוקק, כי זכות התביעה בגין שימוש במידע פנים מתמצית בהוראותיו של אותו סעיף. משמע, כי לא ניתן להגיש תביעה אזרחית בגין עבירה זו, אלא רק בהתאם להוראות הסעיף. אם אמנם תתקבל גישה זו, הרי שרק תביעת החברה כנגד העברייני תהא אפשרית, בעוד שתשלל כל אפשרות של הגשת תביעה על ידי גורם אחר, לרבות משקיעים בניירות ערך של אותה חברה. מובן שגישה כזו מתיישבת עם התפישה, שלפיה מידע פנים שייך מלכתחילה לחברה, ועל כן זכות התביעה בעניין זה הינה שלה בלבד.

כאמור, אין אנו סבורים כך, וממילא השאלה הראויה לעדיפות בעניין זה הינה — זהות הנפגע, שלו יש להעניק את זכות התביעה והסעד המשפטי בגין הפגיעה שספג. משום כך, אף שהפרשנות שהובאה לעיל אפשרית מבחינה משפטית, אין היא הפרשנות הראויה מבחינת שיקולי מדיניות. הקניית זכות תביעה למשקיעים מהציבור חשובה מאוד, מהטעמים שפורטו לעיל, ושלילת זכות התביעה מהם אינה נכונה מבחינת מדיניות משפטית כמו-גם מבחינת האינטרס הציבורי.

7.6 הפרת חובה חקוקה

אחת הדרכים האפשריות לתביעה אזרחית היא שימוש בעוולה הנזקית השיורית, והלא-מאוד-מוצלחת, הפרת חובה חקוקה, כאמור בסעיף 63 לפקודת הנזיקין. במקרה זה, החובה החקוקה שהופרה היא הוראת סעיף 52 לחוק. השימוש בעוולה זו של הפרת חובה חקוקה אינו כה נפוץ, שכן מדובר בעוולה קשה ליישום ובעלת מגבלות שונות.³⁷⁵

7.7 סיכום

החוק אינו מקנה זכות תביעה אישית למשקיע בניירות ערך בגין שימוש במידע פנים, אלא רק לחברה שבניירות הערך שלה נעשה שימוש במידע פנים. קביעה זו בעייתית וגורמת לעיוות דין, בכך, שלמשקיעים מהציבור אין אפשרות לבוא חשבון עם מי

374 ראו שם, בעמ' 279–280.

375 אחת הבעיות בהפעלתה היא הצורך להוכיח, כי המחוקק התכוון להעניק הגנה וסעד בגין הפרת אותו דבר חקיקה. שאלה נוספת שתישאל היא, אם התכוון המחוקק להעניק סעד לתובע פרטי, להבדיל מחברה, כפי שמשמע מלשוננו של סעיף 52 לחוק.

שניצל מידע פנים, לעתים — על חשבונם. הדבר אף מביא לתת-אכיפה בתחום זה, ומותיר את האכיפה הבלעדית בידיה של הרשות לניירות ערך לשם נקיטת הליכים פליליים בלבד, ולא אזרחיים.

יש מקום לשינוי יסודי ומקיף של החקיקה בישראל בתחום ניירות הערך באופן שתוקנה זכות תביעה אזרחית רחבה לכל המשקיעים, בגין כל העבירות בתחום ניירות הערך, לרבות בעבירה של שימוש במידע פנים.³⁷⁶

8. רמת הענישה בעבירה של שימוש במידע פנים

8.1 כללי

מדיניות הענישה שננקטה בעבר על ידי בתי המשפט בישראל, בעבירה של שימוש במידע פנים, התאפיינה בענישה מקילה, באופן יחסי. כפי שיודגם להלן, הרי שבמרבית פסקי הדין שניתנו בנושא זה, מרביתם במרוצת שנות ה-90, הוטלו על הנאשמים שהורשעו קנסות בסכום דומה או קרוב לסכום הרווח שהניב לנאשמים ביצוע העבירה. עוד נגזרו עליהם עונשי מאסר מותנה או לחלופין — עונשי מאסר של עד שישה חודשים, שבמרבית המקרים רוצו בדרך של עבודות שירות.

בתיקון מס' 16 לחוק, שהתקבל בשנת 1998, הוחמרו העונשים בגין עבירת השימוש במידע פנים, בשתי דרכים:

ראשית, הושווה העונש המירבי על עבירה זו לעונש המוטל על עבירה של תרמית בניירות ערך והועמד על חמש שנות מאסר. שנית, הוחמרו הקנסות על עבירה זו. הרקע לתיקון האמור הינו, במידה רבה, השגשוג שהיה מנת חלקו של שוק ההון הישראלי בראשית שנות ה-90, שגשוג שאחריו הגיעה מפולת קשה, בשנת 1994. בעקבות משבר המניות של שנת 1994, ובשל פעילות מאומצת של מחלקת החקירות של הרשות לניירות ערך, נחשפו באותה תקופה מספר מקרים של עבירות בניירות ערך, הן עבירות של שימוש במידע פנים והן של תרמית בניירות ערך. מקרים אלו, אשר זכו בחלקם להד תקשורתי רב, הגבירו את מודעות הציבור לצדדיו היותר אפלים של שוק ההון, ויצרו אהדה בציבור למגמה המחמירה את הענישה בגין עבירות אלו. דעת קהל זו רק התגברה, ראשית, בשל ההפסדים הכספיים העצומים של הציבור הרחב כתוצאה ממשבר המניות, ושנית — לנוכח פסיקת בתי המשפט שלא החמירה די, לדעת רבים, עם העבריינים בשוק ההון.

ביטוי למורת הרוח ממעשי התרמית המתרחשים בשוק ההון בישראל, וביטוי לשינוי במדיניות הענישה בתחום ניירות הערך בכלל, ניתן למצוא בפסק הדין שניתן על

376 ראו התייחסות לנושא זה גם בפרק המבוא לספר זה וכן בפרק י', העוסק בעבירת התרמית.

ידי בית המשפט המחוזי בפרשת ה"דיסקונטאים" ושאושר לאחר מכן בבית המשפט העליון.³⁷⁷ לאחריו באה פרשת אילון צברי, שהמשיכה את ההחמרה במגמת הענישה.³⁷⁸

8.2 השימוש בסעיף 61 לחוק העונשין לשם ענישה על עבירת שימוש במידע פנים

העונש בגין עבירה של שימוש במידע פנים, הן על ידי איש פנים והן על ידי מי שקיבל את המידע מאיש פנים, הוא מאסר או קנס כספי. הוראות חוק ניירות ערך קובעות, כי הקנס ייקבע על פי הוראותיו של סעיף 61(א)(4) לחוק העונשין, כאשר בעניינו של איש פנים, יוטל על הנאשם שהורשע קנס של עד פי חמישה מהעונש הקבוע בסעיף 61 הנ"ל.³⁷⁹ ואילו בעניינו של מי שעשה שימוש במידע פנים, שהתקבל מאיש פנים, יהיה העונש — עד פי שניים מהעונש הקבוע בסעיף 61 הנ"ל.³⁸⁰

סעיף 61(א)(4) לחוק העונשין קובע:

"(א) על אף האמור בכל חוק, מקום שהוסמך בית המשפט בחוק להטיל קנס, רשאי הוא להטיל —

...

(4) אם קבוע לעבירה עונש מאסר למעלה משלוש שנים — קנס עד 150,000 שקלים חדשים."

משמעותה של הוראת סעיף 61(א)(4) לחוק העונשין היא, כי אם איש פנים הורשע בשימוש במידע פנים, אזי יהיה רשאי בית המשפט הגוזר את דינו להטיל עליו קנס של עד פי חמישה מהקנס הקבוע בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין (150,000 ש"ח), קרי — עד סך של 750,000 ש"ח. אם בוצעה העבירה על ידי מי שאינו איש פנים, אזי בהתאם להוראתם המשולבת של סעיף 752 לחוק ושל סעיף 61(א)(4) לחוק העונשין, יוטל עליו קנס של עד 300,000 ש"ח.

377 ראו, למשל, בפרשת הדיסקונטאים, שם הוטלו על הנאשמים עונשי מאסר כבדים וקנסות חסרי תקדים: עונש מאסר של 6 שנות מאסר בפועל וקנס בסך 2.5 מיליון ש"ח (על עופר הלדשטיין); 4 שנות מאסר בפועל וקנס בסך מיליון ש"ח (על דוד וינמן); 4.5 שנות מאסר בפועל וקנס בסך 800,000 ש"ח (על אהוד יעקב); 3 שנות מאסר בפועל וקנס בסך 750,000 ש"ח (על אפרים קוצ'ינסקי); 3.5 שנות מאסר בפועל וקנס בסך מיליון ש"ח (על אריה אדלר); וכן שנתיים מאסר בפועל וקנס בסך 300,000 ש"ח (על מרדכי מרקדו). ראוי להעיר, כי ערעורי הנאשמים בפרשת הדיסקונטאים נדחו במרביתם על ידי בית המשפט העליון, אשר אישר הן את עונשי המאסר הכבדים וכן את מרבית הקנסות הכבדים שהוטלו בבית המשפט המחוזי (השופט סטרשנוב).

378 ראו פרשת אילון צברי-מחוזי, בה נגזר על צברי, על ידי בית המשפט המחוזי, עונש של 6 שנות מאסר וקנס כספי של 3.5 מיליון ש"ח. בית המשפט העליון הקל בעונשו והפחית את עונש המאסר בפועל מ-6 ל-5 שנות מאסר, וכן ביטל את הקנס הכספי, אם כי מנגד התיר למדינה לחלט סך של כ-5.1 מיליון ש"ח, שנתפסו בחשבון נאמנות של צברי אצל עורך דין. ראו פירוט והתייחסות לכך בפרק י' לספר זה.

379 ראו סעיף 752 לחוק.

380 ראו סעיף 752 לחוק.

8.3 השימוש בסעיף 63 לחוק העונשין לשם ענישה על עבירת שימוש במידע פנים

במספר פסקי דין הדנים בניירות ערך נעשה שימוש על ידי בתי המשפט בהוראת סעיף 63 לחוק העונשין, הקובעת:

”63. קנס לפי שווי הנזק או טובת ההנאה

(א) בשל עבירה שנתכוון בה הנאשם לגרום נזק ממון לאחר או להשיג טובת הנאה לעצמו או לאחר, רשאי בית המשפט להטיל על הנאשם קנס פי ארבעה משווים של הנזק שנגרם או של טובת ההנאה שהושגה על ידי העבירה, או את הקנס שנקבע בחיקוק, הכל לפי הגדול שבהם.

(ב) הורשע אדם בעבירה, וקיבל דבר כשכר בעד ביצועה או כאמצעי לביצועה, רשאי בית המשפט להטיל עליו קנס פי ארבעה משוויו של הדבר, או את הקנס שנקבע בחיקוק, הכל לפי הגדול שבהם.

(ג) בקביעת סכום הקנס, לפי סעיף זה רשאי בית המשפט להתחשב, בין השאר, בשפעה שתהיה לסילוק הקנס על יכולתו של הנאשם לפצות את הניזוק שנגרם לו על ידי העבירה.

(ד) קביעת הקנס לפי ערך הנזק שנגרם או טובת ההנאה שהופקה תהא כערכם ביום ביצוע העבירה או ביום מתן החלטת בית המשפט, לפי הגדול שבהם.”

פסק הדין, אשר ניתן בעניין שמואל רוזנבלום, הינו מהראשונים שניתנו בישראל בעבירת שימוש במידע פנים, ועלתה בו במלוא חריפותה רמת הענישה הראויה בעבירה זו.³⁸¹

המחלוקת המשפטית בנושא זה העסיקה בפרשת רוזנבלום שלוש ערכאות, באופן שלא חזרה על עצמה בפסקי דין מאוחרים יותר באותו הנושא. חילוקי הדעות המשפטיים התמקדו בהיבט אחד ויחיד, והוא – מהו הקנס הכספי אשר מוסמך בית המשפט להשית על מי שהורשע בעבירת שימוש במידע פנים.

שתי גישות שונות בתכלית עלו מטיעוני הצדדים ומדעות השופטים השונים שדנו בסוגיה זו:

בית משפט השלום בתל-אביב (סגן הנשיא כתוארו דאז – דן ארבל) סבר, כי הקנס הכספי אשר נקבע על ידי המחוקק בסעיף 752 לחוק (4,500 ש”ח, באותה עת, שנת 1992) אין בו כדי להרתיע וכדי לשדר את המסר הראוי לכלל הציבור. זאת, במיוחד כאשר הרווח לנאשם מביצוע העבירה היה באותן נסיבות כ-30,000 ש”ח.

381 ראו פרשת רוזנבלום-שלום, לעיל הערה 308.

לאור זאת, פנה בית המשפט ונעזר בהוראת סעיף 63 לחוק העונשין.³⁸² השופט ארבל סבר, כי אין להחמיר עם הנאשם יתר על המידה ועל כן פסק, כי הוא ישלם קנס הדומה לסכום הרווח שנצמח לו — 40,000 ש"ח.

בערעור שהגיש הנאשם על פסק דין זה נטען, כי בית משפט השלום לא היה מוסמך לעשות שימוש בהוראת סעיף 63 לחוק העונשין, במיוחד לנוכח העובדה שחוק ניירות ערך קובע במפורש עונש כספי על העבירה האמורה, כאמור בסעיף 52 לחוק, ואינו מפנה לסעיף 63 דנן.

בית המשפט המחוזי בתל אביב קיבל את הערעור, בדעת רוב, בנימוק שלא ניתן להיעזר בהוראת סעיף 63 לחוק העונשין, וזאת, בשל דרישת היסוד הנפשי, שכן, בעוד שבסעיף 52 לחוק נדרש, כי הנאשם "ידע" או שהיה לו "יסוד סביר להניח" כי מקבל המידע ממנו, יעשה שימוש במידע שהוא העביר לו, הרי שסעיף 63 לחוק העונשין דורש דרישה מחמירה יותר של יסוד נפשי — "כוונה".³⁸³ להבדיל, כאמור, היסוד הנפשי הנדרש בעבירה של שימוש במידע פנים הוא של מודעות בלבד או אף רשלנות בלבד, אך בוודאי לא של "כוונה".³⁸⁴

דעת הרוב סברה, כי הנאשם, רוזנבלום, לא הודה כלל כי "התכוון" להשיג לעצמו או לאחר (גולדברג) רווח או "טובת הנאה", ומשום כך אין לעשות שימוש בהוראת סעיף 63 לחוק העונשין. השופט לויט סבר, בדעת רוב, כי דרישת סעיף 63 לחוק העונשין הינה ל"כוונה" ישירה, כדבריו. משום כך, יכולה הוראת סעיף 63 לחול אך ורק על החלופה הראשונה של סעיף 52ב(א)(2) לחוק, הדורשת "ידיעה" ממש של מוסר המידע על כוונת המקבל לעשות שימוש במידע שנתקבל אצלו ולא על החלופה השנייה לפיה — "יש יסוד סביר להניח" כי מקבל המידע יעשה שימוש במידע הפנים.³⁸⁵

יצוין, כי שופט המיעוט, זפט, חלק על דעתו זו של השופט לויט, ושלל את הפרשנות המצמצמת לסעיף 63 לחוק העונשין. לדעתו, הרציונל בהוראת דין זו הוא הענקת "אמצעי ענישה אפקטיבי", כדבריו, לבית המשפט בהתאם למידת ההנאה או הנזק שהפיק, או שהתכוון להפיק, הנאשם. משום כך לא היתה מקובלת עליו הפרשנות, שלפיה סעיף 63 לחוק העונשין לא יחול בחלופה השנייה של סעיף

382 על פי סעיף 63 לחוק העונשין, רשאי בית המשפט, כאמור, להטיל על הנאשם קנס של עד פי ארבעה מסכום הרווח שהפיק הנאשם.

383 סעיף 63 דורש, כי הנאשם "התכוון" להשיג טובת הנאה לעצמו או לאחר.

384 מעניין לציין, כי בית משפט השלום סבר כי היסוד הנפשי הנדרש על פי סעיף 52 לחוק הינו של מחשבה פלילית, בעוד שהשופט ד' פלפל בבית המשפט המחוזי סברה, כי הביטוי "יש יסוד סביר להניח" מתכוון ומתייחס ליסוד נפשי של רשלנות גרידא. ראו פרשת רוזנבלום-שלום, לעיל הערה 308. והשוו — פרשת רוזנבלום — מחוזי, לעיל הערה 262.

385 משום כך, פסק השופט לויט, כי לא ניתן לעשות שימוש בסעיף 63 לחוק העונשין בענייננו, ולפיכך הציע לקנוס את המערער ב-3,000 ש"ח או ב-30 ימי מאסר תמורתם.

52ב(א)(2), קרי, במקרה בו רק — "היה יסוד סביר להניח" שמקבל המידע יעשה בו שימוש.

בית המשפט העליון, אשר דן אף הוא בתיק זה בערעור ברשות שהגיש התביעה, סבר כי הצדק היה דווקא עם שופט המיעוט בבית המשפט המחוזי וכן עם שופט בית משפט השלום.³⁸⁶

בית המשפט העליון, מפי השופט בך, סבר, כי הרציונל העומד ביסוד סעיף 63 לחוק העונשין מאפשר שימוש בו אם הנאשם התכוון להפקת רווח, וזאת, גם אם הפקת הרווח או הרצון להשגתו, אינם מיסודות העבירה בה הורשע הנאשם. כראיה וכחיזוק לדעה זו מסתמך בית המשפט העליון על הוראת סעיף 204(א) לחוק התכנון והבניה, התשכ"ה-1965. נקבע, כי די בכך שהיה ברור למוסר המידע, כי מקבל המידע יעשה בו שימוש "קרוב לוודאי", על מנת שניתן יהיה להיעזר בהוראות סעיף 63 לחוק העונשין.³⁸⁷

בפרשת רוזנבלום יצר בית המשפט העליון זיקה וזהות בעייתיות, ולפיהן — כאשר יש "יסוד סביר להניח" שמקבל המידע ינצל את המידע להפקת רווח, משמעות הדבר שמוסר המידע "התכוון" ממש לאפשר למקבל המידע את טובת ההנאה הצפויה.³⁸⁸ פרשנות זו חוטאת, לדעתנו, בכל הכבוד, ללשון החוק.

386 פרשת רוזנבלום-עליון, לעיל הערה 261, בעמ' 7.

387 שם, בעמ' 8-10.

388 שם, בעמ' 11.

8.4 רמת הענישה בעבירה של שימוש במידע פנים בישראל

הליך	ערכאה	תאריך גזר הדין	שם הנאשם	סוגי עבירות	עונש	הערות
ת"פ 6026/89 מדינת ישראל נ' יוסף פלג	שלום (ת"א)	7.12.92	יוסף פלג	סעיף 352 לחוק – שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	3 חודשים מאסר אשר יוצעו בעבודות שירות וכן מאסר על תנאי לחקופה של שנה למשך 3 שנים, וכן קנס בסך 62,000 ש"ח.	שיקולים לקולא: תרומתו לפיתוח מפעלים בדרום הארץ. שיקולים לחומרה: הרתעה.
ע"פ 290/93 יוסף פלג נ' מדינת ישראל	מחוזי (ת"א)	9.7.93	יוסף פלג	סעיף 352 לחוק – שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	הערוור על העונש נדחה, למעט לענין הקנס, אשר הופחת מ-62,000 ש"ח ל-50,000 ש"ח (או שנה מאסר תחתית).	
ת"פ 5322/90 מדינת ישראל נ' גיבור סברניה מפעלי טקסטיל בע"מ ואח'	שלום (ת"א)	25.7.93	ישראל רזוב	סעיף 352 לחוק – שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	6 חודשי מאסר בפועל (עבודות שירות) ו-24 חודשים על תנאי למשך 3 שנים, וכן קנס בסך 250,000 ש"ח (או שנתיים מאסר תחתית).	שיקולים לקולא (לגבי כל הנאשמים): עינוי דין (העבירות נעברו בשנים 1986–1987 ונדונו בסוף 1990) בנוסף, לטענת בית המשפט הנאשמים פעלו בערפל הלכתי – טרם גובש המותר והאסור בתחום ניירות ערך, וכן עברם נקי ומרומזתיהם לחברה.
	חברת נכסי גרשון רזוב בע"מ		חברת נכסי גרשון רזוב בע"מ	סעיף 352 לחוק – שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	קנס בסך 200,000 ש"ח והחתייבות ע"ס 300,000 ש"ח שלא תעבור במשך שנתיים עבירה על חוק ני"ע.	יצוין כי חלק מהנאשמים באותה פרשה הורשעו בעבירה של חרימת בניירות ערך.
	חברת נכסי ישראל רזוב בע"מ		חברת נכסי ישראל רזוב בע"מ	סעיף 352 לחוק – שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	קנס בסך 200,000 ש"ח והחתייבות ע"ס 300,000 ש"ח שלא תעבור במשך שנתיים עבירה על חוק ניירות ערך.	

הליך	ערבאה	תאריך גזר הדין	שם הנאשם	סוגי עבירות	עונש	הערות
			חברת סבילרין בע"מ	סעיף 352 לחוק — שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	קנס בסך 35,000 ש"ח.	שיקולים לקולא — החברה עברה לבעלות חדשה, שלא היתה מעורבת בעברות.
ע"פ 1503/93, 1530, 1519 מדינת ישראל נ' חיים רוזוב ואח'	מחוזי (ת"א)	19.9.96	חיים רוזוב ¹	סעיף 352 לחוק — שימוש במידע פנים על ידי איש פנים וכן — הרמית בניירות ערך לפי סעיף 54(א) לחוק.	בית המשפט המחוזי, על אף הרשעתו של חיים רוזוב לא התערב בגזר הדין של בית משפט שלום: קנס בסך 36,800 ש"ח וכן — 6 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות) ועוד 24 חודשים על תנאי למשך 3 שנים.	
			ישראל רוזוב, חב' נכסי גרשון רוזוב וחב' נכסי ישראל רוזוב		כל ערעורי הנאשמים לגבי ההרשעה והעונש — נדחו. כן נדחו ערעורי המדינה על זיכוי שולמית גרודצקי בבית משפט השלום, וערעורים על קולת העונש.	
ע"פ 4675/97 ישראל רוזוב נ' מדינת ישראל	עליון	19.8.99	ישראל רוזוב	סעיף 352 לחוק — שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	בית המשפט העליון קיבל את ערעור המדינה על הזיכוי החלקי בבית משפט השלום, אך לא התערב בגזר הדין.	
ע"פ 4961/97 מדינת ישראל נ' שולמית גרודצקי	עליון	19.8.99	שולמית גרודצקי	סעיף 352 לחוק — עשיית שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	הקבל ערעור המדינה והיא הורשעה בעבירות שיוחסו לה ומהן זכתה בבית משפט השלום ובבית המשפט המחוזי.	

¹ בניהמ"ש המחוזי הורשע חיים רוזוב גם בעבירות שימוש במידע פנים, עבירה ממנה זוכה בבניהמ"ש השלום.

הערות	עונש	סוגי עבירות	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	הליך
	התקבל ערעור המדינה והחברה הורשעה בעבירות שיוחסו לה ומהן זוכתה בבימ"ש המחוזי (אף שהורשעה בבימ"ש השלום) בית המשפט העליון הטיל עליה את העונש שנקבע בימ"ש שלום: קנס בסך 200,000 ש"ח והתחייבות ע"ס 300,000 ש"ח שלא תעבור במשך שנתיים עבירה על חוק ני"ע.	— סעיף 352 לחוק — עשיית שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	חברת נכסי ישראל רוזוב בע"מ	19.8.99	עליון	ע"פ 4962/97 מדינת ישראל נ' נכסי ישראל רוזוב בע"מ
	6 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות) ו-18 חודשי מאסר על תנאי לתקופה של 3 שנים, וקנס בסך 28,000 ש"ח.	— סעיף 352 לחוק — עשיית שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	משה קרן	30.11.99	שלום (ת"א)	ת"פ 3348/90 מדינת ישראל נ' משה קרן וחנן ברק
	3 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות) וכן 9 חודשי מאסר על תנאי למשך שנתיים. וכן — קנס בסך 21,000 ש"ח.	— סעיף 352 לחוק — שימוש במידע פנים שמקורו באיש פנים.	חנן ברק			
שיקולים לקולא: עיני דין ורמת הענישה בעבירות דומות.	הערעור מתקבל לענין העונש: תקופת המאסר בפועל (בעבודות שירות) הומרה לגבי שני הנאשמים במאסר על תנאי: 6 חודשים — קרן. 3 חודשים — ברק. הקנסות נותרו ללא שינוי.	— סעיף 352 לחוק — עשיית שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	משה קרן וחנן ברק	14.7.97	מחוזי (ת"א)	ע"פ 366, 331/94 משה קרן וחנן ברק נ' מדינת ישראל
	בית המשפט העליון דחה את ערעור הנאשם קרן על הרשעותיו.	— סעיף 352 לחוק — עשיית שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	משה קרן	28.4.98	עליון	רע"פ 5174/97 משה קרן נ' מדינת ישראל

הערות	עונש	סוגי עבירות	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	חל"ץ
שיקולים לקולא: הכעת חרטה, העדר עבר פלילי, מצב בריאותי קשה, שיקולי אחדות הענישה (לאור עונשו של שותפו לעבירה). שיקול לחומרה: שיקולי הרחעה.	4 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות), 12 חודשי מאסר על תנאי לחקופה של 3 שנים, וקנס בסך 60,000 ש"ח (או שנת מאסר תחתית) (יצוין שהנאשם פריאל זוכה מהעבירה שיוחסה לו).	סעיף 52 לחוק — שימוש במידע פנים שמקורו באיש פנים וכן סעיף 52 לחוק — מטירת מידע פנים לאחר.	אליעזר גולדברג	24.2.94	שלום (ת"א)	ת"פ 1327/92 מדינת ישראל נ' יוסף פריאל ואליעזר גולדברג
	ערעור הנאשם על ההרשעה ועל חומרת העונש נדחה.	סעיף 52 לחוק — שימוש במידע פנים שמקורו באיש פנים וכן סעיף 52 לחוק — מטירת מידע פנים לאחר.	אליעזר גולדברג	14.1.96	מחוזי (ת"א)	ע"פ 664/95 אליעזר גולדברג נ' מדינת ישראל
שיקולים לקולא: מספר פעולות קטן שישמשו בסיס להרשעות והיקף כספי נמוך יחסית. שיקולים לחומרה: המידע בו נעשה שימוש נשאב מדוחות הבנק ע"י איש פנים.	עונש מאסר להקופה של 18 חודשים: 4 חודשים לריצוי בפועל, והיתרה על תנאי למשך 3 שנים. בנוסף, קנס בסך 45,000 ש"ח (או חצי שנת מאסר תחתית).	סעיף 52 לחוק — שימוש במידע פנים בדי איש פנים וכן סעיף 52 לחוק — עסקאות בניירות ערך על ידי עובד חבר בורסה.	אליעזר פרנקל	16.10.94	שלום (ת"א)	ת"פ 3305/92 מדינת ישראל נ' אליעזר פרנקל
שיקולים לחומרה: הרחעה.	קנס בסך 40,000 ש"ח (או 400 ימי מאסר תמורתו) ו-4 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים.	סעיף 52 לחוק — שימוש במידע פנים שמקורו באיש פנים.	שמואל רוזנבלום	9.3.92	שלום (ת"א)	ת"פ 1043/92 מדינת ישראל נ' רוזנבלום
	ערעור הנאשם על חומרת העונש מתקבל: הקנס מופחת ל-3,000 ש"ח (או 30 ימי מאסר תמורתם).		שמואל רוזנבלום	31.1.93	מחוזי (ת"א)	ע"פ 489/92 רוזנבלום נ' מדינת ישראל

הערות	עונש	סוגי עבירות	שם הנאשם	תאריך תז"ד	ערכאה	חל"ד
שיקול לקולא: הרשעה ראשונה מסוג זה. שיקול לחומרה: סכנת פגיעה באמון הציבור במסחר בבורסה.	ערעור המדינה מתקבל: קנס בסך 40,000 ש"ח (או 6 חודשי מאסר תמורתו) ומאסר על תנאי ל-4 חודשים למשך 3 שנים. ²	סעיף 352 לחוק – שימוש במידע פנים ביד איש פנים.	שמואל רוזנבלום	2.6.97	עליון	ע"פ 2576/93 מדינת ישראל נ' שמואל רוזנבלום
שיקולים לקולא: מעידה חד פעמית והסכום הנמוך של הרכישה.	קנס בסך 6,000 ש"ח (או 4 חודשי מאסר תמורתו) ו-3 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים.	סעיף 352 לחוק – שימוש במידע פנים ביד איש פנים.	שרגא אוסטרובסקי	24.2.93	שלום (ת"א)	ת"פ 7577/92 מדינת ישראל נ' שרגא ועליזה אוסטרובסקי
	6 שבועות של מאסר על תנאי, למשך 6 שנתיים.	סעיף 352 לחוק – שימוש במידע פנים ביד איש פנים.	עליזה אוסטרובסקי	24.2.93	שלום (ת"א)	
שיקולים לחומרה: שיקולי הרחעה ועקרון השוויון בענישה.	קנס בסך 100,000 ש"ח (או שנת מאסר תמורתו) ו-6 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים.	שימוש במידע פנים.	ארווין מלצר	20.2.94	שלום (ת"א)	ת"פ 6188/93 מדינת ישראל נ' ארווין מלצר
שיקול לחומרה: הרחעה.	אלרגור הורשע רק בעבירות דיווח אך זוכה מכל יתר האישומים, לרבות שימוש במידע פנים. העונש – 6 חודשי מאסר בפועל בעבירות שירות ו-18 חודשי מאסר על תנאי לתקופה של 3 שנים, וכן קנס בסך 75,000 ש"ח (או 10 ימי מאסר תמורתם)	סעיף 352 לחוק – שימוש במידע פנים על ידי איש פנים.	דניאל אלרגור וחברת נורדן	6.12.99	שלום (ת"א)	ת"פ 6383/96 מדינת ישראל נ' דניאל אלרגור וחברת נורדן

2 ערעור המדינה התקבל, ובית המשפט העליון החזיר על כנו את העונש שגזר בית משפט השלום.

הערות	עונש	סוגי עבירות	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	הליך
	התקבל צרעור המדינה והנאשמים הורשעו בכל העבירות שיוחסו להם, לרבות שימוש במוידע פנים, בימ"ש השלום, אליו הוחזר החנין, גזר על אלרגנד 6 חודשי מאסר בפועל בעבודות שירות, 18 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים (ועונש מאסר מותנה נוסף של 6 חודשים). כמו כן — קנס בסך 75,000 ש"ח או 10 ימי מאסר תמורתם.	— סעיף 352 לחוק — שימוש במוידע פנים על ידי איש פנים.	דניאל אלרגנד וחברת נורדן	14.9.99	מחוזי (ת"א)	ע"פ 4612/98 מדינת ישראל נ' דניאל אלרגנד
שיקולים לקולא: הודאת הנאשם והבעת חרטה. וכן — עינוי דיין.	3 חודשי מאסר בפועל (בעבודות שירות) חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים. וכן קנס של 50,000 ש"ח (או חודשיים מאסר תמורתו).	— סעיף 352 לחוק — שימוש במוידע פנים על ידי איש פנים.	חנן לוריה	11.2.99	שלום (ת"א)	ת"פ 13181/97 מדינת ישראל נ' חנן לוריה ואורן רשף
שיקול לקולא: הנאשם יהיה מנוע מלקבל רישיון לניהול תיקי השקעות ויערן בניירות ערך.	6 חודשי מאסר בפועל בעבודות שירות, 4 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים. וכן קנס בסך 100,000 ש"ח (או שלושה חודשי מאסר תמורתו).	— סעיף 352 לחוק — שימוש במוידע פנים שמקורו באיש פנים.	אורן רשף	11.2.99	שלום (ת"א)	
שיקולים לקולא: הודאה בעבירות והבעת חרטה.	75 ימי מאסר לריצוי בעבודות שירות ו־10 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים. וכן, קנס בסך 43,132 ש"ח (או 10 חודשי מאסר תמורתו).	— סעיף 352 לחוק — שימוש במוידע פנים בידי איש פנים.	רן גרסנברג	8.10.97	שלום (ת"א)	ת"פ 2125/99 מדינת ישראל נ' רן גרסנברג
שיקול לחומרה: שיקולי הרחעה.						

הערות	עונש	סוגי עבירות	שם הנאשם	תאריך גזר הדין	ערכאה	הלך
	3 חודשי מאסר בפועל בעבודות שירות ו-12 חודשי מאסר על תנאי. וכן קנס בסך 150,000 ש"ח (או 9 חודשי מאסר תמורתו).	— סעיף 352 לחוק — שימוש במידע פנים בידי איש פנים. ³	אייל רוטם	1.6.99	שלום (ת"א)	ת"פ 7388/94 מדינת ישראל נ' אייל רוטם
	העונש הופחת ל-12 חודשי מאסר על תנאי וקנס בסך 150,000 ש"ח (או 9 חודשי מאסר תמורתו). ⁴		אייל רוטם	3.10.00	מחוזי (ת"א)	ע"פ 70066/00 מדינת ישראל נ' אייל רוטם
	התחייבות כספית בסך 200,000 ש"ח להימנע מביצוע העבירה בה הורשע למשך 3 שנים וכן קנס בסך 231,600 ש"ח (או 3 חודשי מאסר תמורתו).	— סעיף 352 לחוק — שימוש במידע פנים בידי איש פנים מורכב.	יחזקאל ורד	5.2.01	שלום (ת"א)	ת"פ 6008/00 מדינת ישראל נ' יחזקאל ורד
שיקולים לקולא: העדר רווח מביצוע העבירה וכן — קיום מניע נוסף ולגיטימי לביצוע העבירה. מניעת כהונה כדירקטור בחברות ציבוריות.	9 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים וקנס בסך 40,000 ש"ח (או חודשיים מאסר תמורתו).	— סעיף 352 לחוק — שימוש במידע פנים בידי איש פנים.	עדי אייל	23.1.03	שלום (ת"א)	ת"פ 6030/00 מדינת ישראל נ' עדי אייל
שיקולים לחומרה: פגיעה באמון הציבור, שיקולי הרחעה, הנאשם בעל השכלה ונישואים, איך מדובר במעידה חד פעמית.	6 חודשי מאסר (בעבודות שירות) ו-12 חודשי מאסר על תנאי למשך 3 שנים, וכן קנס בסך 40,000 ש"ח (או 5 חודשי מאסר תמורתו).	— סעיף 352 לחוק — שימוש במידע פנים בידי איש פנים.	יעחק בש	17.6.96	שלום (ת"א)	ת"פ 9144/94 מדינת ישראל נ' יעחק בש
שיקולים לקולא: הכעת חרטה, הנאשם אינו עובד עוד כד"ח.						

3 יצוין, כי רוטם הורשע גם בעבירה של חריגת בניירות ערך.

4 ההקלה בעונש באה לאחר זיכוי רוטם מעבירה של חריגת בניירות ערך וקבלת דבר במרמה.