

שנודע שהפרט היה מטעה, או לאחר שפורסם דוח מיזי שבו תוקן הפרט המטעה. פרסום הדוח המיזי המתוקן כמוהו כייחוס ידיעה לתובע, ופירושו כי על התובע היה לדעת על התקון. תקופת ההתשישנות מוגבלת לשנתיים מיום רכישת ניידות הערך.

משמעויתה של החזרת הכספים ששילם הרוכש היא הפחתת הון החברה, אך היא אינה מצריכה את אישורו של בית המשפט מכוח הוראת החוק. מגינה של הוראה זו היא הגנה על המשקיע מפני תלאות הליך משפטי של אישור הפחתת הון. גם כיום, זכות ההשבה אינה כפופה לתחולת הוראות החלוקה של חוק החברות בסעיף 301. זאת, מאחר שההשבה נכפית על החברה באמצעות בית המשפט.

ההשבה מכוח עשיית עושר ולא במשפט תלויה בהוכחת היסודות של העילה. בהקשרו של חוק ניירות ערך יהיה על התובע להוכיח את שוויו הנכון של כל נייד ערך שרכש, ובכמה התעשר מי מהנתבעים עקב מכירת ניירות הערך במחיר שגובהו, במסגרת זו, על התובע שמקובץ את הראיות להמציא ראיות המתייחסות להפסד עקב רכישה.

3.228 האחריות הפלילית בגין פרסום פרט מטעה בתשקיף

האחריות הפלילית בגין פרסום פרט מטעה בתשקיף היא משני סוגים: אחריות פלילית לא מוחלטת, שמוטלת על פרסום פרט מטעה בתשקיף, ואחריות פלילית מוחלטת, המוטלת על אי-הכללת פרט העשוי להיות חשוב למשקיע סביר. נבהיר:

א. פרסום פרט מטעה בתשקיף מטיל חבות פלילית על המנפיק כאמור בסעיף 53(א)(2) לחוק ניירות ערך, שמטיל קנס וגזר עונש מאסר על מי שהפר את הוראת סעיף 16(ב) לחוק ניירות ערך, האוסר על פרסום פרט מטעה בתשקיף, בתנאי שלא התגונן ולא הוכיח כי לא עשה כן כדי להטעות משקיע סביר. הטעם העיקרי להוראה זו הוא מניעת מהלכים אשר ישללו מידע ופגעו בעיילות שוק ההון על דרך הטעיית המשקיע הסביר. המדרתה של הפרט הסעיף כעבירה פלילית, בנוסף לקיבועה כעווללה נזיקית וכהפרה חוזית, מכוונת להטמיע יסוד של הרתעה בתוך מערכת החיסים שבין החברה, האחראים להנפקה והמשקיעים. הטיפול הדואלי של המחוקק בפרט המטעה, הן מן הכיוון האזרחי והן מן הכיוון הפלילי, נועד להגדיל את עלותו של תמריץ החפרה. המנפיק או כל חותם אחר על התשקיף מאוימים בשלילת גישה לשוק ניירות הערך אם יורשעו כעבירה פלילית. המדלתו של מחירי שלילת המדיע הנכון מן המשקיעים מהווה כמובן נדבך נוסף שבנה המחוקק, כדי להרתיע מפני מניעת מידע אמיתי.

אולם, להגנתו יוכל המנפיק להוכיח כי לא עשה כן כדי להטעות משקיע סביר, שכן האחריות הפלילית אינה מוחלטת, והיא מותנית בהוכחת כוונה להטעות משקיע סביר. קריטריון ההתייחסות למשקיע סביר תואם את רוח החוק, ומרחיב את היקף

אולם, כדי להציליח בתביעה כזאת יש להרים נטל הוכחה של נסיבות מיוחדות, שמתן עולות אינדקציות בוררות לקיזמה של הבטחה בדבר שוויה העתידי של המניה. בעצם השווי שבו מציעת המניה לציבור אינן לראות משום הבטחה בדבר רווחים שיופקו ממנה בעתיד. לכן, ציפייה לרווח המושתתת את אך ורק על שוויה של המניה אינה ציפייה מוגנת שפקנה זכות תביעה בגין מניעת רווח.

לשם השוואה נציג את חוק ניירות ערך האמריקאי. 509 Securities Act of 1933 עסקי 11(e) שלולה מודדים המתמייחסים לסכום ששולם עבור נייד הערך (אשר אינו עולה על המחיר שבו הוצע נייד הערך לציבור) כשער הבסיס: ראשית, ערכו של נייד הערך בעת הגשת התביעה; שנית, המחיר שבו ניתן היה למכור את נייד הערך קודם הגשת התביעה; שלישית, המחיר שבו ניתן היה למכור את נייד הערך לאחר הגשת התביעה ולפני מתן פסק הדין. כל זאת, בתנאי שפיצויי כזה יהיה נמוך מפיצוי המייצג את הפער בין הסכום ששולם עבור נייד הערך (שאינו עולה על המחיר שבו נייד הערך הוצע לציבור) לבין ערכו בעת הגשת התביעה. בעת עריכת הנזק יש לבודד סיבות לתנודות בשווי נייד הערך שאינן קשורות במישורין לקיומו, כמו לדוגמה ירידת שערים כללית בשוק ניירות הערך.

לסיכום, היעדר קנה-מידה להערכת הנזק בחוק הישראלי מרחיב אמנם את גבולות שיקול דעתו של בית המשפט; עם זאת, עליו להתחשב במטרות החוק ובמיונותם של סעדים אחרים, דוגמת ביטול הרכישה. יש גם להתחשב בשיעור עליית שווי ניירות הערך מן הסוג שאליו משתייך נייד הערך נשוא הדין.

אוי לבסס פיצוי בגזיקין על עקרון השבת המצב לקדמותו. אשר לפיצוי חוזי בגין מניעת זכות, יש להדגיש, כי אלמנט הסיכון הוא אחד המאפיינים של ההשקעה בשוק ההון, וציתן להתגונן נגדו באמצעות גיוון תיק ההשקעות. ספק אם יש צידוק להחזיר פיצוי בגין מניעת רווח באופן גורף.

ביטול והשבה

עיקר 35 לחוק ניירות ערך קובע, כי מי שרכש ניירות ערך בהתאם לתשקיף ועשה זאת הסתמך על פרט מטעה שבו, רשאי לבטל את הרכישה ולדרוש החזרת הכספים ששילם. ועד ההשבה הוא גם התרופה שיקבל הנפגע מכוחו של חוק עשיית עושר ולא במשפט, ש"ל"ט-1979, סעיף 1(א), במצב שתקבלו שלא על פי זכות שבדלן, נכס, שירות או זכות הנאה אחרת. סעד ההשבה מוענק גם לנפגע שבטל חוזה, כולו או חלקו, וכן מפר חוזה שבטל, כאמור בסעיף 9(א) לחוק החוזים (תרופות בשל הפרת חוזה) של"א-1970.

זכו של הרוכש לביטול מכוח סעיף 35 לחוק ניירות ערך מותנית בהוכחתם של שני נאים מצטברים: הסתמכות על הפרט המטעה, והגשת התביעה תוך זמן סביר לאחר

3.229 מידע פנים

מידע פנים הוא מידע על התפתחות בחברה, על שינוי-במצבה, על התפתחות או על שינוי צפויים, או כל מידע אחר על החברה, אשר אינו ידוע לציבור, ואשר אינו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר הערך של החברה. מידע הוא כוח, וכל ניצול לא מאוזן של כוח זה משפיע על האיזונים בשוק. המשממש במידע פנים מוגדר בחוק ניירות ערך: **א**: העושה עסקה בנייר ערך של חברה כאשר מידע פנים מצוי בידו **ב**: המוסר מידע פנים או חוות דעת על נייר ערך של חברה כאשר מידע פנים מצוי בידו, לאדם אשר הוא יודע, או יש לסוד סביר להניח, כי יעשה שימוש במידע הפנים או ינצל את חוות הדעת לצורך עסקה או ימסור אותה לאחר על פי סעיף 552 לחוק ניירות ערך.

מקור האיסור המוטל על איש הפנים לעשות שימוש במידע פנים, כדבריו של השופט מישאל חשין בעניין **יוסף מהרשק ואח'**, **ג' מדינת ישראל**, 5101 הוא כפול, ונעוץ בתכלית מוסרית ובתכלית מעשית. התכלית המוסרית מבוססת על שני עיקרים: הראשון בהם, יש למנוע מאנשי פנים בחברות לנצל לטובתם האישית – וממלא, על השבובם ולרעתם של אחרים – מידע פנימי מהותי שבא לידיעתם בתוקף תפקידם, מידע שאינו גלוי למי שאינם קשורים בחברה. מאחר שמידע זה עשוי להשפיע על שוויים של החברה ושל ניירות הערך שהתפקה לציבור הרחב, הוא יקנה לאנשי פנים יתרון בדרו ומכריע על פני ציבור המשקיעים בשוק החוץ שהמידע אינו נמצא בידיהם. מצב דברים כזה, עת קיים יתרון של עודף מידע לקבוצת משקיעים אחת על פני קבוצת משקיעים אחרת, חסרת מידע, עלול לפגוע בהגנות שבמסחר. לכן, ייעודו של האיסור על אנשי פנים שיש בידיהם מידע פנים לסחור בניירות ערך של החברה עם מי שאינם אנשי פנים ואשר אין בידיהם מידע פנים, הוא ליצור שיווי-משקל בין אלה לאלה, ולעטוף את העסקה בהגנות שבמסחר.

העיקר השני של התכלית המוסרית הוא הצורך לשמור ולהגן על יחסי האמון והנאמנות שבין אנשי הפנים לבין החברה. מידע פנים שאיש פנים מחזיק בו בנאמנות עבור החברה אמור לעמוד לשימוש או ורק לטובתה של החברה, ולא לטובת איש הפנים. לכן, אם איש פנים יעשה שימוש במידע פנים לטובתו האישית, בעצם מעשהו זה יפר את חובת הנאמנות והאמון שהוא חב לחברה.

התכלית המעשית⁵¹² באיסור על שימוש במידע פנים היא הנבחת קיומו ושרידתו של שוק החוץ כשוק פעיל. שוק חוץ יעיל קובע לעצמו כללי משחק הוגנים, וראש וראשון בהם הוא עקרון הגילוי, השקיפות והשוויון במידע. נקודת המוצא של המשקיעים בשוק החוץ אמור להיות, כי כולם שווים במידע, וכי המידע הרלבנטי נגיש לכל. אופן

511. רע"פ 8472/01 פ"ד נט' (1) 442, 452.

היקפה מתחשבת במק שייגום לבעלי המניות, אם וכאשר תורשע החברה, נזק העלול להבטיא בירידת שווי אחזקותיהם.

ב: אי-פרסום פרט בעל חשיבות למשקיע סביר – לעומת האחידות הפלילית הלא-מוחלטת לגבי פרסום פרט מטעה בתשקיף, מוטלת אחריות פלילית מוחלטת בסעיף 53(ב)2) **א**: קבא אי-הכללת פרט בתשקיף העשוי להיות חשוב למשקיע סביר אשר שוקל רכישת ניירות ערך המצויים על פניו. השוני באופיין של שתי העבירות נעוץ בדרישה לקיומה של כוונה. מטרתה של הטלת אחריות מוחלטת על מנפיק שהפר את הוראות סעיף 53(א) היא לספק מכשיר נוסף, פלילי, לאכיפת הדרישה לאספקת מידע נאות.

בגין כל העבירות האלו אחראים גם הדירקטורים של התאגיד המנפיק והמנהל הכללי, אך הם יוכלו להשתחרר מאחריות אם יוכיחו היעדר ידיעה או יכולת לדעת, או אם יוכיחו כי נקטו את כל האמצעים הסבירים כדי למנוע את העבירה.

עבירה לפי סעיף 53 לחוק ניירות ערך בגין פרט מטעה בתשקיף נועדה להסדיר את תקינות ההפקה, ומהווה סעיף נפרד בעל קיום עצמאי שמנופיקים נושאי משרה בהם הייבם להביאו בחשבון. לדוגמה, בעניין **טמפו תעשיות בירה בע"מ** **ג' מדינת ישראל** 5105 הואשמו שתי חברות ומנהל הכספים שלהן בפעולה שמטרתה הייתה השפעה על תנודות השער של מניח חברה ציבורית ("טמפו בירה") קודם ביצועה של הנפקה חדשה של ניירות ערך. עליית שער המניה של חברה "טמפו" (או מניעת ירידתו) אמורה הייתה לסייע להצלחת הנפקה מתוכננת, שכן כך היא הפכה לאטרקטיבית יותר עבור המשקיע. פער מחירים בין מחיר מניית טמפו בשוק המשיג, כשהוא גבוה ממחירה המוצע בשוק הראשוני, אמור היה למשוך משקיעים לרכוש את המניות בהנפקה, שכן כך מודמון למשקיע לרכוש סחורה זהה במחיר נמוך ממחיר השוק שלה. בתשקיף ההנפקה לא גילו את כוונתם "לייצב" את שער מניית "טמפו בירה". המעקרים הורשעו בעבירות של פרט מטעה בתשקיף ושל תרמית בניירות ערך, ובעקבות הרשעתם בשתי העבירות הטיל עליהם בית משפט השלום מאסר וקנס גבוה מאוד. בערעור בבית המשפט המחוזי נתקבל חלק מטענותיהם, והקלו בעונשם. הם המשיכו וערערו לבית המשפט העליון. בעניין הרשעתם באי-גילוי מכת סעיף 54(א)2) לחוק ניירות ערך טענו, כי בהרשעתם כבר נכללת ממילא גם ההרשעה בגין אי-הגילוי בתשקיף, שהיא גם העבירה הקלה יותר, ולכן יש להקל בעונשם. בית המשפט העליון לא היה מוכן לקבל את עמדתם, והטיל עליהם עונש נוסף בגין הפרתה של החובה לפרסם תשקיף הכולל פרטים נכונים.

אחריות פלילית מוטלת גם על מומחים שנתנו חוות דעת, דוח או אישור שנוכללו או נזכרו בתשקיף בהסכתם המוקדמת, ביודעים שיש בהם פרט מטעה כאמור בסעיף 53(ב) לחוק. אלו יוכלו להשתחרר מאחריות אם יוכיחו, כי לא ידעו שבמסמך שמסרו היה כלול פרט מטעה.

□ למעשה, התביעה לאסור על שימוש במידע פנים אינה אמורה לעצב התנהגות מוסרית נטולת היבטים כלכליים. כל כולו של חוק ניירות ערך צופה כלפי תשואה כלכלית ויכולת משיכת משקיעים. לכן, המדרת הטעם לאיסור השימוש במידע פנים כמוסרי אינה נעוצה בהגדרה מחודשת של נורמות תרבות ממלכתיות, אלא בציווי שנועד להגביר את אמון המשקיעים בשוק ניירות הערך, ובכך להגדיל את השימוש בו כדי שימלא את תפקידו כמכשיר לקידום הצמיחה.

חוק ניירות ערך אוסר על שימוש במידע פנים, וקובע כי הוא במד עכברה. איש פנים בחברה העושה שימוש במידע פנים דינו מאסר או קנס על פי סעיף 252 לחוק. איש פנים כזה מוגדר בחוק ככולל דירקטור, מנהל כללי, בעל מניות יעקרי בחברה, או בן משפחה של אחד מאלה, או תאגיד בשליטתו של אחד מאלה, או אדם אחר שמעמדו או תפקידו בחברה או קשריו עמה נתנו לו גישה למידע פנים. כמו כן, העושה שימוש במידע פנים אשר הגיע לידו, במישרין או בעקיפין, מאדם אשר יודע כי הוא איש פנים בחברה, עובר עבירה פלילית, ודינו קנס או מאסר על פי סעיף 252 לחוק.

לאיסור על השימוש במידע פנים יש תומכים ומתנגדים. מתנגדים באיסור על השימוש במידע פנים טוענים, כי מסחר על סמך מידע כזה מאפשר לצד המחזיק בו להפיק רווח על חשבון אחרים שאינם אוהזים באותו מידע. מסחר כזה, כך נטען, אינו נעשה על בסיס שוויוני ולכן אינו הוגן. זאת ועוד: טיעון אחד המצדיק איסור שימוש במידע פנים מתמקד במטרת המחוקק ליצור כללים שישללו את הפגיעה בעקילות השוק. היתר לעשות שימוש במידע פנים מדרבן אנשי פנים לשמור את המידע לעצמם, ולעכב את מסירתו לציבור הרחב, על מנת שיוכלו להפיק רווח ממסחר על פי מידע זה. האיסור על שימוש במידע פנים לא רק שייטורל מוטיבציה פסולה זו, אלא אף יניע אנשי פנים לחשוף מידע הנמצא בדשותם.

מנגד טוענים התומכים בחופש מסחר לאנשי פנים, כי אילו לא האיסור לשימוש במידע פנים, היו אנשי הפנים בחברה סוחרים על סמך מידע המגיע אליהם, ומסחר זה היה מניע את שער ניירות הערך להגיב על מידע זה לפני פרסומו בציבור. אם כל אנשי הפנים היו רשאים לסחר על סמך מידע פנים, היו אנשי הפנים יודעים שאם ברצונם להפיק רווח מן המידע, עליהם להזדהו לקנות את ניירות הערך. תחרות זו הייתה גורמת לתגובה מהירה של השוק ולהפגמת המידע המצוי ברשותם של אנשי הפנים. לפיכך, לפי גישה זו, היתר לעשות שימוש במידע פנים עשוי להפחית באופן משמעותי את היכולת להפיק רווח ממידע כזה, ולאפשר לשוק להיות יעיל יותר.

לשיטתו של ידלון,⁵¹⁷ איש הפנים חייב חובת אמון כלפי החברה, ויעל כן יש לאסור עליו לעשות שימוש במידע של החברה. תזה "קוהרנטית" כזו יכולה לספק הסבר רציונלי לאיסור על השימוש במידע פנים: רק מידע על מוצר מתחרה היוצא לשוק אינו מידע

השימוש במידע "יעשה על ידי כל משקיע על פי מיטב כישוריו ויכולתו. אולם, אם יקנה לחלק מן המשקיעים - לאותם אנשי פנים - יתרון באמצעות אפשרות שימוש במידע פנים שאינו זמין לכולם, יפגם באורח אנוש עקרון השוויון. הדבר יביא מאליו לפגיעה קטלנית באמינותו של שוק ההון, והמשקיעים יבכחו, בייחוד הקטנים שבהם, ואולם לא רק הם, בחששם מכללי משחק שאינם הוגנים, ידירו רגליהם מן השוק.

■ החלטתו של בית המשפט העליון בעניין מהרשק לעיל הסתמכה על הרציונל של פסקי הדין בעניין רוזוב,⁵¹³ וקדן,⁵¹⁴ שתוארו את הבסיס לאיסור על השימוש במידע פנים כמבוסס על שני יסודות - הגינות וצורך כלכלי:

יסוד ראשון - הגינות:⁵¹⁵ ראשית, הגינות ושוויון בין קבוצות של משקיעים. ההגינות תובעת להעמלד אנשים "מקורבים" למידע בחברה במעמד שווה לאנשים שאינם מקורבים, ככל שהמדובר הוא בעסקות בניירות ערך של החברה. מאחר שלא כל הידוע ל"אנשי פנים" ולמקורביהם על הנעשה בחברה ועל מצבה ידוע גם לציבור הרחב, החוק מבקש לאסור על אלה אשר מידע פנים בעל-משמעות בא לידיהם, ואינו ידוע לציבור, לעשות עסקות בניירות ערך של החברה כל עוד לא פורסם המידע לרבים. זאת, על מנת שאותם מקורבים לא ינצלו את מעמדם - ינצול לרעה בעיני החוק - להיטיב את מצבם (ולרעה ממילא את מצבם של אחרים).

שנית, הגינות במערכת היחסים בין איש הפנים לבין החברה 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. אשר לאנשי פנים החבים חובת אמון לחברה, מידע הפנים שייך, על פי עצם טיבו, לחברה, איש הפנים מחזיק בו כנאמן החברה, ולמחזיק במידע בנאמנות אסור לנצל אותו מידע לטובתו האישית.⁵¹⁶

יסוד שני הוא הצורך הכלכלי: הדאגה לאמינותו וליעילותו של שוק ההון. איסור על שימוש במידע פנים מבוא ליעילותו של השוק, שכן כאשר רוב המידע פרוס כשולחן ערוך לפני כל המשתתפים במשחק השוק, המשחק הופך "פתוח". התנהח היא, כי שוק רחב שוק יעיל רק אם מחיריהם של ניירות הערך ייקבעו כשיקלל כלל המידע.

בפסקי הדין מהרשק, רוזוב וקדן מוגדר היסוד הראשון המנע על מידע הפנים כיסוד מוסרי. למושג "מוסר" יש משמעויות שונות, והוא מוצג בפסקי הדין כאילו הוא אמור לעצב נורמות של תרבות משקיעים המנותקת מן הנימוק הכלכלי. האומנם?

513. ע"פ 517/97, 4675/97, 4962, 4961, ישראל רוזוב נ' מדינת ישראל, פ"ד (4) 337.
514. רע"פ 5174/97, 5174/97, משה קדן נ' מדינת ישראל, פ"ד (2) 177.
515. רע"פ 8472/01, יוסף מהרשק נ' מדינת ישראל, פ"ד (1) 542, 442.
516. תאודים, 516.

האיסור על שימוש במידע פנים בידי איש פנים אינו בעצם היתרון שבהחזקת המידע, אלא בהיות השימוש ביתרון בלתי-הוגן. כלומר, אין מדובר רק בהפרת השוויון בין המשקיעים בבורסה עקב הידע שבידיהם, או היעדרו, אלא גם בדרך שבה נוצר הפער במידע. לכן, אם יתאפשר ניצול בלתי-הוגן של מידע, תפגענה ציפיותיו של ציבור המשקיעים ל"כללי משחק" הוגנים בבורסה, תיפגע אמינותו של שוק החון, והחללכות על כך יכללו את הימנעות המשקיעים מלעשות שימוש בו.

בעל מידע הפנים הוא איש המפתח בנושא.⁵²³ אם הוא יחשוף את המידע לכלל, המידע יהפוך לנחלת הכלל והאיסור ייעלם מעצמו; אם לא יגלה את מידע הפנים, כפי שאמץ על ידי בית המשפט העליון, הן משום שאינו יכול והן משום שאינו רוצה, שומה עליו להמתין עד שיתגלה המידע. הכלל הוא: גלה (את המידע) - או המתן ואל תסחר; ואם אין בידך לגלותו, בכל זאת המתן. כל עוד המידע הוא בבעלות כזה הדוע אך למקורבם, יכול האיסור; נגלה המידע ויתרונו של המקורב נעלם ואינו - ייעלם האיסור כלא היה.⁵²⁴

כאמור, עקרון הגילוי הוא עקרון-על בידי ניירות-ערך בישראל, והוא כולל גילוי נאות. רק גילוי נאות כולל אחר יעדיזו של הגילוי כמנגנון יעיל לקידום שוק החון. גילוי נאות הוא גילוי ראוי שיאפשר למשקיעים להחליט באורח רציונלי מה יעשו, וירתיע בעל כרח ומקורבים מההתנהגות מניפולטיבית תוך פיקוח על פעילותם.

בניין משנה קרו' נ' מדינת ישראל⁵²⁵ עשה מזכיר-הכרזה שימוש במידע סודי שהגיע לידי בקשר למציאת עתודות נפט, ומסרו ליועץ ההשקעות שלו קודם שידיעה זו נמסרה לפרסום בבורסה. הוא הואשם בשימוש במידע פנים. בית משפט השלום הרשיע אותו בשתי עבירות של שימוש במידע פנים בידי איש פנים לפי סעיף 525 לחוק ניירות-ערך: האחת, עשיית עסקה בנייר-ערך של חברת כאשר מידע פנים מצוי בידו כאמור בסעיף 525(א)(1) לחוק; והשנייה, מסירת מידע פנים על נייר-ערך של חברת לאדם אחר, כאשר מידע פנים מצוי בידו כאמור בסעיף 525(א)(2) לחוק. בבתי המשפט המחוזי והעליון נדחו ערעוריו. בית המשפט העליון בדק את התנאים להחלתו של האיסור על שימוש במידע פנים, וקבע כי נדרשים שני תנאים: עשיית שימוש בקיומו של מידע יחיד בחברה, ושבעל המידע יהיה "איש פנים".

להלן ננתח את יסודות עבירת האיסור על שימוש במידע פנים.

523. ע"פ 524, 4675/97 פ"ח נג' 4962 ישראל רוזוב' נ' מדינת ישראל, פ"ח נג' 337, 356.
 524. יוסף גרוס "האיסור בדבר ניצול מידע פנים בחברות" עיוני משפט טו (תש"ז) 483-483; למקור הכלל במשפט האמריקאי ראו: S.E.C. v. Texas, 1991, 90 F.2d 826 (10th Cir. 1991).

השייר לחברה, וניתן להחזיר לבעל עניין בחברה לסחור על סמך מידע זה. תזה כזו, שבה תומך יולין, עולה בקנה אחד עם לשון חוק ניירות-ערך ועם שקולי המדיניות של יעילות והגיונות במסחר שהחוק מבוסס עליהם.

האיסור על השימוש במידע פנים היכה שורשיים בקהילה הבינלאומית בעקבות פיתוחו במשפט האמריקאי ערך בשנות ה-60 של המאה ה-20. 518 הרחעה מפני האיום שיש בו על הסחר בניירות-ערך הובילה להסדרה עולמית של הנושא. באירופה נחקקה דירקטיבה על הסחר שהסדירה בשנת 1989 את השימוש במידע פנים,⁵¹⁹ ובעקבותיה הוסדר הנושא מיוחדת שהסדירה בשנת 1993, Ch. 36 Part V בי-2 Criminal Justice Act. המלומדים באנגליה, והיום הוא נמצא ב-520 הבריטיים מציניים, כי למעשה מעט מאוד תביעות הוגשו בעקבותיו פאראר והניגאן⁵²⁰ הבריטיים מציניים, כי למעשה מעט מאוד תביעות הוגשו בעקבותיו של איסור זה, ורק בחלק קטן מאוד מהם הנאשמים נמצאו חייבים בדין. גם כאשר כבר נמצא נאשם אחראי, הקנס שהוטל עליו היה נמוך, ובתי המשפט נמנעו מלהטיל עונש מאסר.

בישראל נכרת בשנים האחרונות פעילות מצדן של רשויות האכיפה, וכתבי אישום בניין שימוש במידע פנים נעשו תכופים יותר. בית המשפט העליון, שנדרש לסווגיה התיאורטית של המחלוקת בגין איסור או היחוד השימוש במידע פנים, בניין מהרשק,⁵²¹ סירב לדון בה תוך שהוא קובע, כי חוק ניירות-ערך אימץ לחלוטין את איסור השימוש במידע פנים, ובהתאם לכך ינהג.

3.230 יסודות העבירה של איסור שימוש במידע פנים

חוק ניירות-ערך מייחד פרק מיוחד - פרק חו - להגבלת השימוש במידע פנים. את תכליתו העיקרית של האיסור על שימוש במידע פנים שבחוק ניירות-ערך מתאר בית המשפט⁵²² כמיניעת ניצול יתרין בלתי-הוגן במסחר בניירות-ערך, הנובע מנגישות למידע על חברה, כשנגישות זו איננה נחלתו של כלל ציבור המשקיעים.

הגדרת "איש פנים" בחברה כוללת בעלי תפקיד ומעמד מרכזיים בה, אשר לעולם ייחשבו ל"אנשי פנים", כאמור בסעיף 52.⁵²³

האיסור על השימוש במידע פנים מוגדר בסעיף 252, והוא כולל איסור עשיית עסקאות בנייר-ערך של החברה באמצעות מידע פנים, או מסירת מידע פנים או חוות דעת על נייר-ערך של חברה באמצעות מידע פנים.

518. שם, 145.
 519. Council Directive of 13 November 1989 (89/592/EEC) OJ (L334) 30.
 520. Hannigan Insider Dealing (2nd ed., 1994) 118-124.
 521. 520.
 522. Council Directive of 13 November 1989 (89/592/EEC) OJ (L334) 30.
 523. Council Directive of 13 November 1989 (89/592/EEC) OJ (L334) 30.

השאלה אם בפועל, לאחר שנודע המידע בציבור, השתנה מחיר נייר הערך, יכולה אמנם לסייע לבית המשפט, אך גם התנהגות השוק לאחר הגילוי, הגם שאין היא מהותית, עשויה להיות רלבנטית לבחינת משמעותו של מידע הפנים, והיא יכולה לשמש אינדיקציה למהותיות המידע. אולם, אין היא העיקר ויש להיזהר בה, שכן יש קושי לנטרל את השפעת גילוי המידע על מחיר נייר הערך, ולבחון אותו במנותק ממורמים אחרים. זאת ועוד: הסתמכות יתר על השינוי שאירע בפועל במחיר נייר הערך לאחר גילוי המידע לציבור תפגע בכוחה של נורמת ההתנהגות שאותה בא חוק לקבוע, מאחר שהיא אינה אמורה להיות מותנית רק בנסיבות חיצוניות, אלא להיות מוגדרת באופן עצמאי.⁵²⁷

המבחן של "מועד עשיית העסקה" כמועד בחינת השימוש במידע פנים משליך גם על עיצוב היסוד הנפשי שבציבור, שהיא מודעותו של הנאשם כי עושה הוא שימוש במידע פנים. מאחר ששיכלול עבירה פלילית מותנה בהתרחשות של מחשבה פלילית ומעשה פלילי בעת ובעונה אחת, הרי הזמן המכריע של המודעות של איש הפנים לעשיית שימוש במידע פנים חייב שיהיה בעת עשיית העסקה. במילים אחרות, מועד עשיית העסקה הוא המועד שבו נפגשים היסוד העובדתי שבציבור (ה-actus reus) והיסוד הנפשי שבה (ה-mens rea).⁵²⁸

רכיב "הגיבוי המושכל", שמשמעותו היא, כי אילו נתגלה המידע בעת עשיית העסקה "היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של החברה" – בודק את הקשר הסיבתי בין המידע, אילו נתגלה, לבין השינוי שהיה מחולל הגילוי במחיר של נייר הערך. ובלשון המדרת המושג "מידע פנים" בסעיף 52א לחוק נירות ערך: "היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של החברה. כלומר, צריך להתקיים קשר סיבתי: האם קיימת אפשרות שמחיר נייר הערך היה שונה באופן משמעותי אילו היה המידע ידוע לציבור. מהותית, די בכך שהנאשם העריך כי קיימת אפשרות שהמידע הוא כזה שאילו נודע בציבור היה משפיע באופן משמעותי על מחיר נייר הערך, כדי שיתקיים היסוד הנפשי. אך רכיב הגיבוי המושכל הזה עלול לעורר קושי. לכאורה, מקראית החוק עלה הרגש כי קיימת בו ציפייה ש"מידע פנים" המסוים, אילו נתגלה, חייב היה להביא לשינוי משמעותי במחיר נייר הערך של החברה. אך בית המשפט העליון קבע, כי פירושו כזה של החוק לא יהיה מדויק. לשיטתו, מאחר שהמבחן מעמיד אותנו במועד שלפני מעשה, לא נוכל לדבר אלא בתחזית להשפעה שעשויה הייתה להיות עם גילוי המידע לציבור. הקשר הסיבתי יהיה לעולם קשר סיבתי משוער ולא קשר סיבתי ממשי.

אשר לטיב הגיבוי, הבדיקה תיעשה מתוך הפריזמה של "המשקיע הסביר". תוכנה יהיה: האם התנהגותו של המשקיע הסביר, לעת העסקה ולאור גילוי המידע, אילו נתגלה,

3.2.3 תוכנו של האיסור על שימוש במידע פנים על פי חוק נירות ערך

קרו של "מידע פנים" אינו ביחס שבין המידע לחברה, אלא ביחס שבין המידע לשוק כולו. לכן, לא כל מידע פנימי בחברה הוא "מידע פנים" כהוראתו בחוק. המידע חייב ויהיה בעל איפיון מיוחד, אשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי מחיר נייר ערך של חברה. המושג "מידע פנים" כולל מספר רכיבי משנה, כפי שהגדיר המשפט העליון בעניין רחוב נ' מדינת ישראל.⁵²⁶

4. איש הפנים – אין מקום לעשות הבחנה בין מי שיש לו גישה למידע פנים ובין זעריך את השפעת המידע על החברה ובין מי שאין בידי כלי הערכה. אין מקום לדרוש, לאיש הפנים תחיה יכולת להעריך את חשיבות המידע עבור החברה. גם פקיד זוטא הגיעה לאחזונו פיסת מידע חשובה שלא נגלתה לציבור, ובעקבותיה רכש את מניות חברה, ייחשב כאיש פנים. למרות שאינו מכיר את המצב הפנימי של החברה, הוא רשע בפלילים.

5. זדון ציבורי – "הציבור", שאילו נגלה לו מידע הפנים היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי מחיר נייר הערך של החברה, הוא הציבור שיש לו עניין בשוק ההון, וקבלת מידע זה או זר על מצבה של חברה פלונית יכולה להשפיע על התנהגותו בשוק ההון. "הציבור" זה כל משקיעים גדולים וקטנים, אליסטיים, פרטי שוק ההון, ואפילו כאלה המקורבים שוק ההון. כל אלה מעצבים את דמותו של "המשקיע הסביר", כאותו משקיע וירטואלי הוא שיקלול של מרכיבים מיקצועיים, יושר ויושרה, ניסיון חיים, היגיון ושכל ישר. געשה, המבחן הוא מבחן היפותטי, ותלוי באותו אדם היפותטי הידוע בציבור בשם "המשקיע הסביר".

6. זעיר הקובע לבחינת תגובתו ההיפותטית של הציבור על מידע הפנים ("אילו נודע ציבור") – מבחן החוק הוא מועד השימוש במידע הפנים, דהיינו: העת שפלוגי עשה ימוש במידע פנים קודם שהמידע נתגלה לציבור. מבחן זה עולה מפורשות מתוך מילות זרק, המדברות על מידע "אשר אינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי רום שינוי משמעותי במחיר נייר ערך של החברה".

זנית התקיימותו של רכיב ההשפעה של המידע על מחיר נייר הערך צריכה להיעשות על מועד השימוש במידע, אך דווקא במועד זה אין דרך לעמוד על השפעתו הפוטנציאלית ל המידע על מחיר נייר הערך. לפיכך, השאלה שתישאל בדעיבד לגבי רכיב ההשפעה א, אם קיימת אפשרות שמחיר נייר הערך היה שונה באופן משמעותי אילו היה המידע וע לציבור. בחינתה של שאלה זו בעיקרה לא יכולה להיעשות אלא דרך עניני של זשקיע הסביר.

חברה, תהיה זו ראויה לכאורה כי עשה שימוש במידע פנים, אלא אם כן יוכיח, כי לא היה בידו מידע פנים בעת המכירה או הקנייה, או שבנסכבות העניין סביר שלא היה בידו מידע פנים ארוכה עת.

ב. שימוש במידע שמקורו באיש פנים

איפיון העבירה – במקרה של שימוש במידע שמקורו באיש פנים, הרי על פי סעיף 752 לחוק, האיסור על שימוש במידע פנים משתרע לא רק לגבי המידע עצמו, אלא גם על מערכת היחסים שבין המחזיק במידע שאינו גלוי לציבור ובין החברה שלה נוגע מידע הפנים. החובה של כלל זה מצויה רק בעבירה שבסעיף 752 לחוק נירות ערד, האוסר לעשות "שימוש במידע פנים אשר הגיע לידו של העושה שימוש במידע הפנים, במישרין או בעקיפין, מאדם שהוא יודע כי הוא איש פנים בחברה". שכן, במקרה כזה נעשה שימוש במידע שמקורו ב"איש פנים".

ההנחות שנחשבת כשימוש במידע פנים לצורך סעיף 752 – לגבי "אדם אחר" שהוא נשוא האיסור שבסעיף 752 לחוק, אשר מידע פנים הגיע לידיו מאדם שהוא יודע, כי הוא איש פנים, נדרשת בחינה לגופו של עניין, אם אופן השגת המידע עושה את השימוש בו לבלתי-הוגן.

לסיכום, האיסור על השימוש במידע פנים מוגבל כדלקמן:

1. האיסור על שימוש במידע פנים על פי סעיף 752 מוגבל למידע על חברה שעושה שימוש בו הוא "איש פנים" בה. לכן, אם אדם שהוא איש פנים בחברה א עושה עסקה בניירות ערד של חברה ב שאין לו, או לחברה א, כל זיקה אליה, הוא אינו "איש פנים" בה. זאת, גם אם עסקה זו נעשתה על פי מידע שהגיע אליו בהיותו "איש פנים" בחברה "שלו". לכן, אם הוא נהנה מיתרון על משקיעים אחרים, אין לדאוג יתרון זה כנכנס למדד האיסור על שימוש במידע פנים מכוח סעיף 752, אלא איסור השימוש בכך נכלל במדד הוראת סעיף 752.

2. איש הפנים אינו חייב להיות אדם שיוכל להעריך את חשיבות המידע עבור החברה,⁵²⁹ והוא יכול להיות גם פקיד זוטור, כפי שנפרט להלן.

3. מידע הפנים תלוי בנגישות למידע, אך גם בעוצמתם ובאכותם של הקשרים שבין המחזיק במידע שאינו גלוי לציבור ובין החברה אשר לה נוגע מידע הפנים.

3.233 המדרתו של איש הפנים

איש פנים מוגדר בסעיף 752, והוא מקיף את בעלי התפקיד הבאים: (1) מנהל, מנהל כללי, בעל מניות עיקרי בחברה. עליהם נוסף "אדם אחר שמעמדו או תפקידו בחברה

הייתה גורמת לשינוי משמעותי במחיר נייר הערד. אם המסקנה תהיה חיובית, כי אז נתקיים הרכיב של הקשר הסיבתי (המשוער) הנדרש בחוק.⁵²⁹

מידע פנים חייב שיהא בעל אופי כזה, ש"אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערד של החברה". משמעות הדבר היא, כי רק מידע מהותי יכול שישפיע באורח משמעותי על מחירו של נייר ערד. לכן, המבחן שהמדרת "מידע פנים" מתקיימו בו הוא מבחן של מהותיות המידע שבן מדובר.

3.232 סוגי השימושים במידע פנים

חוק נירות ערד מבחין בין שני סוגי שימושים במידע פנים. האחד הוא שימוש במידע בלי איש פנים על פי סעיף 752 לחוק נירות ערד הקובע: "איש פנים בחברה העושה שימוש במידע פנים, דינו – מאסר חמש שנים או קנס בשיעור פי חמישה מן הקנס הקבוע בסעיף 752 לחוק העונשין". השני הוא שימוש במידע שמקורו באיש פנים על פי סעיף 752 חוק נירות ערד הקובע: "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 752 לחוק העונשין".

א. שימוש במידע פנים בידו איש פנים

אפיון העבירה – העבירה שבסעיף 752 נועדה לשרת את ההבחנה בין שימוש גרידא בתרון שבמהצקת מידע, ובין שימוש בלתי-הוגן בו. העבירה שבסעיף 752 לחוק נירות ערד⁵³⁰ היא "עבירה התנהגותית", והמחשבה הפלילית הנדרשת לה היא מודעות לרכיב ההתנהגותי והנסיבתי. הרכיב ההתנהגותי הוא עשיית שימוש במידע פנים, בין אם על דרך עשיית עסקה (סעיף 752(א)(1)) ובין אם על דרך מסירת מידע פנים (או חוות דעת) (סעיף 752(א)(2)). הרכיב הנסיבתי, כלל שהוא נוגע לדרך השימוש השנייה, כולל ידיעה, או קיום יסוד סביר להניח, כי האדם שלו נמסר מידע הפנים (או חוות הדעת) יעשה שימוש במידע הפנים (או ינצל את חוות הדעת לצורך עסקה או מסור אותה לאחר).

ההנחות שנחשבת כשימוש במידע פנים לצורך סעיף 752 – לגבי בעלי תפקיד ומעמד מרכזיים בחברה המנויים בסעיף 752 ישנה חזקה חלוטה, כי כל מידע פנים שבדירה הגיע אליהם מכוח תפקידם ומעמדם בחברה, והשימוש בו (כהגדרתו בסעיף 752(א)) הוא בלתי-הוגן. לגבי אנשי פנים קיימת גם חזקה בסעיף 752(א), כי אם קנה איש פנים מרכזי בחברה נירות ערד של החברה שבה הוא משמש איש פנים מרכזי תוך שלושה חודשים מיום שמכר נירות ערד של אותה חברה, או מכר נירות ערד של החברה שבה הוא משמש איש פנים מרכזי תוך שלושה חודשים מיום שקנה נירות ערד של אותה

הפן הנפשי הוא מודעותו של הנאשם לרכיב של השינוי הפוטנציאלי במחירי נייר הערד. כדי שיתקיים היסוד הנפשי, די בכך שהנאשם הערד, כי קיימת אפשרות שהמידע הוא כזה שאילו נודע בציבור היה משפיע באופן משמעותי על מחירי נייר הערד.

סעיף 152 כולל הגנות כנגד השימוש במידע פנים:

(א) לא ישא אדם באחריות פלילית, ולא יחוב לפי סעיף 52, אם הוכיח אחת מאלה:

- (1) המטרה היחידה של העסקה שעשה הייתה רכישת מניות הכשרה אשר על פי תקנות החברה נדרש מנהל לרכוש כהנאי למינויו;
- (2) העסקה שעשה הינה פעולה בתום לב במסגרת ביצוע תפקידו כמפקח, ככונס נכסים או כנאמן בפשיטת רגל או לשם מימוש בטוחות;
- (3) העסקה שעשה הינה ביצוע בתום לב של חוזה חיתום;
- (4) מטרת השימוש במידע פנים לא הייתה, או בעיקרה לא הייתה, עשיית רווח או מניעת הפסד לעצמו או לאחר;
- (5) הוא התקשר בעסקה בקשר לניירות ערד 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;
- (6) העסקה שעשה היא עסקה מחוץ לבורסה עם אדם שגם בידו היה מצוי מידע הפנים;
- (7) העסקה נעשתה בעד איש הפנים על ידי נאמן הפועל על דרך של נאמנות עיוורת; לעניין זה, "נאמנות עיוורת" – נאמנות המופעלת על פי שיקול דעתו הבלעדי של הנאמן וללא התערבותו של איש הפנים;
- (8) מטרת העסקה היא יסות השער של נייר הערד שבו נעשתה העסקה בידי תאגיד שקבע לעצמו הנחיות לויסות ומסר לרשות הדועה עליהן לפני ביצוע העסקה, ונתקיימה אחת מאלה:
 - (א) העסקה בוצעה בהתאם להנחיות כאמור;
 - (ב) העסקה נעשתה מחמת צורך בוויסות בנסיבות שאין עליהן הנחיה כאמור וניתנה על כד הדעה לרשות מיז עם עשייתה והכללה בהנחיות הוראה הקובעת כהנחיה לעתיד דרך התנהגות זהה בנסיבות דומות;
- (9) בנסיבות העניין הייתה הצדקה לביצוע העסקה.

(ב) לא ישא תאגיד באחריות פלילית לפי פרק זה ולא יחוב לפי סעיף 52, אף על פי שלמנהל או לעובדו יש גישה למידע פנים או שמצוי בידו מידע פנים הנוגע לתאגיד שנייר הערד שלו הוא נושא העסקה או חוות הדעת, אם הוכיח שלא המנהל או העובד שבדו המידע החליט להתקשר בעסקה או לתת את חוות הדעת ושיש הסבר סביר לביצוע העסקה או למתן חוות הדעת.

או קשרי עמה נתנו לו גישה למידע פנים ביום הקובע שבו נעשה שימוש במידע או תוך ששת החודשים שקדמו לו"; (2) בן משפחה של אחד המנויים בפסקה (1); (3) תאגיד בשליטתו של אחד המנויים בפסקאות (1) ו-(2).

שאלת סיווגו של "אדם אחר" כ"איש פנים" תלויה בשאלה, האם המידע הושג עקב נגישות "יחודית" של אותו אדם למידע. כן תלוי הסיווג בעיתוי השימוש במידע. אולם, כאמור, המחוקק אינו מתנה את היותו של אדם פנים בכשירותו האישית להעריך את חשיבות המידע לחברה. איז מקום לדרישה כזו, והיא גם אינה משקפת בחוק. בעניין קולן⁵³² הובאה דוגמה לכך: פקיד זוטר בחברה, העובד ליד חדר שבו מתקיימת ישיבת הדירקטוריון של החברה, שומע כי החברה עומדת לרכוש חברה אחרת, והוא (הפקיד) ממחר לרכוש את מניותיה של החברה שבה הוא עצמו במד "איש פנים". אותו פקיד אינו מכיר את מאזני החברה ואינו בקיא במצבה הפיננסי. לפיכך, אינו יכול להעריך עד כמה תשפיע הרכישה על מחיר מניותיה. אולם, הוא יכול להניח כי רכישת כזאת תגרוו בעקבותיה עלייה במחיר המניה, ובצד של העסקה שיעשה יאה טמון רווח. לכן, מבחינת תכליתו של החוק, אין הצדקה להימנע מהטלת אחריות פלילית על פקיד זה.

3.234 יסודות העבירה של שימוש במידע פנים

עבירת השימוש במידע פנים מורכבת משני יסודות: הפן העובדתי-ניסיוני – נסיבות התקיימותה של העבירה, והפן הנפשי.

הרכיב העובדתי-הניסיוני⁵³³ האמור בהגדרה הוא מסוג מיוחד. תנאי לכל שמידע יחשב ל"מידע פנים" הוא שהמידע הוא כזה "אשר אינו ידוע לציבור ואשר אילו נודע לציבור היה בו כדי לגרום שינוי משמעותי במחיר נייר ערד של החברה". דיון בו נערך לעיל במסגרת בחינת מהותו של המושג מידע פנים. כאמור, איפיון זה של המידע הוא מהנסיבות המוגדרות ביסודות העבירה, ונדרשת מודעות להתיימוות כהנאי להרשעה. בחינת התיימוותו של רכיב זה צריכה להיעשות בעת השימוש במידע. אך מובן שבמועד זה אין דרך לעמוד על השפעתו הפוטנציאלית של המידע על מחיר נייר הערד. לפיכך, בחינת התיימוותה של הנסיבה (מן הפן העובדתי) מחייבת את השאלה, האם קיימת אפשרות שמחיר נייר הערד היה שונה באופן משמעותי אילו היה המידע ידוע לציבור. בחינתה של שאלה זו נעשית דרך עיניו של המשקיע הסביר. השאלה אם בפועל, לאחר שנודע המידע בציבור, השתנה מחיר נייר הערד, יכולה אמנם לסייע לבית המשפט, אך כאמור יש להזהר בה.

אשר לעונש בנין שימוש במידע פנים, בבית המשפט העליון נקבע בעניין **רוזנבלום** בדעת חרוב, 538 כי ניתן בעניין זה להזקק להוראות סעיף 63(א) לחוק העונשין, ולהטיל על רוזנבלום קנס העולה פי ארבעה על שוויה של טובת ההנאה שהושגה באמצעות העבירה שבה הורשע.⁵³⁹ זאת, מאחר שמכל הנסיבות היה ברור למוסר מידע הפנים כי מקבל המידע קרוב לודאי יעשה בו שימוש, ובית המשפט השתכנע שהייתה זו כוונתו של הנאשם – לאפשר למקבל להפיק מכר את טובת ההנאה שהופקה למעשה. בכך היה כדי להכשיר את יישומו של סעיף 63(א) לחוק העונשין ואת הטלת הקנס המודל.⁵⁴⁰

אם כן, בית המשפט העליון, בכל החלטותיו בעניין מידע הפנים, משקף החמרה בשני מסלולים. ראשית, החמרה חובתם של הפעילים בשוק ההון להימנע מהשימוש במידע פנים. הן בעניין **רוזנבלום** והן בעניין קרן נקבע מפורשות, כי בהיעדר נסיבות חריגות, כל אומת שהוכח כי היה יסוד סביר להניח כי ייעשה שימוש במידע הפנים, הוכח היסוד הנפשי של הכוונה.⁵⁴¹ בשלב זה יעבור הנטל אל הנאשם להוכיח היעדר כוונה, והוא יצטרך לשכנע את בית המשפט כי לא התכוון לעשות בו שימוש. שנית, התרחבה סמכותו של בית המשפט להגדיל את גובה הקנס בגין השימוש במידע פנים, ולהפוך את הענישה הפלילית לסנקציה בעלת השלכות כלכליות, בנוסף על אלה האישיות.

3.235 תרומות בניירות ערך

בשוק ניירות ערך יעיל קיימת רמת סחירות גבוהה הדורשת את קיומה של תחרות בין מספר רב של משתתפים פעילים וקיומם של מספר רב של ניירות ערך תחלופיים. נייר ערך נחשב לסחיר אם ניתן לקנות או למכור אותו במהירות בלי להשפיע על מחירו באופן משמעותי.⁵⁴² שיערי ניירות הערך בשוק כזה נקבעים על ידי כוחות השוק. יעקרה של שיטת המסחר הוא במציאת נקודת איזון בין כוחות ההיצע והביקוש לנייר הערך. כל התערבות בתנועה חופשית של כוחות אלה שמטרתה להשפיע בצורה מלאכותית על תנודות השערים, תפגע ביעילותו של השוק.⁵⁴³ מה שמבחיין בין התערבות מותרת להתערבות אסורה הוא המניע של מבצע הפעילות המניפולטיבית. פעולה שמטרתה השפעה על השערים או יצירת תדמית מלאכותית של פעילות מסחרית בנייר ערך, שיש

538. שם 617-618.

539. השופט גולדברג, שכתב את דעת המיעוט בעניין **רוזנבלום**, הבהיר אותה לאחר מכן ברי"פ 5174/97 משה קרן נ' **מדינת ישראל**, פ"ד (2) 177, 188-189, באשר למהותו של יסוד ההנחה

וסבירה כי מקבל המידע ינצל אותו להפקת רווח. הוא קבע, כי ההנחה על הענישה שימוש במידע פנים תחול כל אימת ש"מטרת השימוש במידע פנים לא הייתה, או בעיקרה לא הייתה, עשיית

רווח או מניעת הפסד לעצמו או לאחר", אלא מטרה לגיטימית אחרת.

540. ע"פ 2576/93 **מדינת ישראל** נ' **שמואל בן אשר רוזנבלום**, פ"ד נא" (1) 610 (1) 619-620.

541. ראו נ' שר "דיני ניירות ערך – מנמות מרכזיות" עיוני משפט כב (תשנ"ט) 299.

הקפיו של הרכיב הנפשי בהקשרו של סעיף 152 נדון והודח בעניין **מדינת ישראל** נ' **רוזנבלום**.⁵³⁴ שם הוטלה אחריות פלילית על עיתונאי פיננסי – שמואל רוזנבלום, שהיה כתב העיתון "אלופס" – עקב מסירת מידע פנים שהגיע לידיו לגבי תכנית אלביט. התכנית זכתה במכרז להקמת פרויקט גדול, ולמידע זה הייתה אמורה להיות השפעה על ניירות הערך שלה. זמן קצר לפני שהגיע המידע רשמית מהחברה לבורסה, כהוראת חוק ניירות ערך, נמסר המידע לרוזנבלום. זה האחרון שיתף את ידידו, כאשר היה יסוד סביר להניח כי הידיד ינצל את המידע לשם עשיית עסקה בניירות הערך של החברה. כך אכן ארע, למעט העובדה שרוזנבלום לא ידע כי חברו יעשה שימוש במידע הפנים, אף כי העבירה אינה כוללת יסוד של ידיעה. רוזנבלום הורשע בעבירה שיוחסה לו במסגרת עסקת טיעון.

אשר לגבולות הרכיב הנפשי עולה מפקס הדין בעניינו, כי, ראשית, אם נעברה עבירה בכוונה להפיק רווח אישי, מתקיים היסוד הנפשי שנית, אם נמסר מידע הפנים כאשר יש יסוד סביר להניח כי מקבל המידע ינצל את המידע להפקת רווח (למקבל המידע – ולא למוסר המידע), הרי עולה מכך, בהיעדר נסיבות חריגות, שמוסר המידע גם מתכוון לאפשר למקבל להפיק את טובת ההנאה האפשרית.⁵³⁵ שלישי, בהיעדר כוונה לעשיית רווח כתוצאה מהשימוש במידע הפנים, לטובת הנאשם עצמו או לטובת אדם אחר, אין מסירת המידע מהווה עבירה כלל. מטרתה של הפקת טובת הנאה מהשימוש במידע הפנים היא איפוא רכיב חיוני של העבירה, והיעדרה מקים לנאשם הגנה טובה. זוהי הגנה אשר מולכה לזכויו המוחלט של הנאשם.

לנאשם בשימוש במידע פנים ובעשיית רווח משימוש במידע פנים קיימות הגנות המפורטות בסעיף 152, והוא לא יישא באחריות פלילית אם ישכיל להוכיח את אחת מחלופות ההגנות המצוינות בסעיף זה. ההגנות כוללות, בין היתר, מצב של רכישת מניות הכשרה, ופעולה במסגרת תפקיד כפקיד בית משפט, דוגמת מפקח או כונס נכסים. רמת נטל ההוכחה המוטל על הנאשם כדי להוכיח את ההגנות הללו נדונה בעניין **רוזנב** נ' **מדינת ישראל**.⁵³⁶ שם קבע בית המשפט, כי מידת ההוכחה הנדרשת ממנו קלה מזו המוטלת על התביעה שעה שנטל השכנוע מוטל עליה. הנאשם אינו צריך להוכיח את קיומה של ההגנה מעבר לכל ספק סביר, ודי לו במידת הוכחה המקובלת במשפטים אזרחיים, כלומר עורך ראה או מאזן ההסתברות. במילים אחרות, עליו לשכנע את בית המשפט, כי העובדות שהוכחו מצביעות יותר לטובת גרסתו מאשר נגדה.⁵³⁷ במקרה רחוב, לא השתכנע בית המשפט העליון כי העובדות שהביא מוכיחות את גרסתו, ומצא אותו אחראי בשימוש במידע פנים.

534. ע"פ 2576/93 **מדינת ישראל** נ' **שמואל בן אשר רוזנבלום**, פ"ד נא" (1) 610.

535. שם 620-621.

שהוא מטעה. סעיף זה, כעולה מניסוחו, מותנה בהוכחת יסוד נפשי ובמעשה פלילי. המחשבה הפלילית כוללת יסוד נפשי של מודעות ("ידע") לכך שבצוע העסקה נעשה תוך מצג שווא מטעה, או לפחות מצג נפשי של רשלנות ("היה עליו לדעת") באשר לאופן הבנתו של מבצע העסקה את המצג שהציג הנאשם. כלומר, שהנאשם "ידע או שהיה עליו לדעת" את הפרט ההתנהגותי והנסיבות.

השאלה, מהי משמעותה המעשית של הרשלנות הנדרשת, לא קיבלה תשובה מדויקת בפסקה. בעניין **מדינת ישראל v אברהם** 548 הוגש ערעור על זכיוויו של מנהל חברה קבלנית, שהואשם בניסיון להניע משקיעים זרים לרכוש ניירות ערך תוך מסירת מידע כוזב בטפסים שהוכנו על ידי החברה. מאחר שלא הוכח עובדתית כי אברון השתתף אישית בהכנת הטפסים, הוא נמצא זכאי. היסוד הנפשי הנדרש להוכחת יסודות העבירה אינו מתמצה בטענה, שמעמדו של הנאשם כמנהל החברה מטיל עליו חובה לדעת את המתרחש. ולכן, בהיעדר הוכחות בדבר השתתפותו במעשה הפלילי, לא ניתן לומר כי הוא חייב היה לדעת על המעשה הפלילי.

היסוד הנפשי הנדרש הוא של "מודעות לטיב המעשה ולקיום הנסיבות בהעלמת עובדתית מהותית" – לא רק כוונה ממש ורצון בתוצאה אלא גם פוזיות⁵⁴⁹. כלומר, לא די ברשלנות גרידא, ויש דרישה לפעולה מכוונת כלשהי שמבססת יסוד נפשי של כוונה פלילית. לפיכך, כאשר מוכ"ל של חברה – אייל רותם – מכר את אחזקותיו בה בעסקה שמחויב לבורסה, ביודעו שעומד להתפרסם דוח כספי של חברה אשר ישקף הפסד, הוא זופף בערעור מאשמת הנעה לביצוע פעולת תרמית בניירות ערך. זאת, משני נימוקים: ראשית, מאחר שדוח ההפסד לא היה הראשון, אלא בא אחרי דוחות קודמים ששיקפו הפסד של החברה; ושנית, אילו היה מגלה את קיומו של הדוח, היה לכאורה עובר על עבירה של גילוי מידע פנים⁵⁵⁰.

סוגיית העומק הנפשי של יסוד ה"היה עליו לדעת" נדונה בעקפיץ גם בעניין **חיים חרוזי v א' v מדינת ישראל** 551. באותו עניין הניעו המערערים מספר משקיעים לרכוש את מניות חברה, תוך הבטחות כי המניה צפויה לעלות בשיעור ממשי, וכי המערערים עומדים לנקוט פעולות במשך תקופה ממושכת כדי להביא לעליית השער. על פי כתב האישום, המערערים ידעו כי הבטחות אלה הן הבטחות שווא. כן הואשמו המערערים בכך, כי העלימו מהמשקיעים עובדות מהותיות. בעיקר הואשמו בהעלמת העובדה, שהם רכשו מחויב לבורסה מניות חברה, מתוך כוונה למכור מניות אלה לאחר שהשמיעים יקנו אותן – תוך גרימה לעליית שערן. התעוררה שם סוגיית ההבדל בין יסוד המחשבה הפלילית "ידע" לבין יסוד הרשלנות "היה עליו לדעת". בית המשפט בחר להתעלם ממנה, היות שבאחת עניין היה ברור, כי המערער ידע במפורש שהוא מניע את הרוכש לקנות

548. ע"פ 57/76, 730/76, פ"ד לב"ב 189.

בה כדי להטעות את הציבור לחשוב כי היא תולדה של ביקוש אמיתי, היא מניפולציה אסורה.

בהתאם לחפיסה זו מודיר סעיף 54(א) לחוק ניירות ערך פעולת תרמית בניירות ערך:

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

- (1) הניע או ניסה להניע אדם לרכוש או למכור ניירות ערך ועשה זאת באמרה, בהבטחה או בתחזית – בכתב, בעל פה או בדרך אחרת – שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או בהעלמת עובדות מהותיות;
- (2) השפיע בדרך תרמית על תנודות השער של ניירות ערך.

על תכליתה של הוראה זו עמד בית המשפט העליון בעניין **חיים חרוזי v א' v מדינת ישראל** 544 כאשר חזר והצהיר על מטרות-העל שבהסדרת שוק ניירות הערך – הבטחת הגנות במסחר בניירות ערך באמצעי להגנה על ציבור המשקיעים וביסוס אמון בשוק זה.⁵⁵⁵ מטרתה של ההוראה אינה למנוע כל סיכון מהשקעות בשוק ניירות הערך, אלא להסיר סיכונים לא טבעיים שמקורם בעיוותים ובפערי מידע הקיימים בשוק. מכאן האיסור שההוראה מטילה על מניפולציה. מטרתה של הוראה זו היא הגנה על המשקיע הסביר, ועל רציונליות ושיקפיות המידע שהוא מקבל לשם גיבוש החלטותיו ופעולותיו בשוק ניירות הערך.⁵⁴⁶ היא באה לקדם את יעילותו של שוק ניירות הערך, ואכן, סעיף 54(א) לחוק בא להרחיע גורמים מפני יצירת עיוות בהליך קבלת ההחלטה של המשקיע הסביר.⁵⁴⁷

עבירת התרמית, שעוסק בה סעיף 54(א) לחוק ניירות ערך, כוללת שתי חלופות, המטילות סנקציה פלילית. כל אחת מחלופות אלו כוללות את שני היסודות הדרושים לשם שיכולה של עבירה פלילית – מחשבה פלילית ומעשה פלילי המתקיימים בו בזמן. אולם, שתי החלופות שונות מאוד האחת מרעותה, הן במעשה הפלילי והן במחשבה הפלילית שצריך להוכיח כדי למצוא את הנאשם אחראי לביצוען. האחת היא הנעת אדם לבצע עסקה בניירות ערך באמצעות מצג שידע או היה עליו לדעת שהוא מטעה; השנייה היא השפעה בדרך תרמית על תנודות השער של ניירות ערך.

3.236 הנעת אדם לבצע עסקה בניירות ערך

כאמור, סעיף 54(א)(1) לחוק ניירות ערך קובע, כי תרמית בקשר לניירות ערך היא הנעת אדם לבצע עסקה בניירות ערך באמצעות מצג שהמצג ידע או היה עליו לדעת

544. רע"פ 57/96, 2184/96, פ"ד נד"ב 114, 122-123.

בתחזית בכתב]... שהן כוזבות או מטעות... או [בהעלמת עובדות] מהותיות". יסודות אלי ניתנים להוכחה, וזו תתבסס על אלמנט "ההנעה".

האם יסוד ההנעה כולל שידול? בעניין חרובי טענו המעוררים שהורשו בתרמית בעורבאה התחתונה, כי יסוד ההנעה מחייב שידול והפעלת לחץ של ממש על ה"מונע". בית המשפט העליון דחה את טענתם, וקבע כי היסוד העובדתי-התנהגותי של המעשה הפלילי של עבירת ההנעה מקופל בתיבה "הניע" 555 משמעוטה היא השפעה על הליך קבלת ההחלטה של המשקיע. השפעה זו אינה חייבת להיות בלעדית או מכרעת. על רקע התכלית המונחת ביסוד סעיף 54(א)(1) לחוק ניררות ערד, שהיא הגנה על תקינות המסחר ואמינות השוק, אין לצמצם את היקפה של ה"הנעה" לכדי שידול בלבד.

האם צריך להוכיח, כי ההנעה השפיעה על המונע? התשובה שלילית. בניגוד למישור האזרחי, שם נדרשת הוכחת הקשר הסיבתי, ואפילו הסתמכות, כדי לשכלל תביעה נזיקית, הדגש בסעיף 54(א)(1) לחוק ניררות ערד, שהוא סעיף פלילי, אינו רק על השפעת המידע על הצד שכונד, אלא על מהות המידע (כתב. מטעה) ועל היסוד הנפשי של העושה. הדגש מושם בעיקר על האדם המונע ולא רק על האדם המונע. לכן, אין בהקשרו של סעיף 54(א)(1) השיבות לסוגיה אם אמנם הונע הצד השני אם לאו, ואם צמחה למונע תועלת מכך אם לאו – הסעיף מסתפק ב"הניע או ניסה להניע". למטרות סעיף 54(א)(1) לחוק העונשין אין להתנות את התוצאה במעשה הפלילי עצמו.

מה משמעות המונח "עובדות מהותיות"? סעיף 54(א)(1) לחוק ניררות ערד קובע, כי העבירה מתבצעת, בין היתר, אם ההנעה לרכוש או למכור מניות נעשתה תוך העלמת עובדות שהן מהותיות. מהותיות העובדות אינה תלויה בתוכנו של המשקיע. גם משקיע מתוחכם שאינו מקבל עובדות, אשר בית המשפט יקבע שהן מהותיות, ייחשב כמי שהטעה במתכוון למרות מומחיותו. חוק ניררות הערד מונן על "המשקיע הסביר", ומשקיע זה יכול שיהא מתוחכם ויכול שיהא לא מתוחכם.⁵⁵⁶

האם המעשה הפלילי כולל גם מחדל? התשובה היא חיובית, ומשתמעות מהגדרת תוכן ההנעה בסעיף 54(א)(1): "בכתב, בעל-פה או בכל דרך אחרת". המעשה הפלילי של ההנעה יכול להיות גם במחדל. בעניין דותם ו' מדינת ישראל מכר מנכ"ל של חברה את אחזקותיו בחברה בידיעו, כי עומד להתפרסם דוח כספי שישקף הפסד לחברה, 557 לחת גמולות השקיעות קופות גמל בע"מ העוסקות בהשקיעות. התעוררה כאן השאלה, האם אי-גיילוי הדוח הקרב ובא הוא בבחינת מחדל. באותן נסיבות עובדתיות נתבע אמנם שהמחדל לא עלה כדי הנעה במסגרת החוק, אולם בית המשפט לא הוציא התרחשות כזו מכלל אפשרות.

גניית תוך העלמת עובדות מהותיות. בית המשפט העליון אישר את הרשעתם של חרובי שורתפיו, ואת עונשי הקנס והמאסר שהטיל עליהם בית המשפט המחוזי.

התבטאויות אלו משקפות את הקושי שיש בהטלת סנקציה פלילית על נאשם בגין פעולה שמצבו הנפשי של מבצעה לא עלה כדי מודעות פוזיטיבית אלא כדי התעלמות. בעניין דותם נקבע, כי הביטוי "היה עליו לדעת" כולל דרגה גבוהה ביותר של רשלנות כדי עצימת עיניים.⁵⁵⁷

ג' דלין סבור, כי אין להקל בדרישת היסוד הנפשי, אלא יש להחילו על יוצר של מצג מניע ניצנים ספציפיים לבצע עסקה אשר ליוצר המצג יש אינטרס בקיומה. יוצרי ניצנים כאלה יורשעו גם אם פעלו רק בפזיזות וללא כל כוונה מיוחדת.⁵⁵²

ג' שר מצייני, כי יש לפרש את עבירת ההנעה שבסעיף 54(א)(1) על רקע הוראת סעיף 2(ב) לחוק העונשין, שלפיה רשלנות יכול שתקבע כיסוד נפשי מספיק רק לעבירה שאינה מסוג פשע. לכן, היות שעבירת ההנעה היא מסוג פשע מבוטב של חוק העונשין, אחר שהיא קובעת עונש מאסר של חמש שנים, יש לפרש את עבירת ההנעה כקובעת דרישה של מחשבה פלילית.⁵⁵³

ג' לומר, הכותבים מציינים עמדה התובעת להעלות את רף העבירה, כדי להבטיח שהסחר יא יפגע על ידי המדרות של מצב נפשי אשר עלול ללכוד בתוכו גם אנשים חסרי כוונה פלילית או רשלנות.

ג' אכן, הפעילות האינטנסיבית שמתרחשת בשוק ההון, הצורך ליצור זרימה שוטפת של נסקאות, ומעמדם של העוסקים בו, כל אלה מטיילים על בית המשפט עול כבד – המדיר באופן מאוזן את יסודות העבירה כך שלא יתעורר אפילו על של ספק באשר לפחות האפשרות של הנאשמים. שחקני שוק ההון אינם אנשים "מוטי עבריינות", היסוד "היה עליו לדעת" מעורפל דיו כך שיפיליל אנשים בלא שהמחוקק התכוון לכך. לכן, ראוי להתנות את שילוליה של העבירה ברף מינימלי של מצב נפשי המעיד על כוונה מודעת.

ג' עומת היסוד הנפשי הבעייתי של הנעה לרכישת ניררות ערד, המעשה הפלילי של הנעה ברור הרבה יותר, והוא משקף למעשה מצב עובדתי המורכב ממספר פרטים.⁵⁵⁴ האחד הוא פרט עובדתי התנהגותי כאמור בסעיף 54(א)(1): "הניע או ניסה להניע אדם לרכוש ניררות ערד ועשה זאת באמרה, בהטחה או בתחזית בכתב, בעל-פה או בדרך אחרת... זו בהעלמת עובדות...". השני הוא פרט התנהגותי נסיבתי: "באמירה, בהבטחה או

552. ע' דלין "תרומת על השוק – גבולות האחריות המשפטית בגין מצגי שוא בשוק המשיגי"

פסולה, בעוד שאותה פעולה ממש, אילו נעשתה שלא מתוך אותה מטרה, לא הייתה נחשבת לפסולה. במקרים שההשפעה על השער נעשית באמצעות השתתפות במסחר, אשמתו המוסרית של העושה היא שמשמשת לאיתור ההתנהגות האסורה.

כאמור, זוהי עבירה הדורשת קיומה של מחשבה פלילית. משמעותה היא, שהמבצע מודע לטיב הפיסי של התנהגותו (פעולה בדרכי תרמית). אשר לתוצאה (השפעה על תנודות השער), נקבע בעניין הדיסקונטאים, כי בהיעדר דרישה לכוונה לגרום לתוצאה, ניתן להסתפק במצב נפשי של פזיזות כדי לשכלל קיומו של יסוד נפשי של מחשבה פלילית.

אמנם, במקרים של מניפולציה באמצעות השתתפות במסחר, הכוונה להשפיע באופן מלאכותי על השער היא שמגבשת את העבירה. הכוונה היא אשר יוצרת במקרים כאלה את ההבחנה בין פעולות כשרות ואסורות. אולם, אין ללמוד מכך, כי הרכיב של כוונה מפורשת הוא תנאי בהגדרת העבירה, וכי הוא נדרש גם במקרים אחרים של השפעה על תנודות השער, כגון אלה שבהם מפרסם אדם ברבים מצגי שווא.⁵⁶⁰ לכן, ייתכנו מצבים שבהם ניתן יהיה להסתפק ביסוד נפשי של פזיזות על מנת לשכלל יסודות של עבירת השפעה בתרמית.

מסקנה כזו מגביהה את רף האחריות שמוטל על הפעילים בשוק ההון. אין ספק, כי היא תוצאה של אווירה ציבורית קשה שנוצרה סביב תגליות מעשי הדיסקונטאים. ההכרה, כי אנשי פנים של משקיעים מוסדיים המשחקים בבורסה ניצלו ליעה את שוק ניירות עוד, היוותה אחד הגורמים המרכזיים לערעור אמונו של הציבור בבורסה החל-אביבית וברשויות הפיקוח, והרחיקו את הציבור ממנה. לקראת מתצית שנות ה־90 של המאה ה־20 שררה בציבור הישראלי תחושה קשה של חוסר אונים מול שחקני פנים בורסאיים תקוצרים פירות באושים. משום כך, בהתלכטו של בית המשפט העליון ובאפשרויות הפרשנות שהוא מתווה יש משום אותות אזהרה בולטים ביותר מפני ניצול עמדת כוח של פעילי שוק ההון.

היסוד העובדתי-התנהגותי הוא עצם רכישת ניירות הערך הללו או מכירתם בבורסה (א) מחוצה לה, שיש בכוחן להשפיע על תנודות השער, כשלמעשה הפיסי נתלוותה הכוונה הפלילית להשפיע על שער הנייר בדרכי מרמה. האם יש צורך להוכיח, כי בפועל נגרמה תנודה כזאת או אחרת בשער הנייר (או שמא שערו לא השתנה כלל), כתוצאה מפעילותם של הנאשמים? בפסיקה בעניין הדיסקונטאים הייתה מסקנתו של בית המשפט, כי במסגרת המדרת העבירה הקבועה בסעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך נמנה גם רכיב של תוצאה. זאת, בניגוד להיעדר הצורך בהוכחת התוצאה בעבירת הנעה לרכוש או למכור ניירות ערך. כלומר, תנאי להשלמתה של העבירה הוא, כי כתוצאה מהתנהגותו של עושה העבירה נגרמה בפועל השפעה על תנודות השער של ניירות הערך. מסקנה זו נובעת מפרוש הסעיף, תוך מתן משמעות טבעית ללשונו. פירוש אחר לחיבה "השפיע",

3.2.3 השפעה בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך

רמית היא גם השפעה בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך. עבירה זו כוללת, זר רעוה, יסוד נפשי של מחשבה פלילית של פזיזות באשר להתרחשות התוצאה של שפעה על תנודות השער. על מהותה של עבירה זו עמד בית המשפט העליון בהרחבה בעניין שזכה לכינוי "משפט הדיסקונטאים"⁵⁶⁸ שם הועמדו לדין מנהל מערך ההקשעות ל בנק דיסקונט לישראל בע"מ, מבצעים בבורסה מטעים הבנק ומטעים קרן הנאמנות זופות הנגמל של הבנק, ומממן חיצוני – בגין עבירות על חוק ניירות ערך. על פי המסכת עובדתית, המממן החיצוני, אריה אדלר, רכש לחשבונו ניירות ערך לפי הוראותיהם של מערערים האחרים. במקביל רכשו אותם מערערים עבור לקוחותיהם, במסגרת קרן נאמנות וקופות הנגמל, ניירות ערך מאותו סוג, וכך גרמו להעלאת שעריהם. לאחר מכן כר המממן החיצוני את ניירות הערך שרכש באופן פרטי למערערים, שרכשו אותם "טובת" לקוחותיהם – במחיר גבוה שנקבע בבורסה לאותם ניירות ערך. הרווחים תחלקו בין כל ה"שותפים". המערערים הורשעו, בין היתר, בעבירת השפעה בדרכי רמית על תנודות השער.

ית המשפט נדרש למהותה של העבירה, ואמר כי מטרת ההוראה שבסעיף 54(א)(2) היא לשמור על כללי המשחק ההוגנים במסחר בבורסה, ולהגן על השוק מפני מעשים נפולטיביים. הבורסה היא זירת מסחר בעלת אופי מיוחד. נסחרים בה ניירות ערך משקפים כמויות אדירות של כסף, והסוחרים בפועל הם רק נציגי המשקיעים שאינם כחים ביזרה. המסחר "בשלטי-דוחק" מסוכן לשני הצדדים: למשקיעים אין שליטה על שלוחות המסחר, והסוחרים, שידעיהם זאת, עלולים להתפתות ולנצל חולשה זו. את סכנות הללו הפג החוק למנוע. לכן המדיר בסעיף 54(א)(2) כתרמית גם מתן הוראת נייה או מכירה בלא רצון לקנות או למכור, ואף מתוך רצון לגרום על ידי כך לשינוי מחיר המניה, דבר שהוא פעולה אסורה על פי סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך.⁵⁶⁹ עיקר זה כולל שני יסודות: יסוד נפשי ויסוד התנהגותי שיידונו להלן.

יסוד הנפשי של העבירה לפי סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך מתמצה בכוונה הפלילית להשפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות הערך. הוכחתו של היסוד הנפשי ל ההשפעה בדרכי תרמית היא בעייתית ביותר, מאחר שקיומו של היסוד הנפשי הוא שר ממיר את המעשה מפעולה לגיטימית לפעולה אסורה. לכן, זיהויה של השפעה נפולטיבית מתקמד זיהוי כוונה פסולה אצל המניפולטור. כלומר, גם כאשר פעולה מסחר נחזית על פניה להיות כשרה, הרי הדברים שבלבו של העושה שיוצאו אל הפועל היבא הם שהפכו אותה לאסורה. השתתפות במסחר שנגעשית במטרה להשפיע על יער נייר ערך כתכלית העומדת בפני עצמה, וכלי שתשקף בקינש או היצע כניס, היא

לשינוי בשיעור של נייר הערך. בה בשעה שציפיייתם של המשתתפים במסחר היא כי הוא יהיה הוגן, ויאפשר להם לקבל החלטות מודעות, תוך שקבלת הסיכון והסיכוי, מנצל המנופולטור לרעה את כללי ה"משחק" לשם השגת מטרתו (העלאת השער או הורדתו). למעשה, כל השתתפות במסחר היא בעלת פוטנציאל להשפיע על השער. כתוצאה מכך, הגובל בין השפעה מניפולטיבית על השער (הנעשית באמצעות השתתפות במסחר) ובין פעילות מותרת, הוא לעיתים דק מאוד, והוא יקבע על ידי כוונתו של המשפיע, מעשיו, והשפעתם על תנודות שער.

מהי השפעה על תנודות שיער? השפעה אחת היא על השער שנקבע לנייר הערך בסוף יום המסחר. השפעה אחרת שנוכללת בסעיף היא על "התנהגותו של השער" לאורך יום המסחר. כידוע, מנגנוני הישוב השער בבורסה פועלים מתוך שאיפה להגיע לאיזון בין ההיצע והביקוש לכל נייר ערך. חלק ממנגנונים אלה פועלים בדרך של שינוי מדורג בשער במהלך המסחר, או תוך קביעת "שערי בניניים", המשמשים כתחנות בנתיב המוביל לשער הסופי, שבו מתקיים האיזון.

פרשנות כזו של הסעיף מבוססת על ההנחה, שההחלטה להשקיעים מושפעת לעיתים מההחלטה להשקיעים אחרים, בעיקר המדלים שבהם. לכן, לנתונים המתכנסים במהלך יום המסחר, וחושפים מגמות של המשקיעים, עשויה להיות השפעה על קבלת ההחלטות אצל משקיעים אחרים במהלך יום המסחר.

צורה שלישית של השפעה מניפולטיבית היא באמצעות פקודות קנייה מניפולטיביות הגורמות להיפוך מגמת המסחר. דהיינו: המסחר הפומבי בניירות ערך נפתח בעודף ביקוש, ואלמלא נמסרו אותן פקודות הוא היה נפתח בעודף היצע.

3.239 תרומית בניירות ערך – סיכום

במהלך שנות ה-90 של המאה ה-20 התחוללו בשוק ניירות הערך בישראל מהפכים. נוסף על השפעות שוק היציבות, הוא חווה גם ניצולם לרעה בידי גורמים שפעלו בשוק. תגובת הציבור הייתה חזקה וקשה: הוא הדיר רגליו מן הבורסה, והרשויות טרחו רבות על העמדה לדין של מבצעי מניפולציות ותכנונים. משפט הידיסקונטאים⁵⁶⁴ סימן את תחילת הגברת האכיפה הפלילית, שנועדה לאפשר מסחר נטול הטיות בלתי-חוקיות. בראשית המאה ה-21 ממשיכה מגמה זו ומתחזקת.

שמצויה בסעיף 54(א)2, סוטה מלשוון הכתוב, מאחר שלא ניתן לומר על מעשה שהוא השפיע אלא אם כן הוא אכן גוים לשעמי, או מנע שינוי, במצב דברים קיים.

חזוק לכך שהחוק רואה ב"השפעה" התרחשות כתוצאה מהתנהגות, להבדיל מהתנהגות גרידא, ניתן גם למצוא בסעיף 54(א)1, שמגדיר כעבירה את מי ש"הניע או ניסה להניע אדם לרכוש או למכור ניירות ערך...". הנעה או ניסיון להנעה שונים מהשפעה, שמשמעותה היא גרמת הפעולה.⁵⁶¹ היסוד העובדתי של העבירה שבסעיף 54(א)2 הוא, אם כן, התנהגות – מעשה בדרכי תרומית; התוצאה – השפעה על תנודות השער של נייר הערך. כלומר, זוהי עבירה מהסוג שבו ישנה התייחסות הן להתנהגות אסורה והן לתוצאה אסורה. הרכיב ההתנהגותי בסעיף 54(א)2 אוסר, כאמור, מעשים הנעשים בדרכי תרומית. והשאלה היא, איזהו מעשה הנעשה "בדרכי תרומית"? נעמוד על כך להלן.

3.238 מהו "מעשה שנועשה בדרכי תרומית" או: מהי מניפולציה בניירות ערך?

מקובל לכוות השפעה פסולה על שיערו של נייר ערך בשם "מניפולציה". משמעותה היא תכנון תכנני שנובע משאיפה להשפיע על נייר ערך באופן יזום ובלתי-הגון, תוך ניצול עמדת כוח של המניפולטור. השפעות מניפולטיביות על שיערי ניירות ערך מסכנות את פעולתו התקינה של שוק ההון, מאחר שהן פוגעות בכללי המשחק התקינים ובציפיות של ציבור המשקיעים. הן מאיימות על אמון הציבור, שכספיו מושקעים בבורסה, אם במישורין ואם באמצעות מתווכים פיננסיים בשוק ההון. אמון זה הוא למעשה אבן היסוד לפעילותו התקינה של השוק. שימוש באמצעים מניפולטיביים במסחר נאסר במפורש בחקיקה האמריקאית, שהתקבלה לאחר המשבר הכלכלי של שנת 1929.⁵⁶²

המניפולציה מבוססת על מצג שווא. משמעותה של השפעה פסולה על תנודות השער של נייר ערך היא, ששיער נייר הערך "התנהג" אחרת מהדרך שהיה "מתנהג" בה אלמלא נעשתה הפעולה הפסולה. מה הן צורותיה? צורה אחת להשפעה כזו היא באמצעות הפצת מידע כוזב בקרב משקיעים, במטרה לגרום להם לקנות או למכור ניירות ערך. צורה שנייה של מניפולציה היא השתתפות "רגילה" לכאורה במסגרת שנועדה להשפיע השפעה פסולה על המסחר.⁵⁶³ וכך, בעוד שכלפי חוץ נחזות העסקאות כתמימות, כלומר הן נועדו רק לשם קנייה או מכירה של נייר הערך, הרי שלמעשה מטרתן האמיתית היא לגרום

561. לתמיכה בפרשנות שלפיה דורש סעיף 54(א)2 כי תוכה השפעה על שער נייר הערך, ראו ע' ילין "תרומית על השוק – גבולות האחריות המשפטית בגין מצג-שווא בשוק המשיג" משפטים 270, 249 (תשנ"ז).