

שימוש במידע פנים וקנייה במשיכה בשולי הצעת חקיקה

מאת

פרופ' עמיר ליכט*

א. מבוא

בחודש מאי 2009 פירסמה רשות ניירות ערך (להלן גם: "הרשות") את תזכיר חוק איסור שימוש בלתי הוגן במידע על ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשס"ט-2009 (להלן: "התזכיר").¹ התזכיר כורך מספר נושאים, אולם במרכזו עומדת הצעה לקבוע כעבירה שימוש בלתי הוגן במידע מהותי אודות נייר ערך הנסחר בבורסה. לפי ההצעה, המאפיין העיקרי של שימוש בלתי-הוגן כזה הינו הפרת חובת נאמנות כלפי מקור המידע. התכלית המוצהרת של ההצעה היא, לעגן במשפט הישראלי איסור מקביל לדוקטרינה האמריקאית, המכונה Misappropriation Theory,² שאותה נכנה להלן דוקטרינת הקנייה במשיכה.³ בנוסף לכך מציע התזכיר לאסור במפורש ביצוע פעולת הטרמה (front running) בידי מתווכים פיננסיים ועובדיהם - דהיינו, ביצוע פעולה בנייר ערך לאור ידיעה מוקדמת על פעולה צפויה של אחר בניירות ערך. זאת על בסיס ההנחה, כי הטרמה היא מקרה פרטי של שימוש בלתי הוגן במידע.⁴ מעט מאוחר יותר, באוגוסט 2009, פירסם משרד האוצר טיוטת חוזר למשקיעים מוסדיים הנתונים לפיקוחו, ובה הביע כוונה לאסור על הטרמה. גם במקרה זה, החוזר מבוסס על ההנחה, כי הטרמה היא פעולה בחוסר הגינות והפרה של חובת הנאמנות של הגוף המוסדי כלפי עמיתים.⁵

-
- * בית ספר רדזינר למשפטים, המרכז הבינתחומי הרצליה; עמית מחקר, המוסד האירופי למשטר חברות (ECGI); עמית, המכון הישראלי לממשל תאגידי.
1. ניתן להורדה באתר הרשות http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_3650.pdf.
 2. כך במפורש לשון התזכיר, שם, בעמ' 1, והצעת החוק הנספחת לתזכיר, שם, בעמ' 16.
 3. במקורות המשפט העברי, משיכה היא צורה לגיטימית לרכישת קניין בנכס מיטלטל. ראו, למשל, רמב"ם, משנה תורה, ספר קניין, הלכות זכייה ומתנה, פרק א, ט"ו: גוי שמכר מיטלטלין לישראל, או קנה מיטלטלין מישראל קונה במשיכה, ומקנה במשיכה או בדמים. בעברית החדשה קנייה במשיכה קיבלה משמעות הפוכה של נטילה בלא רשות.
 4. התזכיר מציע גם שורה של הוראות הנוגעות לפיקוח על מקצועני שוק ההון, ובהם יועצי השקעות, מנהלי קרנות ומתווכים פיננסיים שונים. הוראות אלה אינן נוגעות לסוגיית השימוש הבלתי הוגן ולכן לא ידונו ברשימה זו.
 5. משרד האוצר - אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, חוזר גופים מוסדיים 2009-151 עבודה באמצעות חשבון מפצל ומניעת הטרמה - טיוטה, 4 באוגוסט 2009. ניתן להורדה - <http://www.finance.gov.il/hon/2001/mosdiyem/memos/t2009-151.doc>. טיוטת החוזר מתייחסת גם לפעולות אחרות בעלות אופי דומה כגון פיצול פקודות זהות בין חשבונות באופן שמפלה לטובה חשבון מסויים - בפרט, חשבון הנוסטרו של הגוף המוסדי.

ברשימה זו נבקש לבחון באופן עיוני, את יוזמת החקיקה המוצעת על-ידי הרשות. תשומת הלב תתמקד בטעמים, היכולים לתמוך בעיגונה של תורת הקנייה במשיכה בדין הישראלי או לשלול אותה, וכן באופן שבו עשוי האיסור המוצע להשתלב במארג הקיים של דיני ניירות ערך ובפרט באשר לאיסור השימוש במידע פנים.

המסקנה העיקרית העולה מן הדיון הינה, כי לשם הגשמת התכליות שהתזכיר מפרט, אין צורך בתיקון החקיקה המוצע. יתר על כן, רכיבים מסויימים בהצעה עלולים, אם יחוקקו, ליצור קשיים בלתי-מבוטלים בהסדר המשפטי הקיים כיום בנושא הגבלת השימוש במידע פנים ואף מעבר לכך. עם זאת, אנו תמימי-דעים עם הרשות, כי עשויה להיות תועלת בחידוד אי-החוקיות של שימוש במידע פנים על בסיס קנייה במשיכה. לשם כך מציגה הרשימה הצעה צנועה לתיקון מבהיר שכזה. בשולי הרשימה מובאות הערות מספר אודות הבסיס המשפטי והצידוקים לאיסור על הטרמה לאור הניתוח הנוכחי.

ראוי לציין, כי אין בכוונתנו או ביכולתנו, בהקשר הנוכחי, לערוך דיון מקיף בנושא איסור השימוש במידע פנים. סוגייה זו רחבה היא. "קולמוסים) הרבה נשברו סביב העבירה שעניינה שימוש במידע פנים בידי איש פנים... דומה כי נכתב על העבירה כל שראוי היה כי ייכתב - ימה וקדמה, צפונה ונגבה - והושמעו כל דעות שהיו ראויות כי תושמענה - למקצה אחד ועד קצה אחר." בספרות הישראלית, הסוגייה נדונה על ידי מספר מחברים מנקודות-השקפה שונות.⁷ גם בפסיקת בתי-המשפט שלנו הסוגייה זכתה לטיפול ממצה וטוב.⁸ הספרות הזרה רחבה מני ים, וכאמור, ניתן למצוא בה סימוכין כמעט לכל עמדה שניתן להעלות על הדעת, כך שתועלתה, לפחות בהקשר הנוכחי, מוגבלת. בעניין זה נסתפק, לפיכך, בהערות קצרות בלבד.

ב. התיקון המוצע ויחסו לשימוש במידע פנים

1. התיקון המוצע

תזכיר הרשות מציע להוסיף סעיף 1ח52 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן "חוק ניירות ערך" או "החוק") בנוסח להלן:

"1ח52. שימוש בלתי הוגן במידע

(א) העושה עסקה בנייר ערך כאשר בידו מידע מהותי על נייר הערך תוך הפרת חובת נאמנות שלו כלפי מקור המידע,

6. רע"פ 8472/01 מהרשק נ' מד"י פ"ד נט(1) 442, סעיף 15 (השוטף חשין).
7. ראו י' גרוס, "האיסור בדבר ניצול מידע-פנים בחברות", עיוני משפט טו (תש"ן) 481; ע' ידלין, "גבולות האיסור על שימוש במידע-פנים", עיוני משפט כה (תשס"א-תשס"ב) 143; נ' מימון-שעשוע, "שימוש במידע פנים - בין אסור למוסר", הפרקליט מו (תשס"ב-תשס"ג) 85; ז' גושן, ג' פרחמובסקי, "הטעמים בעד ונגד השימוש במידע פנים: הערכה מחודשת", ספר שמגר (כרך ג, תשס"ג) 321.
8. ראו במיוחד רע"פ 4675/97 רוזוב נ' מד"י, פ"ד נג(4) 337 (להלן: רוזוב); רע"פ 5174/97 קרן נ' מד"י פ"ד נב(2) 177 (להלן: קרן).

דינו - מאסר חמש שנים או קנס בשיעור פי חמישה מן הקנס הקבוע בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין, ואם היה המפר תאגיד - פי עשרים וחמישה מהקנס הקבוע באותו סעיף.

(ב) המוסר מידע מהותי על נייר ערך תוך הפרת חובת נאמנות כאמור בסעיף קטן (א), לאדם אשר הוא יודע, או יש יסוד סביר להניח כי יבצע עסקה בנייר ערך זה או בנייר ערך הקשור אליו כאשר המידע מצוי בידו, דינו - מאסר חמש שנים או קנס בשיעור פי חמישה מן הקנס הקבוע בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין.

(ג) העושה עסקה בנייר ערך כאשר בידו מידע מהותי על נייר הערך אשר נמסר לו תוך הפרת חובת נאמנות של מי שמסר לו, במישרין או בעקיפין, את המידע, כלפי מקור המידע, דינו - מאסר שנה או קנס בשיעור פי שניים מן הקנס הקבוע בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין, ואם היה המפר תאגיד - פי עשרה מהקנס הקבוע באותו סעיף.

"...

דברי ההסבר לתזכיר מציינים, כי כוונת מציעיו היא ליצור איסור שהוא נפרד מן האיסור על שימוש במידע פנים ובנוסף אליו. במילות התזכיר:

"חשיבות יצירת איסור זה לצד האיסור הקיים על שימוש במידע פנים היא בכך שישודות עבירת השימוש במידע פנים - "איש פנים" ו"מידע פנים" - אינם נדרשים לשם ביצוע עבירת השימוש הבלתי הוגן במידע, אשר עיקרה בהפרת חובת הנאמנות. משמע, העבירה יכול שתחול גם על מי שאינו איש פנים או גם אם מדובר במידע שאינו נחשב למידע פנים, כל עוד נעשה שימוש במידע מהותי שאינו ידוע לציבור תוך הפרת חובת נאמנות."⁹

למעט ההבחנה הטקסטואלית הנזכרת, אליה נידרש מיד, מבחינות אחרות יש חפיפה ניכרת בין שני האיסורים. מבחינה "גיאוגרפית", הסעיף המוצע ממוקם בלב פרק ח1 לחוק, שעניינו הגבלת השימוש במידע פנים, והוא נסמך על יתר ההגדרות המופיעות בסעיף 52א לחוק ומשמשות להסדרת השימוש במידע פנים - למשל, "עסקה" ו"ניירות ערך".

הרכיב ההתנהגותי המרכזי של שימוש בלתי הוגן במידע מבוסס על שלוש חלופות, הדומות מאד לשלוש החלופות של שימוש במידע פנים: (1) ביצוע עסקה על ידי מפר בעל מעמד מיוחד - איש פנים או מפר חובת נאמנות; (2) מסירת מידע; (3) ביצוע עסקה על ידי מי שקיבל מידע, שמקורו בבעל מעמד

9. התזכיר, לעיל הערה 1, בעמ' 1.

מיוחד. גם רמות הענישה בשלוש החלופות, כתלות ביסודות נסיבתיים, דומות בשימוש במידע פנים ובשימוש בלתי הוגן במידע. לעומת זאת, השימוש עצמו לעניין שני האיסורים בנוי בצורה שונה מעט. כידוע, שימוש לעניין שימוש במידע פנים מוגדר בסעיף 52 לחוק באופן רקורסיבי, הקורא לעצמו - דהיינו, שימוש הוא עסקה או מסירת מידע למי שעלול, לידיעתו הסבירה של המוסר, לעשות שימוש. זהו מבנה אלגנטי ויעיל מאד להגשמת התכלית החקיקתית, שכן הוא יוצר תחולה רחבה על מפרים פוטנציאליים כל עוד מתקיים התנאי של ידיעה סבירה. לא ברור, מדוע שימוש לעניין שימוש בלתי הוגן במידע אינו מסתמך על מבנה רקורסיבי שכזה. אם תתממש הצעת התזכיר לכדי חקיקה, נראה לנו עדיף להגדיר "שימוש" באופן כללי (בין בסעיף 52 ובין באופן זהה אך נפרד בסעיפים 52 ו-1ח52) כעשיית עסקה בעת החזקת מידע או מסירת מידע למי שעשוי לעשות שימוש, בכפוף לדרישת ידיעה סבירה.

הימנעותו של התזכיר מנקיטת המונחים "איש פנים" ו"מידע פנים" נועדה, כאמור, ליצור הבחנה בין שימוש בלתי הוגן במידע לבין שימוש במידע פנים. על אף הכוונה המפורשת, נדמה לנו כי בפועל, ההבחנה קלושה מאד ויש מקום לסברה, כי כלל אינה תופסת, זאת לאור הפרשנות שנתנה הפסיקה למונחים אלה. חלק זה יעסוק בהיבט הפוזיטיבי של טענה זו. ההיבט הנורמטיבי - עד כמה הפרשנות הנוכחית או פרשנות אחרת רצויות - יידון בחלקים הבאים במסגרת הדיון העיוני הכללי בחקיקת תורת הקנייה במשיכה.

2. איש פנים

הדיוטות הנדרשים לסוגייה של איסור השימוש במידע פנים עשויים לסבור, כי האיסור אמור לחול על נושאי משרה בחברה. החלת האיסור על עובדים זוטרים עשויה להיראות לרבים כלא-אינטואיטיבית; החלתו על צדדים חיצוניים לתאגיד - עוד פחות מכך. בפועל, במשטר המשפטי הנוהג אצלנו ובמקומות אחרים, האיסור על שימוש במידע פנים אינו מוגבל לאנשי פנים מובהקים - דהיינו, נושאי משרה בכירים ובעלי כוח אחרים בחברה (כגון בעל מניות עיקרי). הגדרת איש פנים בסעיף 52 לחוק כוללת, כידוע, חלופה שיווית של "אדם אחר" - זה אשר "מעמדו או תפקידו בחברה או קשריו עמה נתנו לו גישה למידע פנים...". חלופות-המשנה של איש פנים מכוח מעמד או תפקיד בחברה חלות על-פי לשוןן על מי שהם חלק מן המערך האירגוני של התאגיד, אף אם תוארם שונה מן המישרות המפורטות ברישא של ההגדרה. הגדרה מהותית זו תוחל כעניין שבשיגרה על-פי הנסיבות. ההגדרה מייטרת את הצורך להידרש לרשימות מפורטות של תארים חלופיים או "תארי-סל" כגון "דירקטור דה פקטו", "דירקטור צללים" וכיוצא בהללו. כך נחסך הצורך להתחבט, התחבטות-סרק, בלהטוטי-מינוח במסמכי התאגדות שונים.

נותרה, אם כן, חלופת-המשנה של איש פנים כאדם אחר מכוח קשריו עם החברה. פועלה של חלופת-משנה זו על הגדרת איש פנים הוא דרמטי. על אף חזותה של ההגדרה כמבוססת על רשימה סגורה של מי שהם חלק מן המערך האירגוני של התאגיד (ובנוסף, גם בעלי מניות עיקריים), חלופת-המשנה של

קשרים עם החברה הופכת את ההגדרה בפועל לרשימה פתוחה לחלוטין. לשון החוק אינה מציינת מה טיבם של הקשרים בעלי הנפקות - אלה ההופכים את בעל הקשרים לאיש פנים. גם בהקשר זה החוק נוקט ניסוח אלגנטי ויעיל, כאשר הוא יוצר תחולה פוטנציאלית רחבה לשם הגשמה יעילה של התכלית החקיקתית. במרבית המקרים הרלוונטיים, יחולו החלופות המסויימות אודות בכירים בתאגיד הנקובות ברישא. אולם במקרים הנדירים אך מתאימים מבחינת התכלית החקיקתית, לשון החוק מאפשרת פריסה של תחולתו על אנשים נוספים.

גם בשאלה, עד היכן מגעת תחולתה של חלופת-המשנה של קשרים עם החברה, האינטואיציה (הידועה גם כ"חוש המומחיות של המשפטן") מתגלה כמשענת קנה רצוף. סוגים מסויימים של קשרים נראים מובנים מאלהם בהקשר זה. כך, למשל, נדמה כי יקשה לחלוק, שחובת אמון לחברה היא מסוג הקשרים ההופכים את חב-האמון ל"איש פנים" לעניין איסור השימוש במידע פנים. עורך הדין של החברה, רואה החשבון שלה,¹⁰ היועץ האסטרטגי - הם ועובדיהם, כמובן - אמנם קשורים עם החברה בקשר חוזי, אולם מבחינה מהותית יש להם כוח כלפי החברה. המשפט הישראלי מגיב למצבים של כוח וכפיפות על ידי הטלת חובת אמון על בעל הכוח כלפי הכפוף, או החשוף, לו. זאת, כחלק מעקרונות היסוד של שיטתנו ובפרט מפאת היותנו חלק ממשפחת המשפט המקובל האנגלו-אמריקאי.¹¹

המושג "קשרים עם החברה" עשוי, לכאורה, לחבוק גם קשרים חוזיים רגילים. מה דינו של הבנקאי של החברה? ואם תמצי לומר, שבנק חב ללקוחו חובה מוגברת עד כדי חובת אמון, מה דינו של נושה מסחרי רגיל? נדמה בנפשנו ספק חומרי גלם של החברה, שקיבל צ'ק של החברה לפירעון חוב והצ'ק חולל, וכך מספר פעמים. הספק מסיק מכך, כי מצבה הכספי של החברה דחוק, ומבצע עסקה של מכירה בחסר של מניותיה. קבלן אחר של החברה - למשל, לשירותי הובלה - מתרשם שבחצרי החברה מצטבר מלאי גדל והולך. הלה מסיק שמצבה התפעולי מתדרדר וגם הוא עושה עסקה דומה במניותיה. טענה לכאורית, כי גם ביחסים חוזיים כאלה נוצרת חובת אמון כלפי החברה המזמינה, נראית לנו מלאכותית ובלתי-מבוססת. כך גם לגבי טענה לכאורית, כי יש בכוחה של חובת תום-הלב החוזית, החלה ביחסים אלה, כדי להנביע תוצאה זהה. לא הרי חובת תום הלב החוזית כחובת האמון מבחינת עוצמתן והמגבלות שהן מטילות על

10. ת"פ (ת"א) 2737/05 מד"י נ' תירוש, תק-של 2008 (1), 26813 (ניתן ביום 26.03.2008).

11. האסמכתאות המובהקות להטלת חובת אמון על בעל הכוח, לעיגונה של החובה בעקרונות יסוד של השיטה ולמקורותיהם של אלה בשיטת המשפט המקובל הן, כמובן, שתי החלטות בית המשפט העליון בפרשת קוסוי. ע"א 817/79 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטוונגר בע"מ, פ"ד לח(3) 253, 280 ("חובת האמון היא חובה כללית המוטלת על בעל הכח... עקרונות יסוד אלה מקובלים גם על שיטתנו המשפטית... אכן, בית המשפט קלט את עקרון היסוד בשחר הפסיקה, ומאז הריהו מפתח אותו על פי צרכינו שלנו, כחלק מהמשפט המקובל נוסח ישראל"). קביעות אלה אושרו בד"נ 29/84 קוסוי נ' בנק י.ל. פויכטוונגר בע"מ, פ"ד לח(4) 505.

חופש הפעולה של הצדדים לחוזה להיטיב עם עצמם.¹² אף על פי כן, ברי כי יש קווי-דימיון ניכרים בין שימוש במידע הלא-פומבי אודות החברה בידי חב-אמון ובידי בעל-חוזה. למיטב ידיעתנו, שאלה זו לא הוכרעה במשפט הישראלי.

למעשה, ניתן להעלות על הדעת קשרים שאינם מבוססים כלל על יריבות משפטית רצונית. לדוגמה, נניח כי פלוני מחזיק בחצרים הגובלים בחצרי החברה. מחצריו הוא (ורק הוא, לצורך הדיון) יכול לראות, כי בחצרי החברה מצטבר מלאי גדל והולך של סחורה מוגמרת. פלוני מסיק מסקנות ופועל בדומה לקבלן שירותי ההובלה בדוגמה הקודמת. האם היותו של פלוני בר-מצרא של החברה הוא מסוג הקשרים עם החברה, שאיסור השימוש במידע פנים חל עליהם? לחלופין, הניחו כי אלמוני הוא נושא משרה בכיר בחברה א' וברשותו מידע חסוי לפיו החברה שלו עומדת לעשות חיל רב. אלמוני מוכר בחסר את מניות חברה ב', שהיא המתחרה העיקרית של חברתו שלו. האם יחסים תחרותיים-לעומתיים כאלה גם הם בגדר "קשרים"?

בפרשת קרן¹³ הפגין בית המשפט נכונות להרחיב את תחולת האיסור על שימוש במידע פנים לאנשים, שניתן אמנם לייחס להם חובת אמון, אך לא באופן ישיר לחברה שבניירות ערך שלה נעשתה שימוש או שהמידע התייחס ישירות אליה. באותו עניין היה קרן נושא משרה בחברה ובחברה-בת (פז חברת נפט בע"מ ופז חיפושי נפט בע"מ, בהתאמה), אך מושא השימוש היה ניירות ערך של חברה שלישית (י.ו.א.ל. בע"מ), שהיתה שותפה עם החברה-הבת בשותפויות לחיפושי נפט. נקבע, כי יש לראות את קרן כאיש פנים של י.ו.א.ל. בהיותו איש פנים בשותפות ובהיותו נגיש למידע פנים של השותפות. לנוכח קיומה של חובת אמון מלאה בין שותפים, ניתן להצביע בנסיבות אלה על שרשרת של חובות אמון, מן המשתמש במידע עד לחברה שבמידע אודות ניירות הערך שלה נעשה השימוש. דא עקא, באופן אירוני, בית המשפט העליון, מפי השופט גולדברג, הסתמך דווקא על טעמים של היות השימוש בלתי-הוגן בנסיבות העניין ועל נגישותו העודפת של קרן למידע הלא-פומבי¹⁴ - טעמים ששוב אליהם בהמשך.

בפרשת אמיר¹⁵ הלך בית המשפט כברת דרך ניכרת בהרחבת תחולתם של "קשרים עם החברה" מעבר ליחסי אמון ואף מעבר ליחסים חוזיים רגילים עמה. שם דובר באדם, אמיר, שנשכר על ידי צד שלישי לאתר עבורו חברה ציבורית שניתן לרכוש בה גוש שליטה. אמיר אמנם עמד במשימה אך בנוסף הקדים (או הטרים) ורכש לעצמו מניות בחברת המטרה, בהנחה כי ערכן יעלה. בין אמיר לצד השלישי שררו יחסים חוזיים, ומכיוון שהיה לחוזה אופי מסויים של שליחות, ניתן לטעון כי נבעה ממנו גם חובת אמון.¹⁶ כך או כך, בין אמיר

12. ע"א 610/94 בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי, בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה פ"ד נו (4) 289.

13. רע"פ 5174/97 קרן נ' מד"י פ"ד נב (2) 177.

14. שם, בעמ' 186.

15. ת"פ (ת"א) 10083/00 מד"י נ' אמיר תק-של 2003 (4), 19971; הכרעת דין מיום 15.12.2003.

16. סיווג החוזה בעניין אמיר כחוזה שליחות, על המשתמע מכך לעניין חובת אמון, אינו נקי מספק וייתכן שהיה זה רק חוזה תיווך או קבלנות פשוטה אחרת.

לבין החברה שבמנייתיה עשה עסקה, לא שררו קשרים במובן המקובל של המילה. את זיקתו של אמיר לחברה ניתן לסווג, למעשה, כעניין (אינטרס) בלבד. הדבר לא מנע מבית משפט השלום, מפי השופטת אמסטרדם, לקבוע, כי אמיר היה "איש פנים" - שוב, מחמת נגישותו למידע לא-פומבי ומפאת היות השימוש שעשה במידע שימוש בלתי-הוגן, לשיטתו של בית המשפט. זאת, תוך הימנעות מפורשת מלהזקק לתורת הקנייה במשיכה האמריקאית.

3. מידע פנים ומידע מהותי

מידע פנים מוגדר בסעיף 52א לחוק כ"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." לעומת זאת, סעיף 1ח52 המוצע אינו מתייחס ל"מידע פנים" אלא מחיל את איסור השימוש הבלתי-הוגן על "מידע מהותי". לשם כך, מציע התזכיר להוסיף לסעיף 52א הגדרה חדשה ל"מידע מהותי" על נייר ערך: **"מידע שאינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי להשפיע על שיקולי ההשקעה של משקיע סביר בנייר ערך זה או בנייר ערך קשור אליו, למעט מידע כללי על אירועים משקיים צפויים או על נתוני שוק כלליים."** הבחנה זו נעשית בכוונת מכוון - כדי להחיל על האיסור גם על מידע שאינו "מידע פנים" כהלכתו, ובלבד שהוא מידע מהותי לא-פומבי.¹⁷

בעניין זה ניתן לנסח פרופוזיציה כללית רחבה: מבחן המהותיות הוא מבחן-העל למידע בעל נפקות בתחום המשפטי המשולב של דיני תאגידים ודיני ניירות ערך.¹⁸ היותו של מידע מסויים מהותי או לא תחתוך את השאלה, אם יש חובה לגלות אותו למשקיעים בכוח ובפועל של חברה ציבורית;¹⁹ אם יש חובה לגלותו לבעלי מניות בכל חברה, ציבורית או פרטית, כל אימת שהחברה מציעה להם לפעול,²⁰ וגם מבלי שמוצע להם לפעול;²¹ אם נושא משרה חייב לגלותו לגבי עסקה שיש לו עניין אישי בה;²² מתי מבשילה החובה לגלותו כאשר המידע צופה פני עתיד;²³ וכך הלאה והלאה.²⁴

-
17. ראו לעיל, טקסט להערה 9.
18. על השילוב ויחסי הגומלין בין דיני תאגידים לדיני ניירות ערך ועל מקומו המרכזי של מידע בעיצוב דינים אלה ראו ע' ליכט "על מהותיות ואי-גילוי" **תאגידים** כרך א/5 (תשס"ה) 3; ע' ליכט "סמכות רשות ניירות ערך להסדיר ענייני משטר חברות" **תאגידים** כרך ב/6 (תשס"ו) 46.
19. ע"א 5320/90 א.צ. **ברנוביץ בע"מ נ' רשות ניירות ערך** פ"ד מו(2) 818.
20. ע"א 741/01 קוט נ' **עזבון איתן ז"ל**, פ"ד נו(4) 171.
21. **Malone v. Brincat**, 722 A.2d 5 (1998).
22. סעיף 269 לחוק החברות, תשנ"ט-1999.
23. **Basic v. Levinson** 485 U.S. 224 (1988).
24. מבחן המהותיות משתרע, למעשה, גם מעבר לגבולות דיני התאגידים ודיני ניירות ערך והוא משמש כמבחן כללי למידע בעל נפקות לעניין חובות הגילוי של כל חבי-האמון (fiduciaries). ראו סעיף 517 לטיוטת חוק דיני ממונות ("חב אמון ימסור לזכאי כל ידיעה ומסמך מהותיים, הנוגעים לקיום החיובים המוטלים עליו, ובלבד שמסירתם לזכאי נדרשת באופן סביר"), והשוו סעיף 1(8) לחוק השליחות, תשכ"ה-1965; סעיף 7(ב) לחוק הנאמנות, תשל"ט-1979.

בפועל, עד לזמן האחרון ממש, המחוקק נמנע מלנקוב במונח המפורש "מהותיות", על נגזרותיו, לעניין חובת הגילוי והעדיף להשתמש במקומו במבחן "המשקיע הסביר" - בראש ובראשונה לעניין תשקיף ודוחות תקופתיים ומידיים²⁵ וכן בשורה ארוכה של חיקוקים אחרים.²⁶ אולם בהלכת-היסוד בעניין ברנוביץ הבהיר בית המשפט העליון, מפי הנשיא שמגר, כי מבחן המשקיע הסביר מתפרש לפי מבחן המהותיות, ולא עוד אלא שהדגיש, כי מהותיות זו תתפרש לפי משמעותה בדין האמריקאי:

"ככלל ניתן לומר, כי (חובת הגילוי) תחול לגבי כל מידע, שהינו מהותי למשקיע הסביר, ואשר אין מגבלה חוקית או מגבלה שבסבירות המצדיקות מניעת גילוי. אמת המידה של ה'מהותיות' (materiality) הינה זו השלטת במשפט האמריקני, שם נקבע, כי למרות שאופיין של העובדות המהותיות (material facts) משתנה לאור נסיבותיו של כל מקרה נתון - ניתן להכליל ולומר, כי חובת הגילוי משתרעת על עובדה אשר לו המשקיע הסביר בניירות ערך היה יודע אודותיה, היה בכך כדי לשנות באופן משמעותי את מכלול האינפורמציה שעל בסיסה יקבל החלטות הנוגעות להשקעה בניירות ערך בחברה הנוגעת לעניין."²⁷

קביעת הנשיא שמגר, כי אמת המידה של המהותיות היא זו הנוהגת בארצות הברית, היא אחד המהלכים הפרשניים הנועזים ביותר המוכרים לנו בפסיקה. בית המשפט העליון אינו מקיים כאן דיון השוואתי לשם השראה גרידא, ואף אינו מפנה לשם שכנוע ותימוכין לעקרונות יסוד של שיטה-אחות במשפחת המשפט המקובל, כפי שעשה בפרשת קוסוי. הלכת ברנוביץ מייבאת, במוצהר, את מבחן המהותיות האמריקאי על קרבו וכרעיו, לרבות האסמכתאות הקלאסיות המבססות אותו. בכך תרומתו המשמעותית למשפט שלנו. אמנם, מבחן המהותיות מפנה בתורו למשקיע הסביר ולשיקוליו, ולכן היה ניתן לטעון, שהמהלך הפרשני הוא לפיכך מהלך סרק מעגלי. אלא שההפניה לאמת המידה השלטת במשפט האמריקאי מכניסה למשפטנו את הלך הניתוח שהתפתח שם, את יישומו להקשרים שטרם נדונו בישראל (למשל, לגבי מידע צופה פני עתיד) ועוד. בנוסף, אימוץ מבחן המהותיות יוצר התאמה ולכידות רצויות ביותר בין שתי שיטות המשפט, החולקות, כזכור, את אותם עקרונות. הדבר רצוי במיוחד בתחומי דינים אלה, החולשים על פעילות עסקית החוצה גבולות.

אמת המידה של המהותיות, הנסמכת על מבחן-העזר המפורסם של "מכלול המידע" (the total mix of information), אינה מוגבלת רק להקשר של חובת הגילוי, הן בדיני התאגידים והן בדיני ניירות ערך. אמת המידה של המהותיות

25. סעיפים 16 ו-36 לחוק ניירות ערך.

26. ראו, למשל, תקנה 9 לתקנות ניירות ערך (הצעת רכש), תש"ס-2000; תקנה 3 לתקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א-2001; תקנה 4 לתקנות ניירות ערך (הצעה פרטית של ניירות ערך בחברה רשומה), התש"ס-2000; תקנה 7 לתקנות החברות (הצבעה בכתב והודעת עמדה), התשס"ו-2006.

27. ברנוביץ, לעיל הערה 19, בעמ' 837.

חלה באופן זהה גם בהקשר של מידע בעל נפקות לעניין תרמית ולעניין שימוש במידע פנים, ואותן אסמכתאות משמשות בכל ההקשרים בעירבוביה, מוסיפות זו על זו ומשלימות זו את זו.²⁸ כך הדבר במשפט האמריקאי וכך גם במשפט הישראלי, אשר כפי שהראינו, מבחן המהותיות משתלב בו היטב בהקשרים רבים.

כשם שמבחן המהותיות מחליף ומיישם למעשה את מבחן המשקיע הסביר, הקבוע בחקיקה לגבי חובת הגילוי ובהקשרים נוספים, כך הוא מחליף ומיישם למעשה את מבחן השינוי ההיפותטי במחיר, הקבוע בחקיקה לגבי מידע פנים. בדומה ליסודות אחרים של ההסדר הישראלי החרות לגבי שימוש במידע פנים, מקורו של מבחן השינוי ההיפותטי במחיר הוא בחקיקה אנגלית, המתייחסת ל-price-sensitive information.²⁹ אולם, משהוכר מבחן המהותיות במשפטנו בהלכת ברנוביץ, הוא קנה לו שביטה גם לגבי מידע בעל נפקות לעניין שימוש במידע פנים. בפרשת רוזוב³⁰ מסכם בית המשפט העליון, מפי השופט חשין, את ההלכה:

"מידע-פנים חייב שיהא בעל-אופי כזה ש"אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של החברה". אמירת-מחוקק זו שקולה, בעיקרה, לאמירה כי רק מידע מהותי יכול שיהא מידע-פנים; פשיטא, על דרך הכלל, כי רק מידע מהותי יכול שישפיע באורח משמעותי - על דרך ההשערה המושכלת לפני מעשה - על מחירו של נייר-ערך... פירוש הדברים הוא, כי המיבחן שהגדרת "מידע-פנים" מחזיקה בו, הוא מיבחן של מהותיות המידע בו מדובר. נוסף ונזכיר כי מיבחן המהותיות, בהיבטיו השונים, משמש את החוק בהקשרים שונים. כך, למשל, בסוגיית הגילוי הנאות... וכן הוא בעבירת התרמית... אכן, חוק ניירות ערך כולו ספוג במיבחן ה"מהותיות" בגילוייה השונים, והמהותיות היא אף העושה את החוק לריקמה אחת חיה-ונושמת. כך הוא דין בארצות-הברית, שמיבחן המהותיות הינו יסוד-יוצר בכלל האוסר על שימוש במידע-פנים."³¹

28. ראו SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968) ("TGS"); TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976); Basic v. Levinson 485 U.S. 224 (1988).

29. ראו גרוס, לעיל הערה 7, בעמ' 496. כיום סעיף (a) 56 ל-Criminal Justice Act 1993 מגדיר מידע פנים כך: "inside information" means information which (a) relates to particular securities or to a particular issuer of securities or to particular issuers of securities and not to securities generally or to issuers of securities generally; (b) is specific or precise; (c) has not been made public; and (d) if it were made public would be likely to have a significant effect on the price of any securities."

רשויות הפיקוח באנגליה שירכו רגליהן בכל הקשור לאכיפת האיסור על שימוש במידע פנים. הרשעה ראשונה באישום על שימוש במידע פנים הושגה רק בתחילת 2009. ראו - J. Treanor "Financial Services Authority wins first conviction of insider traders" *The Guardian*, 27 March 2009, <http://www.guardian.co.uk/business/2009/mar/27/financial-services-authority-insider-traders>.

30. ע"פ 4675/97 רוזוב נ' מד"י, פ"ד (4) 337.

31. שם, בעמ' 357.

על רקע האמור לעיל מתעוררות שתי תמיהות: ראשית, מה טעם ראתה רשות ניירות ערך בניסיון להבחין בתזכיר בין מידע מהותי למידע פנים? שנית, האמנם יש בכוונת הרשות לסטות ממבחן המהותיות במסגרת ההגדרה החדשה המוצעת?

באשר לשאלה הראשונה, אין ספק ששני המבחנים חד המה. למעט פסקי דינה של השופטת ברלינר בפרשות **אלרגנד ומהרשק**, אותם יש לראות כתקלת פסיקה,³² בתי המשפט אימצו את מבחן המהותיות גם לעניין איסור השימוש במידע פנים, כפי שנקבע בהלכת **רוזב**.

באשר לשאלה השנייה, הוספת הגדרה ל"מידע מהותי" לחוק ניירות ערך נראית לנו במקרה הטוב מיותרת ובמקרה הגרוע - מסוכנת. הטקסט המוצע בהחלט מזמין פרשנות לפיה הוא מעגן בחקיקה את הלכת **ברנוביץ**. אם יחוקק התיקון המוצע, זו נראית לנו הפרשנות הרצויה, אם לא היחידה האפשרית, מכל הנימוקים שהובאו לעיל. גם במקרה כזה, ספק אם האכסניה הנכונה להגדרה כה חשובה הוא דווקא סעיף 52א, הכולל הגדרות מיוחדות לפרק ח1 בעניין הגבלת השימוש במידע פנים, ואם יש הצדקה לייחוד הגדרה של "מידע מהותי" להקשר זה.

דא עקא, שמעשה חקיקה אקטיבי עלול לחולל התפתחויות אשר יחבלו בהסדר המשפטי הנוכחי. בעיקרו של דבר, עניין לנו במושג-יסוד, המוגדר באמצעות ביטויים מצומצמים שקשה לדייק בהם. במצב כזה, פיתוחו יכול וצריך להיעשות בדרך של פסיקה, כפי שהדבר נעשה עד כה בישראל ובארצות הברית. התערבות חקיקתית עלולה לחולל תקלות כבר בשלבי החקיקה. המקרה של תיקון סעיף 6 לחוק החברות, התשנ"ט-1999 בעניין הרמת מסך משמש תזכורת כאובה לניסיון כושל לחדד הסדר משפטי - ניסיון שהסתיים בתוצאה גרועה יותר מן המצב שקדם לו.³³ תקלות עלולות להתרחש גם לאחר החקיקה ולהביא לעירפול הדין במקום להבהרתו, זאת מכיוון שהכנסת תיקונים מסוג זה עלולה לעודד התפלפלות מיותרת אודות שתיקת המחוקק עד לתיקון, שמיעת לאו עד כה מכלל ההן כעת, וכיוצא באלה. בתי המשפט עלולים ליצור הבחנות

32. בע"פ (ת"א) 4612/98 **אלרגנד נ' מד"י**, דינים מחוזי כז(1) 570, בחרה המדינה לטעון את הטענה (המפתיעה, יש לומר), כי אין צורך להראות מהותיות לגבי מידע פנים (ככל הנראה מטעמים שנבעו מניהול המשפט בשלב מוקדם). טענה זו התקבלה על דעת בית המשפט המחוזי, מפי השופטת ברלינר, גם לנוכח הלכת **רוזב**. הקביעה נראית לנו שגויה, בכל הכבוד, מן הנימוקים המפורטים בטקסט. נדמה שבית המשפט הרחיק לכת בכוונה להרשיע את הנאשם, שהיה ניתן להרשיעו בניסיון דשם על בסיס טיעון משפטי נכון לגבי מבחן המהותיות. אף על פי כן, השופטת ברלינר נותרה איתנה בדעתה בעניין זה גם בפסק דינה בע"פ (ת"א) 70672/00 **מהרשק נ' מד"י**, דינים מחוזי לב(10) 214. ואולם, בבקשת רשות ערעור על פסק הדין שב בית המשפט העליון, מפי השופט חשין, וקבע, כי "לא כל מידע שלא ניגלה לציבור מידע פנים הוא כהוראתו וכמשמעותו בחוק. ענייננו הוא רק - ואך ורק - במידע מהותי ומשמעותי". **מהרשק, לעיל** הערה 6, בסעיף 20. יש לקוות כי בכך הובהרה הנקודה סופית.

33. ראו ע' ליכט "הרמת מסך והדחיית חוב לאחר תיקון 3 לחוק החברות: מה נשתנה?" **תאגידים** כרך 3/ב (תשס"ה) 65. לדיון בתיקון זה, המוכיח, לדעתנו, את הטענה בטקסט ובמאמר הנוכח ראו ע"א 4263/04 **משמר העמק נ' עו"ד טומי מנור, מפרק אפרוחי הצפון בע"מ** (תק-על-2009 (1), 1372, ניתן ב-21.1.2009).

מלאכותיות מקום שהללו אינן נחוצות או מועילות. החלטות בית המשפט המחוזי בפרשות **אלרגנד ומהרשק** מספקות שתי עדויות לכך, ובכך די.

בהיבט אחד אולי, עשויה להיות נפקות חיובית מסויימת לטיפול הגדרתי במבחן המהותיות - בסיפא להגדרה המוצעת, המחריגה ממידע מהותי "מידע כללי על אירועים משקיים צפויים או על נתוני שוק כלליים". אם לכך הכוונה, די בחקיקת ההחרגה בלבד - למשל, כך: "מידע מהותי - למעט מידע כללי על אירועים משקיים צפויים או על נתוני שוק כלליים". עם זאת, ההחרגה נראית מתבקשת מאליה ועדיף להגיע אליה באמצעות פסיקה - ואפשר בתמיכה של גילוי דעת של הרשות - ולהימנע כליל מהתערבות חקיקתית. יתר על כן, הפסיקה האמריקאית אודות מבחן המהותיות כבר הכירה, למעשה, בחריג זה לפני שנים.³⁴ אם כך, המבנה המשפטי שיצרה הלכת **ברנוביץ** מספק פיתרון גם לנקודה זו.

4. סיכום ביניים

הניתוח הפוזיטיבי בחלק זה מלמד, אם כן, שהאיסור על שימוש במידע פנימי כפי שהוא קבוע בחוק ניירות ערך וכפי שפורש בפסיקת בתי המשפט, כנראה כבר מקיף - ובוודאי יכול להקיף - את ההתנהגות המוגדרת בתזכיר הרשות כשימוש בלתי הוגן במידע. במילים אחרות, יש יסוד לטענה, כי סעיף 1ח52 בנוסחו המוצע לא ישנה מן הדין הקיים. עם זאת, הניתוח הפוזיטיבי לעיל אינו ממצה את השאלה הנורמטיבית - דהיינו, מהו המבחן שראוי לקבוע לתחמת איסורים על שימוש במידע לא-פומבי אודות חברות ציבוריות. בפרט, האם תורת הקנייה במשיכה היא מבחן מתאים לתכלית זו. שאלה זו עומדת על עומדה מכיוון שיש בכוחו של המחוקק כדי לכוון את בתי המשפט מן התיב הפרשני, שבו פסעו כבר פסיעות ראשונות כמתואר לעיל, לנתיב פרשני אחר. בכך עוסקים החלקים הבאים.

ג. תורת הקנייה במשיכה וחלופותיה

תכליתו המוצהרת של תזכיר הרשות היא לבסס את האיסור על שימוש בלתי הוגן במידע על תורת הקנייה במשיכה שבמשפט האמריקאי - ובפרט, כפי שהוכרה בפסק דינו של בית המשפט העליון של ארצות הברית בפרשת **O'Hagan**.³⁵ כדי להעריך את רציונה של תורת הקנייה במשיכה יש לעמוד, תחילה, על התכלית שהיא או תורות חלופיות לה אמורות למלא. לאחר מכן נצביע בקצרה על החלופות העיקריות שהתפתחו במשפט ובספרות בארצות הברית ונצביע על אלה שמצאו את דרכן למשפט הישראלי. נקדים את המאוחר ונציין, כי לדעתנו, בניגוד לגישה החיובית שיש לנקוט לגבי קליטת הסדרים משפטיים בתחום דיני ניירות ערך מן המשפט האמריקאי, כפי

³⁴. *Wielgos v. Commonwealth Edison* 892 F.2d 509 (7th Cir. 1989).

³⁵. *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997).

שהיא משתקפת בהלכת **ברנוביץ**, בהקשר המסויים של תחמת גבולות העבירה של שימוש במידע פנים, המצב במשפט האמריקאי אינו יציב ואינו ראוי בהכרח לחיקוי ולאיימוץ.

1. תכליות

נקודת המוצא לדיוננו היא שאלת-היסוד המקדמת האם ראוי לאסור או להגביל ניצול לתועלת עצמית (דהיינו, שימוש) של מידע מהותי לא-פומבי אודות חברות ציבוריות, ומה הם הטעמים שעשויים לתמוך בכך. שיח מלומדים ער - הגולש לעתים למחלוקות עזות - מתנהל בשאלה זו זה למעלה מארבעה עשורים, ועוד היד נטויה.³⁶ משקבע המחוקק הישראלי הסדר של הגבלת השימוש במידע פנים, בית המשפט העליון בפרשת **רוזוב** סיכם והצביע על שלושה טעמים עיקריים לכך:³⁷

א. **הגינות** - טעם זה דוגל בקידום שיוויון בין הפרטים, ובמיוחד בין המשתתפים השונים בשוק ההון. "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."³⁸ זהו הטעם השליט אליבא דבית המשפט. השופט חשין מדגיש את חשיבות השיוויון באופן כללי ואינו מבחין בהכרח בין דרגות שונות של קירבה למידע או לחברה. למעשה, טעם זה נקבע כטעם המכריע עוד קודם לכן על ידי השופט גולדברג בפרשת **קרן**.³⁹

ב. **משטר חברות** - טעם זה רואה בשימוש במידע פנים משום מקרה פרטי של בעיית הנציג בחברה. האינטרס המוגן הוא טובת החברה. "במקטעים מסוימים - בעיקר מדברים אנו באנשי-פנים החבים חובת אמון לחברה - שייך מידע-פנים, על-פי עצם טיבו, לחברה, ואיש-הפנים מחזיק בו כנאמן החברה. והמחזיק במידע בנאמנות אסור הוא בניצול אותו מידע לטובתו האישית."⁴⁰

ג. **שוק ההון** - טעם זה מניח, כי התרת שימוש במידע פנים תפגע בשוק ההון. "צורך אחר - רבים יאמרו כי בו עיקר - הוא הצורך הכלכלי, הדואג לאמינותו וליעילותו של שוק ההון. איסור על שימוש במידע-פנים מביא ליעילותו של השוק, כך אומרים לנו..."⁴¹ האינטרס החברתי המוגן הוא שוק ההון. במסגרת זו ניתנת הגנה למנגנון יצירת המחירים

36. יריית הפתיחה והעמדה הקלאסית בגנות איסור או הגבלה היא:

H.G. Manne, *Insider trading and the stock market* (1966).

37. **רוזוב**, לעיל הערה 8, בעמ' 351-352.

38. שם, שם.

39. **קרן**, לעיל הערה 8.

40. שם, שם.

41. שם, שם.

(price formation; price discovery) כך שיתאפיין ביעילות ובישורה - דהיינו, שישקף את מירב הדעות אודות מידע המגיע אליו ויהיה נקי מהשפעות מזיקות.

ככל טיעון של צדק והגינות, גם נימוק ההגינות הנוכחי משקף תפיסה ערכית-מוסרית מסויימת. נימוק מסוג כזה אינו ניתן להפרכה אמפירית - תכונה שיש לה גם חוזק וגם חולשה. בנוסף, נימוק זה נגוע בחולשה המוכרת, לפיה מי שאינו דוגל באותם ערכים, באותה עוצמה (הן ברמת הפרט והן ברמה הכלל-חברתית), לא יראה את הטיעון כמשכנע באותה מידה, או בכלל. מצד שני, קשה לחלוק, שעיונו של הסדר משפטי בעוננים של שיוויון והגינות מקנה לו עוצמה נורמטיבית הנובעת מן המטען העמוק של מושגים אלה בתרבות המערב.⁴² מכיוון שנימוק ההגינות מבוסס על ערכים, וערכים מפעילים מנגנונים רגשיים לקידום בנוסף למנגנונים שכלתניים,⁴³ הסדר משפטי התוקע יתדותיו בערכים נראה ראוי יותר.⁴⁴ לא למותר לציין, כי לנימוק ההגינות יש קונוטציות ברורות של כלכלה פוליטית, בכך שהוא מבטא העדפה לחלוקה מסויימת, שיוויונית ומשווה, של ההזדמנויות ושל העושר בין חזקים וחלשים בחברה.

נימוק משטר החברות אכן נראה משכנע מבחינת הניתוח המשפטי-דוקטרינרי.⁴⁵ אולם, כפי שמציין בית המשפט, נימוק זה אינו תופס במקרה הכללי של עדיפות אינפורמטיבית בשוק ההון, שאינה נוגעת לבעלי מעמד החבים חובת אמון לחברה. נימוק ההגנה על שוק ההון נהנה מיתרון בולט, מבחינה זו שלאחרונה הוצגו ראיות אמפיריות טובות התומכות בו.⁴⁶ ממצאים אלה ומודלים עיוניים באותו הקשר מלמדים, כי שימוש רווח במידע פנים מעלה את מחיר ההון לפירמות, פוגע ביעילות המחירים של השוק, ועלול להרתיע פרטים מלהשתתף בשוק ההון מכיוון שהוא מעביר באופן שיטתי עושר לאנשי הפנים.

אף כי כל אחד מן הטעמים והתכליות הנזכרים חשוף לביקורת, יחדיו הם יוצרים בסיס איתן להגבלת השימוש במידע פנים. דא עקא, גם בבסיס איתן זה יש תורפה. התורפה היא, שגם לנוכח מכלול הטעמים נגד התרת הניצול של מידע מהותי לא-פומבי עודף, מן ההכרח להתיר מידה מסויימת של ניצול כזה.

-
42. מפורסמת בהקשר זה הקריאה הנרגשת, שלוותה ברקיעת רגל, של תלמידתו של הנרי מאני - "It's just not right!" - כנימוק לאיסור על שימוש במידע פנים. Manne, לעיל הערה 36, בעמ' 233. גם בנושא מסויים זה הספרות עניפה. ראו, למשל, K.L. Scheppele, "It's Just Not Right": The Ethics of Insider Trading, 56 *Law & Contemp. Probs.* 123 (1993).
43. ראו ע' ליכט "רציונליות, ערכים ומשפט: לקראת מסגרת מאחדת" **משפט ועסקים** (עומד להופיע, תש"ע).
44. כהערת שוליים נסב את תשומת הלב, לכך שההצעה בתזכיר הרשות רותמת אף היא מנגנונים אלה כאשר היא מכנה את ההתנהגות האסורה כ"שימוש בלתי-הוגן".
45. במידה מסויימת, נימוק זה מניח את המבוקש בקובעו, כי המידע הוא נחלת החברה, אך מבחינת הגיונה המשפטי הנחה זו נראית סבירה בנסיבות רבות.
46. ראו במיוחד U. Bhattacharya, H. Daouk "The world price of insider trading", 57 *Journal of Finance* 75 (2002).

מחיר ההון קובע אלו פרוייקטים יזכו למימון ואלו ייגנזו, ואת התמורה שיקבלו החוסכים על התאפקותם מלצרוך את מלוא הכנסתם. נשמת אפו והכוח המניע של שוק ההון הם הבדלי דעות בין המשתתפים בו לגבי המחיר הראוי של ההון. דעות אלה מבוססות על המידע העומד לרשות המשתתפים בשוק. ככל שיותר מידע יעמוד לרשות יותר משתתפים, כך יוכלו המחירים לשקף בצורה מלאה יותר, דעות שונות ורבות יותר, ובכך לשפר את הקצאת המקורות במשק.⁴⁷ תפיסה זו מנחה גם את בתי המשפט בישראל מאז הלכת ברנוביץ.⁴⁸

מבחינת האינטרס הכלל-חברתי יש לחברה, מחד גיסא, עניין שיותר אנשים יעסקו במציאת מידע חדש, בייצורו ובניתוחו לשם קבלת החלטות השקעה, ומאידך גיסא, יש לחברה עניין, שמידע חדש יגיע מהר ככל האפשר לידי אנשים רבים ככל האפשר. אלא שאינטרסים אלה מתנגשים וסותרים זה את זה. התמריץ למצוא או לייצר מידע חדש תלוי חיובית באפשרות להפיק מן המידע רווח, אולם האפשרות להפיק מן המידע רווח, תלויה שלילית במספר האנשים שלרשותם הוא עומד. כל משטר משפטי אודות ניצול מידע מהותי לא-פומבי קובע, למעשה, הקצאה של זכויות קניין במידע זה.⁴⁹ הקצאה כזו לעולם תהיה בנקודת-ביניים כלשהי. כל אחת מעמדות הקיצון - איסור מוחלט או הפקר מוחלט - תקעקע את התמריצים התומכים באחד משני האינטרסים הכלל-חברתיים המנוגדים. במילים אחרות, לא ניתן לאסור על שימוש במידע מהותי לא-פומבי, אלא יש להגבילו בלבד, מתוך שאיפה להתיר ואף לעודד שימוש במידע חדש. או אז עולה השאלה הנמצאת במוקד הרשימה הנוכחית - אם להגבילו, אז לפי איזה מבחן? מהו המידע שמותר לנצל ומיהם האנשים הרשאים לנצלו?

2. התורות השונות

מבין שיטות המשפט השונות, המשפט האמריקאי התחבט יותר מכולן בשאלה, כיצד לתחום את השימוש במידע פנים.⁵⁰ בעת חקיקת חוקי ניירות הערך בשנות ה-30 נמנע הקונגרס מלהתייחס לסוגייה באופן ישיר. הגבלה מסויימת, ויעילה למדי בתחומי תחולתה, מעוגנת בסעיף 16(b) ל- Securities and Exchange Act, 1934, האוסר על עסקאות מעגליות קצרות-מועד (short-swing transactions), דהיינו, קנייה ומכירה או מכירה וקנייה של נייר ערך בתוך פרק זמן מסויים).⁵¹

-
47. הטיעון לעיל מניח מידה סבירה של יעילות אינפורמטיבית של שוק ההון ואינו נכנס לסוגים השונים של חוזק היעילות האינפורמטיבית.
48. ברנוביץ, לעיל הערה 19, בעמ' 837; ע"א 1928/93 רשות ני"ע נ' גבור סבריינה מפעלי טקסטיל בע"מ פ"ד מט(3) 177, 186-187.
49. ראו, למשל, גושן ופרחומובסקי, לעיל הערה 7.
50. במדינות אירופה וכן בבריטניה היה השימוש במידע פנים חיזיון נפרץ מבלי שהדבר זכה לגנאי חברתי ממשי. נקודת המפנה הופיעה רק בשנת 1989, עם קבלת דירקטיבה של האיחוד האירופי, אשר חייבה את המדינות החברות לאמץ חקיקה שתגביל שימוש במידע פנים. בשווקים מתעוררים ומתפתחים, הגבלת השימוש במידע פנים היא עדיין פרוייקט בהתהוות.
51. ראו "The Genius of Section 16: Regulating the Management of Publicly Held Companies" Steve Thel 42 *Hastings L.J.* 391 (1991).

זאת בדומה להוראת סעיף 52 לחוק ניירות ערך. חקיקה ישירה המסדירה את השימוש במידע פנים לא אומצה בארצות הברית,⁵² והדין כולו הוא מעשה ידי הפסיקה. רק בשנת 1961, בהחלטה פורצת-דרך של הנציב Cary בטריבונל של הנציבות האמריקאית (SEC),⁵³ הונח היסוד להגבלה על שימוש במידע פנים, משנקבע כי התנהגות זו היא צורה של תרמית בניירות ערך, ולכן נופלת בגדר סמכותה של הנציבות מכוח סעיף 10(b) לחוק מ-1934 וכלל 10b-5 שהתקינה. עמדה זו אושרה על ידי בית המשפט העליון של ארצות הברית בפרשת TGS.⁵⁴

נתיב התפתחות זה של הדין האמריקאי הביא לכך, שבמרוצת השנים נדונו ואומצו גישות תורתיות שונות לשאלות דנן.

א. **חובת אמון (Fiduciary Theory)** - גישה זו, המכונה גם הגישה "הקלאסית" או "המסורתית", מטילה את רשתה על מי שחבים חובת אמון לחברה שאודותיה יש להם מידע מהותי. קבוצה זו מכילה במרכזה את מי שהם fiduciaries מובהקים, כגון נושאי משרה ועובדים. הקבוצה מכילה גם כאלה שהם חיצוניים למסגרת האירגונית של החברה אך חבים לה חובת אמון, בין מכוח יחסים מיוחדים, כגון עורכי דין, ובין מכוח הסכמה חוזית היוצרת יחסים של אמון וחסיון או סודיות (trust and confidence).⁵⁵ המקרה האחרון הוא הגבולי, כמובן, והחלתו בנסיבות מסויימות עשויה להיראות לעתים דחוקה.⁵⁶

ב. **קנייה במשיכה (Misappropriation Theory)** - תורה זו פותחה כדי להתמודד עם מצבים, שבהם לא ניתן להצביע על כל מקור לחובה כלפי החברה שלגביה נעשה שימוש במידע - למשל, כאשר המשתמש ו/או מקור המידע נמצאים ביחסים לעומתיים כלפי החברה. התורה חובקת בגדר האיסור גם כל מי שמידע מהותי לא-פומבי הגיע לידי אגב הפרת חובת נאמנות למקור המידע. לאחר לבטים בערכאות שונות, בית המשפט העליון של ארצות הברית אישר לבסוף את התורה בפרשת O'Hagan.⁵⁷

ג. **שוויון הגישה (Equal Access Theory)** - תורה זו דוגלת בשלילת כל יתרון ממי שאינו מאפשר לכלל המשתתפים בשוק ההון גישה למידע מהותי המצוי בידי גילויו. זו הצורה הצרופה של כלל ההתנהגות הידוע כ-Disclose or abstain. התורה הוצגה על ידי הנציבות האמריקאית בשנים המעצבות של הדין האמריקאי והיא זכתה לתמיכה ממלומדים

52. ה-Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 עוסק רק בעקיפין בסוגיית האכיפה.

53. In re Cady, Roberts & Co., 40 SEC 907 (1961).

54. לעיל, הערה 28.

55. ההלכה המנחה היא Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980).

56. בהלכת Chiarella הנזכרת, נדון עניינו של קבלן שירותי דפוס של בנק השקעות, ונקבע כי ההתחייבות החוזית להדפיס תשקיפים מצמיחה חובת אמון כלפי החברות הלקוחות של בנק השקעות, שהיו מושא

התשקיפים, ומכאן שאסור היה למדפיס לעשות עסקה במניותיהן.

57. לעיל, הערה 35.

בני-סמכא בולטים.⁵⁸ אף על פי כן, התורה נדחתה על ידי בית המשפט העליון.⁵⁹

3. יישום תורת הקנייה במשיכה בארצות הברית

לנוכח הדברים לעיל ניתן לסבור, כי תורת הקנייה במשיכה מספקת דרך-ביניים אופטימלית לתחילת ההגבלות על שימוש במידע פנים. תורה זו רחבה יותר מתורת חובת האמון מבחינת מעגל הנתונים לתחולתה. בה בעת, היא מוגדרת ומובנית יותר מגישת שיוויון הגישה וטעם ההגינות, שהם עמומים נורמטיבית ורחבים מכדי להיות מופעלים כפשוטם.⁶⁰ עיון ביקורתי מלמד, שהדברים אינם כה ברורים וכי לתורת הקנייה במשיכה קשיים משל עצמה.

הבריה התיכון של קנייה במשיכה הוא הפרת חובת נאמנות למקור המידע. בהעדר חובת נאמנות כזו מלכתחילה, אין הפרה ואין עבירה. אולם התורה עצמה לא מספקת הדרכה, אימתית יש לקבוע קיומה של חובת נאמנות. בפסיקת בתי המשפט בארצות הברית, שהחילו את התורה, יש מקרים בולטים של החלת-יתר לצד מקרים של החלת-חסר.

בעוד שבפרשת **O'Hagan** ניתן היה להצביע על הקשר כלשהו לשוק ההון, במקרים אחרים אין הדבר כך. בפרשת **Willis**⁶¹ שימשה תורת הקנייה במשיכה להרשעת פסיכיאטר, אשר קיבל מידע מהותי לא-פומבי מרעייתו של נשיא חברה ציבורית במהלך פגישת טיפול. את חובת הנאמנות כאן איתר בית המשפט בשבועת היפוקרטס ובחובת החיסיון הנובעת ממנה. קביעה זו נראית מאולצת, במיוחד אם נניח כי במצב דברים הפוך - אילו הרופא היה מוסר מידע למטופלת - היה נשמט הבסיס לחובת הנאמנות ועמו, לכאורה, היתה נשמטת ההרשעה. במקרים אחרים הביע בית המשפט נכונות להסתמך על חובת נאמנות נטענת ביחסים בין בני-זוג⁶² וכן ביחסים בין הורים לילדיהם.⁶³ אם יש נכונות לנקוט גישה כה מרחיבה, ניתן לתמוה עד כמה שונה הדין מהחלה של תורת השיוויון במידע כפשוטה.

מאידך גיסא, בתי המשפט נקטו גישה מצמצמת בפרשנות יחסי האמון והסודיות (trust and confidence) שניתן לראותם כמצמיחים חובת נאמנות,

58. ראו V. Brudney "Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws" 93 *Harv. L. Rev.* 322 (1979). ראו גם R.C. Clark, *Corporate Law* ch. 9 (1986).

59. **Chiarella**, לעיל, הערה 35; "Not to require such a fiduciary relationship, ... would amount to recognizing a general duty between all participants in market transactions to forgo actions based on material, nonpublic information." **Dirks v. SEC**, 463 U.S. 646, 655 (1983).

60. אף על פי כן, ראו לעיל הערה 44.

61. **United States v. Willis**, 737 F.Supp. 269 (S.D.N.Y. 1990).

62. **United States v. Chestman**, 947 F.2d 551 (2nd Cir. 1991).

63. **United States v. Reed**, 601 F.Supp 685 (S.D.N.Y. 1985).

אותה ניתן להפר בקנייה במשיכה. יחסים אלה צריכים להיות מן הסוג המבסס (גם בישראל, אגב) - fiduciary relations - יחסים שבהם יש לפלוני כוח כלפי אלמוני.⁶⁴ כפועל יוצא, נמצאו מקרים שבהם צדדים הסכימו ביניהם לקיים יחסי אמון ו/או סודיות, אך בית המשפט סירב לראות בכך בסיס מספיק לחובת נאמנות לעניין קנייה במשיכה. כך, בפרשת **Kim**⁶⁵ דובר במועדון מנהלים צעירים, אשר חבריו חתמו על התחייבות בכתב לשמור על סודיות, ואחד החברים עשה שימוש במידע שקיבל מחבר מועדון אחר. נפסק, כי לא היה בכך כדי ליצור "fiduciary-like" relationship ולכן לא היתה מניעה מלהשתמש במידע.⁶⁶

בפרשת **Cuban**⁶⁷, שנפסקה אך ביולי 2009, חידד בית המשפט את נפקותו של הסכם שמירת סודיות. קובאן, בעל חבילת מניות בחברה ציבורית, שוחח בטלפון עם מנכ"ל החברה, ולאחר שהמנכ"ל דרש וקיבל מקובאן התחייבות לשמירת סודיות, מסר לו המנכ"ל מידע מהותי לא-פומבי. קובאן מכר את מניותיו ובכך נמנע מהפסד כספי ניכר. בית המשפט אמנם דחה את הטענה, כי לשם קיום חובת נאמנות יש הכרח ביחסים מסוג fiduciary או fiduciary-like (בניגוד לפסיקה הקודמת דלעיל), אולם בה בעת קבע גם, כי אין די בהסכם שמירת סודיות, במפורש או מכללא, כדי לבסס חובת נאמנות. נדרשת, כך נפסק, התחייבות להימנע מלעשות שימוש במידע, שכן בהעדר התחייבות כזו, לא מתקיים יסוד המירמה החיוני להטלת אחריות בגין שימוש במידע פנים.

ולבסוף, בשלהי יולי 2009 ניתנה החלטה בעניין **Dorozhko**⁶⁸, שם נדון אישום נגד האקר מחשבים, אזרח ותושב של אוקראינה, אשר פרץ באופן מקוון לשרת בארצות הברית, הוריד ממנו מידע מהותי לא-פומבי ועשה בו שימוש לתועלתו. נקבע, כי בין האקר לבין בעל שרת אין כל חובה מקדמית מן הסוג המבסס קנייה במשיכה, ולכן אין בסיס לאישום בשימוש במידע פנים (עם זאת, בית המשפט התיר לנציבות לתקן את האישום ולבססו על תרמית רגילה, אם יוכח כי הפריצה למחשב היתה כרוכה בהתחזות).

משהתברר, כי תורת חובת האמון אינה מספיקה להגשמה יעילה של תכליות האיסור על שימוש במידע פנים, וכיוון שתורת שיוויון הגישה נדחתה, תורת הקנייה במשיכה משמשת במשפט האמריקאי להרחבה הכרחית של מעגל הכפופים לאיסור, זאת, תוך שהיא מותירה מרחב חיוני לעשיית שימוש במידע

.64 Chestman, לעיל, הערה 62, בעמ' 569-568 :

"At the heart of the fiduciary relationship lies reliance and de facto control and dominance... [This relationship] involves discretionary authority and dependency: One person depends on another - the fiduciary - to serve his interests."

.65 United States v. Kim, 184 F. Supp.2d 1006 (N.D. Cal. 2002).

.66 ראו גם United States v. Cassese, 273 F. Supp. 2d 481 (S.D.N.Y. 2003) (נוסח הסכם שמירת סודיות שהועבר אך לא נחתם לא מספיק ליצירת חובת נאמנות) וכן SEC v. Talbot, 430 F. Supp. 2d 1029 (C.D. Cal. 2006) (פסיקה דומה בנסיבות דומות).

.67 SEC v. Cuban, No. 3:08-CV-2050-D, 2009 WL 2096166 (N.D. Tex. July 17, 2009).

.68 SEC v. Dorozhko, Case No. 08-0201-cv (2nd Cir. July 22, 2009).

מהותי לא-פומבי בידי מי שמייצרים או מגלים מידע חדש. אף על פי כן, נדמה כי קווי המתאר של תורה זו, ההולכים ומתבהרים בשנים האחרונות, אינם מצביעים דווקא על כך שזהו דין מיטבי. מכיוון שלא רציות התורה בארצות הברית היא מענייננו כאן אלא רציותה בישראל, נפנה לשאלה זו בחלק הבא.

ד. רציות תורת הקנייה במשיכה בישראל

1. הערכה ראשונית

דין השימוש במידע פנים בישראל מבוסס על הסדר חרות, מפורט ויעיל למדי, שיש לו קווי דימיון להסדר החרות באנגליה.⁶⁹ משכך, לא נאלץ הדין הישראלי לעבור את התלאות התורתיות שהיו מנת חלקו של הדין האמריקאי, והשיח השיפוטי (להבדיל מן הספרות) לא התבסס על התורות שהוצגו בארצות-הברית. עם זאת, בין הטעמים שהוכרו במשפט הישראלי להגבלת השימוש במידע פנים ובין התורות שהוצגו בארצות הברית כדי לקבוע את מקומם של גבולות כאלה, יש מיתאם מסויים.

נקל לראות, כי הטעם של משטר חברות ותורת חובת האמון, תואמים במידה רבה מבחינת הגיונם ופועלם, אלא שכפי שהבהרנו, אין הם מספיקים להגשמת התכלית של הגבלת השימוש במידע פנים. תורה זו מגדירה קבוצה חלקית של מקרים, שכמעט אינם שנויים במחלוקת, אולם אין היא מתמודדת עם מקרי הגבול הבעייתיים.

מן הקוטב הנגדי, טעם ההגינות ותורת שיוויון הגישה תואמים, אף הם, זה את זה מבחינת תוכנם ופועלם. שניהם מכוונים לקדם שיוויון מלא באפשרות לנצל מידע מהותי על ידי כלל משתתפי שוק ההון. אולם, בעוד שתורת שיוויון הגישה נדחתה, כמעט בשתי ידיים, בדין האמריקאי, בדין הישראלי אומץ טעם ההגינות בשתי ידיים על ידי בתי המשפט, והפך לאבן השתייה של ההסדר בסוגיית השימוש במידע פנים.

על נקודות החוזק והחולשה המובנות של טעם ההגינות עמדנו בפירוט לעיל. זהו כלל בעל עוצמה נורמטיבית ובעל תחולה רחבה, ולכן הוא אפקטיבי בטיפול במקרים גבוליים. מצד שני, מן ההכרח לתחום את תחולתו כך שלא ידכא יתר על המידה את פעילות המשתתפים בשוק ההון. לפתחם של בתי המשפט בישראל רובץ האתגר לקבוע גבולות מעשיים לתחימת היקף האיסור על שימוש במידע פנים - דהיינו, יהא עליהם להימנע מנפילה בפח של דוקטרינה אלגנטית ומשכנעת אך בלתי-מעשית. המשימה הראשונה במעלה תהיה לנסות להבטיח, כי התמריצים לגלות ולייצר מידע חדש לא ייפגעו. עיון מקרוב מעלה, שהתנסחויות בית המשפט בפרשות **קרן ורוזוב** דומות להפתיע לפרופוזיציות

שיוויון הגישה שנדחתה בארצות הברית, וגם כי בית המשפט העליון אכן מודע לאתגר העומד בפניו.⁷⁰

כאן ניתן להזכיר כאנקדוטה היסטורית, יוזמה של רשות ניירות ערך משנת 2003. אז הציעה הרשות לתקן את חוק ניירות ערך באופן שניתן לתארו בתמצית כעיון תורת שיוויון הגישה.⁷¹ במסגרת זו, הציעה הרשות להוסיף קטגוריה של "מידע עדיף", אשר תכלול מידע פנים כהגדרתו הנוכחית וכן כל מידע לא-פומבי, שפירסומו עשוי לגרום לשינוי משמעותי בשערי ניירות ערך הרשומים למסחר, אך תחריג מגדרה מידע הנובע מניתוח מידע הנגיש לציבור. כן הוצע להרחיב את הגדרת "איש פנים" לכל מי שמצוי בידיו מידע עדיף, וכן את הגדרת "נייר ערך" כך שתכלול את כל הנכסים הנסחרים. הנימוק שהוצג להצעות אלה היה, כי "קיים צורך להרחיב את הגדרת "מידע פנים" כך שתכלול גם מידע המקנה יתרון למי שעושה בו שימוש".⁷² ההגדרה שהוצעה והנימוק משקפים, כאמור, את תורת שיוויון הגישה. עם זאת, במקום אחר צוין, **"שההצדקה הקבועה בבסיס הגבלת השימוש במידע פנים, מתקיימת גם לגבי סוגי מידע אלה, שהרי המשתמש במידע משיג יתרון, שהשימוש בו אינו הוגן בשל אופן השגתו, מול שאר השחקנים בשוק, לעיתים תוך ניצול תפקידו או קשריו המאפשרים לו גישה למידע האמור".**⁷³ טעמים אלה מבטאים במעורפל יסודות מתורת הקנייה במשיכה ומתורת חובת האמון, אך הם לא השתקפו, למעשה, בהגדרות. יוזמת "המידע העדיף" האמורה נגנזה, ועל הפרק עומדת כיום היוזמה שבתזכיר הרשות. עם זאת, הדיון הנוכחי מציע, שגניזת יוזמת "המידע העדיף" היתה נכונה, בשעתה, לאור ההיקף הרחב מדי של תחולתה ולאור הסיכון של תקלות בלתי-הכרחיות בהסדר המשפטי.

לאור האמור, נראה כי במצב המשפטי השורר כיום בישראל, אימוצה של תורת הקנייה במשיכה נוסח O'Hagan אינו חיוני. מרבית המקרים הנופלים בגדרה של תורה זו, ואולי כולם, יכולים בהחלט ליפול בגדרן של ההגדרות הנוכחיות בחוק ניירות ערך כאשר הן מתפרשות לאור טעם ההגיונות. לתורת הקנייה במשיכה יש, עם זאת, יתרון בולט על רקע הדין הקיים מבחינה זו, שאין היא תלויה כלל בקיום "קשרים עם החברה" לעניין הגדרת ה"אדם האחר" היכול להיות "איש פנים". כך למשל, ניתן לסבור - כפי שמשקף גם בתזכיר הרשות - כי תורה זו יכולה לשמש כלי יעיל לאיסור הטרמה, בעוד הדין הנוכחי מתקשה לעשות כן. לסוגיית ההטרמה ניזקק להלן. ראוי לשוב ולציין, כי בתי המשפט

70. ראו, למשל, קרן, לעיל הערה 8, בעמ' 186 ("תכליתו העיקרית של האיסור על שימוש במידע פנים שבחוק ניירות ערך היא למנוע ניצול יתרון בלתי הוגן במסחר בניירות ערך, הנובע מנגישות למידע על אודות חברה, כשנגישות זו איננה נחלתו של כלל ציבור המשקיעים... חוק ניירות ערך לא בא להטיל איסור על כל מי שהגיע לידיו מידע ייחודי על הנעשה בחברה, לעשות שימוש במידע").

71. רשות ניירות ערך, "מידע עדיף" - הוספת השימוש ב"מידע עדיף" לגדר איסור הקבוע בחוק ניירות ערך, יוני 2003. ההצעה כללה גם מספר רב של תיקונים נוספים, שחלקם מופיעים בגירסה חדשה בתזכיר הרשות דנן.

72. שם, בעמ' 2.

73. שם, בעמ' 1.

בארץ הפגינו גמישות מרשימה במתיחת יסוד הקשרים עם החברה לשם השגת תוצאה נאותה, שהיתה עשויה להתקבל על בסיס תורת הקנייה במשיכה ואולי אף מעבר לכך.

2. קשיי השתלבות

כיוון שאימוץ תורת הקנייה במשיכה אינו בגדר הכרח, ניתן לבחון בניחותא את סגולותיה הפנימיות ואת סיכויי השתלבותה במארג הדין בישראל. משני ההיבטים התמונה אינה מלבבת.

תורת חובת האמון ותורת שיוויון הגישה קשורות קשר מושגי ברור לתכליות של הגנה על התאגיד (משטר חברות) ועל שוק ההון. לעומתן, תורת הקנייה במשיכה אולי אינה סותרת תכליות אלה, אך היא מנותקת מהן מבחינה מושגית. תורת הקנייה במשיכה מגינה על האינטרס של בעל המידע במידע שברשותו. היא מניחה במובלע, שלמחזיק המידע יש זכות קניין במידע זה או שהיא יוצרת זכות קניינית כזו. כפי ששמה של התורה מעיד עליה, הפסול בהתנהגות נובע מהתכחשות לזכות זו - על דרך "סחיבה" פשוטה. במילים אחרות, אם נתעלם לרגע מהקשר שוק ההון של התורה, מבחינה מושגית, שימוש במידע שנקנה במשיכה אינו שונה, יתר על המידה, משליחת יד ברכוש הזולת, שכמוה כגניבה,⁷⁴ או ממסחר ברכוש גנוב. אם מדובר בשימוש במידע השייך למעביד (שאינו החברה שהיא נושא המידע) - למשל, קצין צבא בכיר המוכר ניירות ערך לנוכח תכניות מבצעיות - ניתן לדבר על הפרת אמונים בתאגיד או בידי עובד ציבור.⁷⁵ תורת הקנייה במשיכה נחזית אז כמקרה פרטי של עבירות רגילות אלה, ולא דווקא חמור במיוחד.⁷⁶ אכן, אין לכאורה פסול ביצירת "שכבת הגנה" משפטית נוספת על קניין מסוג מידע לא-פומבי על חברות ציבוריות, אך אנו איננו מעוניינים בריבוי עבירות ועונשים (נכבדים, יש להזכיר), אלא אם יש בכך כדי לקדם את ההגנה על האינטרס החברתי בשוק ההון.

בהמשך ישיר לכך, תורת הקנייה במשיכה מעוררת קושי מושגי נוסף בכך שהיא תלויה ברצונם של הצדדים ובהסכמות ביניהם, אודות האפשרות לעשות שימוש במידע. בפרט, הצדדים יכולים להסכים, כי מי שחב חובת נאמנות למקור המידע יהיה רשאי לעשות שימוש במידע. או אז השימוש לא יהווה הפרה ולא תוטל אחריות. אולם בתחום של הסדרת שוק ההון - ובאופן רחב יותר בקביעת

74. ראו והשוו לשון סעיף 383(ב) לחוק העונשין, תשל"ז-1977: "אדם גונב דבר אם הוא - בהיותו מחזיק כדין דבר הניתן להיגנב, בפיקדון או בבעלות חלקית, הוא שולח יד בו במרמה לשימוש שלו או של אחר שאינו בעל הדבר". ויודגש: אין כוונתנו לטעון, כי העבירות זהות מבחינה דוקטרינרית אלא שיש להן קווי-דימיון מושגיים ניכרים.

75. אגב, לא ברור כלל שדוגמת קצין הצבא נופלת לגדר קנייה במשיכה, במיוחד לנוכח פרשנותה בארצות הברית, וייתכן שרק תורת שיוויון הגישה תוכל לה.

76. להשוואה, גניבה בידי מורשה (עבירה לפי סעיף 393 לחוק העונשין, תשל"ז-1977) - עונשה המירבי הוא מאסר שבע שנים ואילו העונש המירבי המוצע לקנייה במשיכה בידי יחיד הוא מאסר חמש שנים.

משטרים רגולטיביים - השיקול השליט צריך להיות האינטרס הכלל-חברתי ולא האינטרסים הפרטיים של צדדים מסויימים. הצידוק היסודי ביותר לרגולציה הוא, שהסכמות פרטיות עלולות להביא לתוצאה כלל-חברתית שלילית (בדוגמה הנדושה - כשל שוק). מנקודת המבט הכלל-חברתית עדיין מתבצע שימוש במידע מהותי לא-פומבי, על הפגיעה בשוק ההון הנובעת מכך. דיני ניירות ערך הם בעיקרם משפט ציבורי,⁷⁷ שלא אמור להיות נתון להתניה פרטית אם האינטרס הציבורי עומד בעינו גם לנוכח ההתניה.

באשר לסיכויי השתלבותה של תורת הקנייה במשיכה במארג הדין בישראל, יש להבחין הבחן היטב, בין מקרה זה לבין המקרה של קליטת מבחן המהותיות מן המשפט האמריקאי לדין הישראלי. ראשית, מבחן המהותיות היה נחוץ כתחליף למבחן המשקיע הסביר.⁷⁸ שנית, וחשוב מכך, מושג המידע המהותי כמידע בעל נפקות, כבר היה קיים במשפטנו בדינים השונים העוסקים ב-fiduciaries ואשר את עקרונותיהם המשפט הישראלי חולק עם שיטות אחרות במשפחת המשפט המקובל. לעומת זאת, תורת הקנייה במשיכה היא פיתוח אמריקאי ייחודי, כמענה לקושי שהתעורר שם בנסיבות שבהן נוצר הדין. מדינות אחרות - לרבות אנגליה, וישראל בהשפעה מסויימת ממנה - נוקטות טכניקות אחרות, מבוססות-חקיקה, להסדרת הסוגייה, אשר אותה משלימים בתי המשפט בפסיקתם. אף אם אין בכך כדי לראות בקנייה במשיכה משום נטע זר שסופו להידחות, עדיין היא כסרח-עודף במידה ניכרת.

באופן קונקרטי יותר, אנו סבורים, כי אף אם יאמץ המחוקק את תורת הקנייה במשיכה, בתי המשפט בישראל יתקשו לאמץ יחד עמה את ההתפתחות שהיא עברה ועוברת בפסיקה האמריקאית - שוב, בניגוד לנכונותם העקרונית לאמץ פסיקה אמריקאית בעניין מבחן המהותיות. בכל הקשור למקרים של החלה מרחיבה של תורת הקנייה במשיכה, הרי אלה עלולים להיראות לבית המשפט מלאכותיים (כפי שהם נראים לנו). מלאכותיות זו עשויה ולעודד את בית המשפט להחיל את מבחן ההגינות שהחלטנו ישירה ומובנת יותר בנסיבות אלה.

באשר להחלה מצירה של תורת הקנייה במשיכה, הרי התעקשותם של בתי המשפט האמריקאיים להחילה רק בנסיבות של יחסי fiduciary או של התחייבות להימנע משימוש, וסירובם להחילה במצבים של יחסים חוזיים, לרבות הסכמי סודיות מפורשים, עשויה להראות תמונה, שכן היא מחבלת בהגשמת התכלית של שלילת יתרונות אינפורמטיביים בלתי-לגיטימיים בשוק ההון. תמיהה זו מתפוגגת במידה רבה כאשר מביאים בחשבון את הגישה האמריקאית הדווקנית לחוזים מסחריים ולפרשנותם. בחוזים כאלה אין לצדדים אלא מה שנשאו ונתנו עליו וחילקו ביניהם מבחינת הסיכונים והתמורה. לעומת זאת, דיני החוזים בישראל נוקטים גישה דווקנית הרבה

77. ראו לעניין זה Amir N. Licht "International Diversity in Securities Regulation: Roadblocks on the Way to Convergence" 20(1) *Cardozo L. Rev.* 227, 257-263 (1998).

78. ראו ליכט, על מהותיות ואי-גילוי, לעיל, הערה 18.

פחות, במיוחד באמצעות הפעלה מרחיבה של חובת תום הלב. על דרך הדוגמה, אנו מתקשים לראות בית משפט מיומן בישראל, המגיע לתוצאה אליה הגיע בית המשפט בפרשת Cuban. סביר הרבה יותר, שבתי משפט בישראל היו מפרשים את יסוד חובת הנאמנות, כך שגם בהסכמי שמירת סודיות, ואולי אפילו בחוזה-יחס מתמשכים, היו מאותרים יחסי trust and confidence מספיקים להחלת התורה. תוצאה כזו נראית לנו רצויה, הגם שאין היא עולה בקנה אחד עם הגישה הדווקנית האמריקאית.

בדומה לכך, יש מקום לסברה, שאת עובדות פרשת Dorozhko ניתן להכניס לדלת אמותיה של עבירת שימוש במידע פנים שלנו. יסוד אי-ההגינות בשימוש במידע בידי גנב והפגיעה ביושרת שוק ההון עקב כך, הם כה חריפים, עד שניתן לסבול מתיחה מסויימת של רכיב הקשרים עם החברה עוד ביתר קלות מאשר בפרשת אמיר, זאת, בשעה שבית המשפט בארצות הברית מצא עצמו נאלץ לקבוע, שאין אחריות לפי תורת הקנייה במשיכה ולהביע תקווה, כי יימצאו ראיות להרשעה על בסיס אחר - תוצאה שנראית נכונה בדוקטרינה האמריקאית אך בלתי-רצויה במובהק.

3. אימוץ חלקי

אף אם אין באימוץ תורת הקנייה במשיכה רבותא של ממש מבחינת שינוי הדין, ובפרט לא לטובה, אין לכחד, כי יש בה כדי לתרום להבהרת הדין לגבי המקרים הנופלים לתחולתו. כאשר הדין עמום ומתפתח, עשוי להיות ערך גם להוראות הצהרתיות גרידא.⁷⁹ לפיכך, מתוך גישה אוהדת ליוזמת החקיקה ובמבט רחב יותר, נציע להלן בקצרה שתי הצעות צנועות לאימוץ או להתאמה של יסודות מתזכיר הרשות.

ראשית, מוצע להבהיר, כי יסוד הקשרים עם החברה בהגדרת איש פנים כולל בחובו גם זיקה עקב קנייה במשיכה וזאת, מבלי לפגוע בכלליות יסוד הקשרים, כפי שהוא קבוע כיום בחוק ומתפקד בצורה טובה במקרי הגבול, כפי שראינו. שנית, מוצע לקבוע, כי קנייה במשיכה בדין שלנו לא תהיה מוגבלת רק ליחסי אמון מוקדמים או להתחייבות מפורשת להימנע משימוש, כפי שהיא מוגדרת בדין האמריקאי אלא לכל התנהגות שלא כדין. בכך ייכללו בגדר ההתנהגויות האסורות (במובן זה שהן מגבילות שימוש במידע פנים שהושג דרכו) גם הפרת הסכם סודיות וגניבת מידע וכן הטרמה.

את שתי ההצעות ניתן ליישם יחדיו באמצעות תיקון מבהיר, על-ידי הוספת טקסט בסוף הגדרת "איש פנים" בנוסח "לעניין זה - "קשרים" - לרבות בדרך של השגת מידע פנים שלא כדין."

79. נראה, כי כוונת תצהיר הרשות איננה להוסיף הוראה הצהרתית אלא הוראה מהותית, אך על כך עמדנו.

ההבהרה המוצעת נסמכת, במידה מירבית, על הדין הקיים לרבות על פרשנות "מידע פנים" כמידע מהותי ועל פרשנות "איש פנים" כפי שהתפתחה עד כה. ההבהרה המוצעת גם משאירה בעינה את הדין לגבי סעדים הקבוע בסעיף 52ח והמקנה את עילת התביעה לחברה.⁸⁰ דין זה, המשקף תפיסה של שימוש במידע פנים כהפרת חובת אמון לחברה, הוא בעינינו הסדר חלקי אותו ניתן להשלים באמצעים נוספים, אך הדבר מחייב דיון נפרד.

באשר להסתמכות על יסוד "שלא כדין", הרי חסרונותיו של כלל משפטי המבוסס על יסוד זה ברורים ומפורסמים. אולם בהקשר הנוכחי, כלל כזה היה תופס את השור בקרניו ומבטא את תפיסת המחוקק, שרק מי שהשיג מידע מהותי בדרך לגיטימית רשאי לעשות בו שימוש. אין ספק, שהפרת חובת נאמנות, הפרת חוזה וגניבה, ייחשבו לדעת הכל למעשים שלא כדין. לעומת זאת, ייצור מידע חדש על דרך מחקר והסקת מסקנות (עבודת אנליזה) וגם מציאתו ברשות הרבים (מידע גלוי) הם על פי דין אליבא דכולי עלמא ורצויים מבחינת שוק ההון.

ה. הערות על הטרמה

בין ההנעות העיקריות לתיקון המוצע מוזכרת במקום בולט הכוונה לאסור על הטרמה.⁸¹ הטרמה נזכרה גם ביוזמת הרשות מ-2003 אודות מידע עדיף. משרד האוצר הודיע אף הוא, כאמור, על כוונתו לאסור הטרמה בידי גופים מוסדיים הנתונים לפיקוחו. לדעתנו, הכוונה לאסור על הטרמה היא יוזמה חיונית, אך זאת ללא קשר ובמנותק מההצעה לאמץ את תורת הקנייה במשיכה.

הטרמה היא התנהגות נבזית. הטרמה דומה להידחקות לקידמת התור - במרכול או ברמזור, ר"ל. בדומה להידחקות בתור, גם הטרמה מתכחשת לזכויות מעין-קנייניות של יתר הממתינים בסבלנות לתורם. מבחינה מושגית וערכית, המתנה סבלנית בתור משקפת הסכמה חברתית, לפיה הכלל הראוי להקצאת הטובין או השירות הוא לפי הקדימות בזמן. לגורם הקדימות בזמן יש, מצד אחד, אופי שיוויוני ומצד שני, הוא מכיר בכך שזריזין מקדימין ראויים לגמול. הטרמה מתכחשת לכלל ההקצאה השיוויוני בכך שהעדיפות עוברת למטרים משום כוחו העדיף. בדרך כלל אנו תופסים הפרה של יחס שיוויוני רק מחמת עדיפות בכוח כבלתי-הוגנת. כוח עדיף זה יכול לנבוע, בין השאר, מכוח פיזי - בירוונות לשמה, כגון בתור לרמזור - או מעדיפות במידע - כגון של מנהלת השקעות כלפי לקוח.

80. זאת בשעה שההצעה בתזכיר הרשות יוצרת הסדר המנותק מהסדר סעדים זה.

81. בעגה האמריקאית מוכרת התנהגות דומה באופיה להטרמה, המכונה "קירקוף" (scalping), שבה מנהל תיקים או יועץ השקעות מצטייד בכמות של ניירות ערך, ואז ממליץ עליהם ללקוח ומוכר לו אותם דרך השוק תוך עליית מחיר. להתנהגות כזו עשויים להיות מאפיינים של תרמית רגילה. לדוגמה ישראלית ראו רע"פ 2184/96 חרובי נ' מד"י פ"ד נד(2) 114; ראו גם ע"פ 5052/95 ואקנין נ' מד"י פ"ד נ(2) 642.

דברים אלה יפים לכל מקצועני שוק ההון העושים בכספם של אחרים - מנהלי תיקים, מנהלי קרנות וגופים מוסדיים אחרים (להלן, ללא הבחנה: "מנהלי השקעות"). הם יפים, כמובן, גם לנושאי משרה בחברה. לפי הגישה המתוארת, הטרמה בידי מנהל השקעות היא מקרה פרטי של הפרת חובת אמונים לאור יחסי הכוח-כפיפות המובנים ועדיפות המידע של מנהל השקעות כלפי לקוחו. מנהל השקעות, היודע על כוונת לקוחו לעשות עסקה - או, גרוע מכך, מבצע עסקה עבור לקוחו על-פי ייפוי כוח - ואשר קודם לכן מזדרז לבצע עסקה לטובתו האישית, הגורעת מטובת ההנאה שיכול היה להפיק עבור הלקוח, מפר חובת אמון.

מניתוח זה עולות שתי מסקנות. ראשית, הדין הישראלי כבר אוסר באופן עקרוני על הטרמה מכוח דיני ה-fiduciaries הכלליים (כגון שליחות ונאמנות) ומכוח הדינים המיוחדים הקובעים חובת אמון למקצועני שוק ההון. לפיכך, לרגולטורים המופקדים על מקצועני השוק השונים יש כבר בסיס משפטי לקביעת כללי התנהגות, אשר יהוו קונקרטיזציה והבהרה של הדין הקיים, ואין הכרח בחקיקה ראשית לשם כך. כך, יש לראות את יוזמת משרד האוצר, המתייחסת גם לעבודה תקינה בחשבונות מפצלים, לאור אותו היגיון. שנית, היקף האיסור על הטרמה רחב יותר מענף ניירות הערך. היגיון זהה ונפקויות משפטיות דומות חלים, למשל, גם ביחסי בנק-לקוח וגם לגבי עסקאות שאינן נוגעות לניירות ערך, כגון בשוק מטבע החוץ או שוק הסחורות.

זאת ועוד, הטעם העיוני לאיסור על הטרמה אינו מוגבל רק לקיומם של יחסי אמון ולא-ההגינות שבהפרתם. הטרמה ופעולות מסחר הדומות לה עשויות להיות מזיקות מבחינה חברתית גם כאשר אינן "נבזיות" - דהיינו, גם כאשר אינן מבוססות על כוונות והפרת חובת אמון. מכאן, שניתן להצדיק רגולציה של פעולות הטרמה גם בהעדר יחסי אמון ואף בהעדר יחסים חוזיים עם לקוח. צידוק זה מבוסס על התובנה, כי בעוד הטרמה עשויה להיות מועילה באופן פרטי, היא פעולה חסרת תועלת ואף בזבזנית או מזיקה מבחינה כלל-חברתית.

בעבודה קלאסית בתחום כלכלת המידע טען Hirshleifer, כי לשחקנים בשוק יש אינטרס פרטי להשקיע משאבים באיסוף מידע אודות כוונות של משתתפים אחרים לבצע עסקאות, אלא שאינטרס זה אינו עולה בקנה אחד עם האינטרס הכלל-חברתי.⁸² הירשלייפר הבחין בין ידיעה מוקדמת (foreknowledge) לבין גילוי (discovery) של מידע, והראה, כי ידיעה מוקדמת - מידע אודות כוונות לעשות עסקאות - אינה יכולה לשפר את הקצאת המקורות במשק אלא פועלת רק להעברת עושר. בהנחה הסבירה, כי פעילות ליצירת ידיעה מוקדמת צורכת משאבים, הרי שזו פעילות בזבזנית מבחינה חברתית.⁸³ מאוחר יותר טען Arrow, כי פעילות כזו יוצרת, למעשה, הפסד חברתי כפול: הן ביזבוז של משאבים והן פגיעה בשווקים.⁸⁴ הסיבה

.82 J. Hirshleifer "The private and social value of information and the reward to inventive activity" 61 *Amer. Econ. Rev.* 561 (1971).

.83 E.F. Fama and A.B. Laffer "Information and the cost of capital" 44 *J. Bus.* 289 (1971).

.84 ראו K.J. Arrow, *The Economics of Information* 143 (1984); לגירסה מוקדמת בהקשר מסויים של שוק ההשכלה ראו K.J. Arrow "Higher education as a filter" 2 *J. Pub. Econ.* 193 (1973).

היא, שכל המשתתפים בשוק חוששים, שמשתתפים אחרים השקיעו בידיעה מוקדמת. הדבר עלול לפגוע במנגנון יצירת המחירים ואף להביא לקריסת השוק.⁸⁵ אם כן, הטרמה היא מקרה פרטי של החצנות שליליות, המצדיקות התערבות רגולטיבית.

1. אחרית דבר

בית משפט השלום בפרשת **אמיר** הרשיע בשימוש במידע פנים נאשם שפעל בנסיבות דומות למדי לנסיבות פרשת **O'Hagan**, אולם עשה זאת בהסתמך על טעם ההגינות ותוך הימנעות מפורשת מלהתבסס על הלכת **O'Hagan** ועל תורת הקנייה במשיכה. אף כי הדבר כרוך במאמץ פרשני מסויים, התוצאה היא, שיש כבר בדין הישראלי בסיס להגבלת שימוש במידע פנים על ידי מי שהשיגו אגב הפרת חובת נאמנות. ימידו אם יוחל האיסור על נסיבות של אי-שיוויון בגישה למידע שמחוץ לגבולותיה של תורת הקנייה במשיכה, ואם כך יקרה - האם ההלכה שתיקבע תוכל לתת הדרכה מספקת לעתיד. כל עוד יעמדו בתי המשפט באתגר זה בצורה סבירה, לא צריכה להיות מניעה להמשיך ולהסתמך על טעם ההגינות בעיצוב תחום זה של הדין. ואולם, אם מבחן ההגינות יהפוך ל"סוס פרא" המביא עמו תוצאות בלתי-צפויות מבחינה עיונית, ומוקשות במישור המעשי - כפי שיש הגורסים שאי(ת)רע לחובת תום הלב - עלולים בתי המשפט להיאלץ לשקול מחדש את ביסוסו של האיסור על שימוש במידע פנים על טעם זה דווקא.

85. ראו בהקשר לשוק ההון:

A. Madhavan "Market Microstructure: A Survey" 3 *J. Fin. Markets* 205 (2000).