

האם הימנעות מעסקה בנייר ערך בשל מידע פנים מהווה עבירה?

שרון חנס*

אוגוסט, 2017

מבוא

רשימה זו עוסקת בשאלה האם ניתן להפר את האיסור על סחר במידע פנים על ידי הימנעות ממסחר בנייר ערך. תשובתי לשאלה זו שלילית. הימנעות מעסקה בנייר ערך אינה עולה לשיטתי כדי סחר אסור במידע פנים גם כאשר אין ספק שהעסקה לא יצאה אל הפועל בשל מידע פנים. מסקנה זו עולה הן מבחינת לשון החוק, הן מניתוח קוהרנטי של האיסור, והן מבחינת תכלית החקיקה. בחלקה הראשון של הרשימה אבחן את לשון החוק הקובעת את האיסור על סחר במידע פנים, הן בישראל והן בארצות הברית. החלק השני, ידון בניתוח קוהרנטי של האיסור, על רקע הוויתור המודע של המחוקק ובתי המשפט על הדרישה לקשר סיבתי בין ביצוע העסקה לבין החשיפה למידע הפנים. החלק השלישי ידון בתכליתו של האיסור, אשר בא ליצור "מגרש משחקים" מאוזן בין אנשי הפנים למחזיקי ניירות הערך מן הציבור. לאחר מכן אסכם בקצרה.

1. לשון החוק

ישראל

חוק ניירות ערך קובע איסור על שימוש במידע פנים,¹ ומונה שתי חלופות אשר עשיתן מהווה הפרה של איסור זה:

"העושה אחת מאלה עושה שימוש במידע פנים:

(1) העושה **עסקה** בנייר ערך של חברה - למעט בנייר ערך של חברה-בת או חברה קשורה שלא הנפיקו ניירות ערך לציבור על פי תשקיף או שניירות ערך שלהן אינם נסחרים בבורסה - או העושה **עסקה** בנייר ערך אחר שנייר ערך של החברה הוא נכס בסיס שלו, והכל כאשר מידע פנים מצוי בידו או בידי החברה;

(2) המוסר מידע פנים או חוות דעת על נייר ערך של חברה או על נייר ערך אחר שנייר ערך של חברה הוא נכס בסיס שלו כאשר מידע פנים מצוי בידו, לאדם אשר הוא יודע, או יש יסוד סביר להניח, כי יעשה שימוש במידע הפנים או ינצל את חוות הדעת לצורך **עסקה** או ימסור אותה לאחר"² [ההדגשות אינן במקור].

חלופות אלו דורשות, כאחד מיסודות העבירה, עשייתה של "עסקה". עסקה, כהגדרתה בחוק ניירות ערך משמעה: "מכירה, קניה או חליפין של נייר ערך, חתימה על נייר ערך, או התחייבות לביצוע כל אחד מאלה, בין שהאדם העושה אותה פועל לטובת עצמו ובין שהוא פועל לטובת אחר, ואף אם הוא פועל באמצעות

* דקאן הפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל אביב. אני מודה למשי בן נפתלי על עזרה מצוינת במחקר.
1 סי' 52ג(א) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. הפרה של איסור זה מהווה הן עבירה פלילית, בהתאם לסי' 52ג(ב), 52ד(ב) לחוק; הן עוולה אזרחית, בהתאם לסי' 52 ח לחוק, והן הפרה מנהלית, בהתאם לסי' 52ט לחוק, והכל לפי העניין.
2 סי' 52ב(א). שם,

שלוח או נאמן".³ הגדרה זו דורשת מניה וביה מהלך אקטיבי - מכירה, קניה, חליפין או התחייבות לביצוע אחד אלו. מבחינה לשונית, אם כן, הימנעות מביצוע עסקה אינה נכללת בגדרי הגדרה זו.

כפי שעוד נראה, גם בחינה מעמיקה של האיסור ופרשנות תכליתית שלו, תומכות בפרשנות הלשונית הפשוטה של הוראת החוק. אולם, מאחר שסחר במידע פנים מהווה הפרה של הדין הפלילי, אין להמעיט גם במשקל שיש ליחס לכך שלשון החוק כשלעצמה אינה כוללת אזכור להימנעות מעסקה במסגרת האיסור. ככלל, נראה כי הספרות צידדה בעמדה זו ולפיה השימושים האסורים במידע פנים אשר נזכרים בהגדרת "עסקה" בחוק ניירות ערך מהווים רשימה סגורה, ולא ניתן להוסיף עליהם בדרך פרשנית גם הימנעות מעסקה. כך למשל, הלוי בספרו: "...המחוקק קבע **מפורשות** מהו השימוש האסור אליו מתייחסות הנורמות הפליליות דלעיל" [ההדגשה אינה במקור].⁴

עם זאת, בספרות נשמעה גם דעה נוגדת, ולפיה רשימת השימושים האסורים אשר נכללת בהגדרת עסקה איננה רשימה סגורה. על פי עמדה זו יש לקרוא בדרך פרשנית לתוך הגדרת עסקה, ולתוך רשימת השימושים האסורים במידע פנים אשר מופיעה בה, גם הימנעות מביצוע עסקה.⁵ על פי טענה זו ניתוח קוהרנטי של האיסור על סחר במידע פנים, מוביל למסקנה כי ראוי שהאיסור יחול גם במצב של הימנעות מעסקה בשל חשיפה למידע פנים. כפי שיבואר בהמשכה של רשימה זו, ניתוח קוהרנטי של האיסור על שימוש במידע פנים מוביל אותי דווקא למסקנה ההפוכה, ולפיה אין זה ראוי שהאיסור יחול כאשר איש פנים נמנע מביצוע עסקה בשל מידע פנים. לפני שאדון בכך אפנה בקצרה לדין האמריקאי לשם השוואה.

ארצות הברית

האיסור על סחר במידע פנים בדין הפדרלי האמריקאי מעוגן בתקנה 10(b)-5 לחוק ניירות ערך משנת 1934.⁶ כלל זה הוא למעשה איסור כללי על פעולה תרמית בניירות ערך. האיסור הספציפי בגין סחר במידע פנים מבואר בתקנה 10(b)-5-1, הקובעת איסור על: "Trading 'on the basis of' material nonpublic information". המונח "trading" מבואר בהמשך באופן הבא: "...the purchase or sale of a security ...of any issuer".⁷ מכאן עולה כי לשון החוק גם בארצות הברית דורשת את ביצועה של עסקה, ולא די בהימנעות מעשייתה, לשם הפרת האיסור על סחר במידע פנים.

הערכאות המשפטיות השונות בארה"ב אכן בחרו להיצמד לדרישה לפעולה אקטיבית (ביצוע עסקה), כהכרחית לחבות בשל ביצועה של פעולה תרמית כלל, ושימוש פסול במידע פנים בפרט.⁸ גם הדרישה האמריקאית לזכייה ברווח בפועל, לצורך הפרת האיסור תומכת גם היא במסקנה לפיה הימנעות מעסקה

³ שם, ס' 52.

⁴ גבריאל הלוי **עבירות בניירות ערך**, 229 (2002). ראו גם, רון עדיני **דיני ניירות ערך**, 511 (2004).
⁵ מאור אבן חן **האיסור הפלילי על שימוש במידע פנים: ניתוח כלכלי התנהגותי**, 39-40 (2008): "...ניתוח קוהרנטי של האיסור מחייב אותנו לקבוע כי האיסור חל גם על מצבים שבהם איש הפנים נמנע מפעולה בניירות הערך של החברה עקב מידע פנים שברשותו. ניתן לטעון כי הלשון 'עשה שימוש' מכילה גם את החלופה שבה איש הפנים נמנע מלבצע פעולה בניירות הערך".

⁶ 17 C.F.R § 240. 10b-5 (2016). התקנה אוסרת על "Employment of manipulative and deceptive devices".
⁷ 17 C.F.R § 240. 10b5-1 (2016). זוהי ההוראה המרכזית העוסקת במידע פנים, ולצידה קיים איסור ספציפי על שימוש במידע פנים בקשר להצעות רכש. ראו, 17 C.F.R § 240. 14e-3 (2016).

⁸ בעניין **Blue Chip** דן בית המשפט העליון בהטעה לפי תקנה 10b-5 וקבע בהקשר של הימנעות מרכישת מניות בשל הטעה שרק עסקאות – ובאותו מקרה רכישה בפועל של מניות – נכללות תחת הסעיף: "...the court concluded that ...".
(Manor Drug Stores, 421 U.S. 723, 731 (1975)). פרשנות זו יפה גם לעניינינו, ולפיה רק ביצועה בפועל של עסקה, ולא הימנעות מעשייתה, מפרה את האיסור על סחר במידע פנים. זו אף זו, בעניין **O'Hagan** קבע בית המשפט העליון הפדרלי כי אחת הדרכים בהן ניתן להימנע מהפרת האיסור על סחר במידע פנים היא הימנעות מביצוע עסקה: "... a duty to disclose [or to abstain from trading] because of the 'necessity of preventing a corporate insider from . . . United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 652) "tak[ing] unfair advantage of . . . uninformed . . . stockholders. ((1997).

אינה מהווה הפרה שלו. בפרשת **Cady** נקבע כי לצורך הפרת האיסור על שימוש במידע פנים נדרש כי: "...the securities are acquired or disposed of for value" ⁹. דרישה דומה קיימת גם בסעיף 16(b) לחוק ניירות הערך הפדרלי משנת 1934, ¹⁰ המהווה מקור משלים לאיסור על סחר במידע פנים. ¹¹ עמדה זו של המשפט האמריקאי, לפיה הימנעות מעסקה אינה עולה כדי שימוש פסול במידע פנים, עולה בצורה ברורה גם מהספרות המשפטית. ¹² המשמעות היא, כפי שביטא זאת השופט והמלומד הבכיר ריצ'ארד פוזנר, כי בארה"ב: "...one can benefit from inside information by not making a trade that one would have made...if one hadn't had the information" ¹³. בפרקים הבאים של הרשימה אסביר מדוע עמדתו זו של המשפט האמריקאי היא עמדה ראויה, ואין היא תוצר לוואי מגונה של הכלל המשפטי הנוהג.

ii. ניתוח קוהרנטי של האיסור על שימוש פסול במידע פנים

כפי שהוצג בחלקה הראשון של רשימה זו, ניתוח לשוני של האיסור על סחר במידע פנים מוביל למסקנה כי הוא אינו חל כאשר איש פנים נמנע מעשיית עסקה בשל מידע הפנים. עם זאת, בספרות בישראל נשמעה עמדה, ולפיה ניתוח קוהרנטי של האיסור מחייב הכרה גם בהימנעות מביצוע עסקה כהפרה של האיסור על שימוש פסול במידע פנים. בשונה מעמדה זו, לשיטתי ניתוח קוהרנטי של האיסור מוביל דווקא למסקנה ההפוכה, ולפיה הימנעות מעסקה אינה מהווה סחר פסול במידע פנים.

בפרשת **מהרשק** קבע בית המשפט העליון כי לא נדרש קשר סיבתי בין החשיפה למידע פנים לבין ביצוע העסקה על ידי איש הפנים, לשם הפרת האיסור שבחוק: "האיסור שהוטל על איש פנים המחזיק במידע פנים - איסור קטגורי הוא. מניעיו של איש הפנים לעת העיסקה אינם מיסודות העבירה. ממילא, וכמתבקש מכך, אין נדרשת הוכחת קיומו של קשר סיבתי בין מידע הפנים לבין ביצוע העיסקה... במילים אחרות: **די לנו בכך שאיש פנים יעשה עסקה בנייר ערך של החברה שעה שמידע פנים בידו, ונראה בו כמי שעשה שימוש במידע פנים של החברה בניגוד להוראת סעיף 52ג"** [ההדגשה אינה במקור]. ¹⁴

הטעם לוותר על הדרישה לקשר סיבתי הוא קיומו של קושי ראייתי. במקרה האופייני של שימוש במידע פנים, קיים קושי משמעותי להוכיח כי העסקה נעשתה בשל מידע הפנים, להבדיל מהאפשרות להוכיח מודעות גרידא למידע. משמעות הוויתור על דרישת הקשר הסיבתי היא שגם אם איש הפנים חפץ לבצע עסקה, טרם גילוי מידע הפנים או ללא קשר לידיעתו, הרי משנחשף למידע פנים עליו להימנע מעשייתה. בפרשת **רוזוב** הבהיר בית המשפט העליון כי: "...המועד הקובע הוא מועד מכירת המניות ולא מועד

⁹ *in re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907, 911 (1961)

¹⁰ 17 C.F.R. § 240.16b-3 (2017)

¹¹ הסדר חוקי זה קובע חזקה חלוטה כי רווח שהושג ממסחר בניירות הערך של החברה על ידי אנשי פנים במהלך תקופה של שישה חודשים הוא רווח פסול (אף בהעדר כל הוכחה לקיומו של מידע פנים). הוראה דומה קיימת בדין הישראלי, אלא שמדובר בחזקה בלתי חלוטה לשימוש במידע פנים, והתקופה הרלוונטית בישראל עומדת על 3 חודשים. ס' 52ה(א) לחוק ניירות ערך: "קנה איש פנים מרכזי בחברה ניירות ערך של החברה שבה הוא משמש איש פנים מרכזי... בתוך שלושה חודשים מיום שבו מכר ניירות ערך כאמור, או מכר ניירות ערך כאלה בתוך שלושה חודשים מיום שבו קנה ניירות ערך כאמור, תהיה זו ראייה לכאורה כי עשה שימוש במידע פנים המצוי בידו, אלא אם כן יוכיח כי לא היה בידו מידע פנים בעת המכירה או הקניה, או שבנסיבות הענין סביר שלא היה בידו מידע פנים אותה עת."

¹² Henry Manna, *Insider Trading and Property Rights in New Information*, 4 Cato J. 938 (1985): "a failure to sell cannot be a violation of the SEC's Rule 10b-5, because there has been no securities transaction..."; Stephen R. Salbu, *Tipper credibility, noninformational Tippee Trading, and Abstention from Trading: An Analysis of Gaps in the Insider Trading Laws*, 68 Was. L. Rev. 307, 333 (1993): "When an investor uses inside information to decide not to buy or sell, there is no transaction upon which to hang the legal doctrine of fraud, and there is no tangible activity from which to deduce that an unfair advantage has been exploited or to prove such exploitation".

¹³ Richard Posner, *Economic Analysis of Law* 460 (5th ed. 1999)

¹⁴ רע"פ 8472/01 יוסף מהרשק נ' מדינת ישראל, נט (1) 442, 458-9 (2004).

ההחלטה על מכירתן.¹⁵ אם כן, על מנת להפר את האיסור, בהתאם לפרשנות בית המשפט, נדרשת ידיעה של מידע פנים, וביצוע עסקה בהינתן ידיעה זו. הא ותו לא.

בהינתן ניסוח מרחיב זה של האיסור, לו יחול האיסור על סחר במידע פנים גם במצב בו איש הפנים נמנע מביצוע עסקה, יהיה בכך משום הטלת עול כבד על אנשי הפנים. הלכה למעשה אנשי הפנים יהיו חשופים לעונש מעצם ידיעת המידע, גם ללא ביצוע כל מעשה. מעבר לכך, יכולתו של איש הפנים להימנע מהפרת האיסור תיתקל במצב דברים זה בקשיים רבים. האיסור כפי שהוא מנוסח כיום, כך שהוא חל רק בעת ביצוע עסקה, מקנה לאיש הפנים כלי פשוט ויעיל להימנע מהפרתו - הימנעות מביצוע עסקאות.¹⁶ לעומת זאת, החלת האיסור גם במצב של הימנעות מעסקה, יצור אצל אנשי הפנים חשש מתמיד מכך שהם יואשמו בהימנעות מלסחור בניירות הערך משום שנחשפו למידע פנים (או גרוע מכך, שהם נמנעו מלסחור בניירות הערך, בשעה שבידם מידע פנים, אף ללא דרישה לקשר סיבתי).¹⁷

ניתוח קונסיסטנטי של האיסור על שימוש פסול במידע פנים מוביל אותי אפוא למסקנה הבאה: כשם שהמחוקק ביקש להתגבר על הקושי הראייתי של הטוען לסחר במידע פנים על דרך ביטול הדרישה לקשר סיבתי בין ביצוע העסקה לחשיפה למידע פנים, כך ראוי להגן על האינטרס הלגיטימי של אנשי הפנים להימנע מכל חשד להפרת החוק כל עוד הם נמנעים מעסקאות בניירות הערך של החברה. ככלות הכול, קל הרבה יותר לאיש הפנים לברר כי לא מצוי בידו מידע פנים כאשר הוא מבצע עסקה, מאשר לעמוד על המשמר באופן תמידי כדי שלא יטענו כנגדו שהוא נמנע מביצוע עסקה בשל ניגוד עניינים. אין לשכוח כמובן שאנו עוסקים באיסור פלילי שלהפרתו משמעות מרחיקות לכת, ובכלל זה גם הטלת עונשי מאסר בפועל.¹⁸

בהקשר זה ראוי להזכיר כלי מרכזי שבעזרתו חברות ואנשי פנים מתגוננים מפני הפרת האיסור על שימוש פסול במידע פנים - יצירת "blackout periods". הווה אומר, תקופות בהן החברה אוסרת (או מייעצת) לאנשי הפנים להימנע ממסחר בניירות הערך שלה. החברות בוחרות ליצור תקופה זו סביב התרחשותם של אירועים משמעותיים בחיי החברה שעשויים להשפיע על שווי ניירות הערך שלה, וביחוד בסמוך לפני פרסומם של הדוחות הכספיים. זהו אמצעי פשוט ויעיל להימנע מהפרת האיסור. אולם, לא ניתן להסתייע בכלל דומה אם נאמר כי האיסור על שימוש במידע פנים חל גם במקרה של הימנעות מעסקה. המקבילה האבסורדית תהיה דרישה למכירה סיסטמטית של כלל ניירות הערך של החברה בהם אוחזים אנשי הפנים

¹⁵ ע"פ 4675/97 ישראל רוזוב נ' מדינת ישראל, נג (4) 337, 366 (1999) (להלן: פרשת רוזוב). ראו גם ע"פ 3164/14 גיא פן נ' מדינת ישראל, 31 (פורסם בנבו, 29.06.2015).

¹⁶ לעניין זה יפים דברי השופט (כתוארו דאז) חשין, הנסמך על יכולתו של איש פנים להימנע מהפרת האיסור על סחר במידע פנים על ידי הימנעות ממסחר: "המפתח ליציאה מן האיסור על השימוש במידע-פנים מצוי בכיסו של בעל-המידע. ייגלה המידע לכלל - המידע יהפוך מהיותו מידע-פנים למידע-כול - והאיסור ייעלם מעצמו; לא ייגלה - ימתין בעל-המידע עד שייגלה המידע. ובביטוי המקובל בהקשר זה: גלה (את המידע) או המתן ואל תסחר, ואם אין בידך לגלותו, בכל-זאת המתן" (פרשת רוזוב, לעיל ה"ש 15, בעמ' 353); וכן דברי השופטת רות רונן: "כידוע, הכלל הנוהג לעניין שימוש במידע פנים הוא - גלה או הימנע" (ובנוסח האמריקאי - Disclose or Abstain...). "(עתי"מ (ת"א) 13-10-37447 אפריקה ישראל תעשיות בע"מ נ' רשות ניירות ערך 38 (פורסם בנבו, 28.1.2015).

¹⁷ פרשנות לפיה איש הפנים אשם בשימוש פסול במידע פנים בשל הימנעות מביצוע עסקה בנייר ערך כשבידו מידע פנים, אך ללא דרישה לקשר סיבתי בין החשיפה למידע לבין ההימנעות מעסקה, היא פרשנות אבסורדית לחלוטין. משמעות הדבר היא שאיש הפנים יהיה חייב למכור ניירות ערך של החברה שבידו בכל עת שבידו מידע פנים חיובי על החברה, ואולי אפילו לרכוש ניירות ערך של החברה בכל עת שבידו מידע שלילי על החברה. האפשרות הראשונה מבטלת את היתרון התמריצי החיובי שבאחזקת ניירות ערך של החברה בידי איש הפנים, והאפשרות השניה תגרום להפסד ודאי לכל איש פנים שיטול על עצמו תפקיד בחברה.

¹⁸ ע"פ 6020/12 מדינת ישראל נ' עדן, 13 (פורסם בנבו, 29.04.2013): "הגענו בהליך זה לקו פרשת המים. נפל דבר, הוטל ואף אושר, עונש של מאסר בפועל. מי שיעבור בעתיד עבירות של שימוש במידע פנים מוטב שיידע כי הוא צפוי לעונשי מאסר בפועל, עונשים חמורים בהרבה מזה שהוטל הפעם...".

בתקופות שבהן מצטבר מידע חיובי על החברה (או ביתר אבסורד – רכישת כל נייר ערך אפשרי של החברה כאשר מצטבר מידע שלילי).¹⁹

אם כן, ניתוח קוהרנטי של האיסור על סחר במידע פנים מוביל לשיטתי למסקנה כי אין להחילו במצבים של הימנעות מביצוע עסקה. האיסור החוקי מנוסח בהרחבה, תוך ויתור על הדרישה לקשר סיבתי בין האחזקה במידע לבין ביצוע העסקה, על מנת להתגבר על קשיים ראייתיים של התובע בטענה לשימוש פסול במידע פנים. כנגד זאת מן הראוי להגן על האינטרס הלגיטימי של אנשי הפנים להימנע מחשד בעבירה כל עוד הם נמנעים מלסחור בנייר הערך. מסקנה זו מתחזקת לאור הניתוח בפרק הבא, אשר מתחקה אחר תכלית האיסור על שימוש במידע פנים. נדבך נוסף זה של הניתוח נדרש על מנת להסביר מדוע אין זה ראוי להחיל את האיסור על שימוש פסול במידע פנים גם במקרים שבהם אין כל ספק ראייתי כי ההימנעות מביצוע העסקה נובעת מהחשיפה למידע פנים.

iii. תכלית האיסור על שימוש במידע פנים

תכליתו של האיסור החוקי הינה למנוע שימוש לא הוגן במידע על ידי יודעי חן, אנשי הפנים. שימוש במידע לא ציבורי אשר בא לידיעתם אגבית לתפקידם עלול להקנות לאנשי הפנים יתרון בלתי הוגן על פני מחזיקי ניירות הערך האחרים של החברה.²⁰ תכלית האיסור היא ליצור "מגרש משחקים" מאוזן בין השחקנים השונים בשוק, על ידי שלילתה של תשואת יתר פוטנציאלית של בעלי מידע הפנים.²¹ אולם, כפי שאסביר מיד, החלת האיסור על סחר במידע פנים גם במצב של הימנעות מעסקה, תוביל לכך כי אנשי הפנים ייצאו במצב נחות לעומת בעלי המניות האחרים, ועל כן היא אינה עולה בקנה אחד עם תכלית האיסור.²²

על מנת לדון בתכליתו של האיסור אציג תחילה מטריצה המתחקה אחר התשואה שמפיקים אנשי הפנים ממידע פנים בעולם דמיוני בו אין כל איסור על שימוש במידע פנים – הן בביצוע עסקה בניירות ערך והן בהימנעות מעסקה.

איש הפנים:	מכירה/קניה	נמנע מעסקה
בגלל ידיעת מידע	תשואת יתר	תשואת יתר
שלא בגלל המידע	תשואת שוק	תשואת שוק

בהעדרו של איסור על סחר במידע פנים, אנשי הפנים זוכים לתשואת יתר קונסיסטנטית לעומת משקיעים מן הציבור – הן במקרה של ביצוע עסקה והן בהימנעות מעסקה. תשואת יתר היא תשואה מעבר לזו שמרוויחים משקיעים מן הציבור, אבל היא אפשרית רק כאשר יש קשר סיבתי בין העסקה בניירות הערך של החברה או ההימנעות מעסקה, לבין פעולתו של איש הפנים. כאשר איש הפנים נחשף למידע שלילי על

¹⁹ לעניין משמעותו של אבסורד זה ראו את הדיון לעיל, ה"ש 17.

²⁰ לא מדובר רק בתוצאה בלתי הוגנת אלא גם בהפרעה למהלכו התקין של השוק ולפגיעה בזילות שלו. ראו למשל, עמרי ידלין "גבולות האיסור על שימוש במידע – פנים" עיוני משפט כה 143, 148 (2001).

²¹ פרשת רוזוב, לעיל ה"ש 15, בעמ' 352, וכן יוסף גרוס, "האיסור בדבר ניצול מידע-פנים בחברות" עיוני משפט טו 481, 489 (1990): "לא ייתכן שבאותו מגרש-משחקים, שבו נפגשים קונים ומוכרים מרצון, יפעלו כללי משחק שונים בין שני חלקי המגרש. בחלקו האחד ישחק הציבור כשפניו מול השמש, והוא מסונוור מקרניה ואינו יודע את העובדות לאשורן, ובחלקו השני יופיע שחקן הרואה נכוחה את כל העובדות ופועל בהתאם. המידע כולו חייב להיות גלוי לעין כל, ועין השמש חייבת לחשוף את העובדות כולן לפני הציבור כולו, בין לפני מי שמשחק במגרש-משחקים זה ובין לפני מי ששוקל אם לשחק."

²² ראו לענין זה את מאמרו המאלף של ג'סי פריד, Jesse M. Fried, *Insider Abstention*, 113 Yale L. J. 455 (2003).

החברה הוא יכול להרוויח רווח עודף (ביחס למשקיעים מן הציבור), כאשר הוא מוכר ניירות ערך שבידיו בשל החשיפה למידע (התיבה שבצד ימין למעלה של המטריצה), או נמנע מלרכוש ניירות ערך של החברה אותם התכוון לרכוש בטרם נחשף למידע (התיבה שבצד שמאל למעלה של המטריצה).

באופן דומה, כאשר איש הפנים נחשף למידע חיובי על החברה הוא יכול לזכות בתשואת יתר כאשר הוא קונה ניירות ערך של החברה כתוצאה מהחשיפה למידע (גם כאן מדובר בתיבה שבצד ימין למעלה של המטריצה) או נמנע מלבצע מכירה של ניירות הערך של החברה אותה תכנן לבצע אלמלא נחשף למידע (התיבה שבצד שמאל למעלה של המטריצה). לעומת זאת, כאשר איש הפנים ממילא תכנן למכור ניירות ערך, או ממילא לא תכנן לרכוש ניירות ערך של החברה, אין בחשיפה למידע פנים כדי לספק לו תשואה עודפת על פני משקיעים אחרים והוא נהנה מתשואת שוק (שתי התיבות התחתונות של המטריצה).

נעבור עתה לתיאור מצב הדברים בהינתן רגולציה על סחר במידע פנים, בעשיית עסקה או הימנעות ממנה, אך ללא דרישה לקשר סיבתי בין הסחר לידיעת מידע הפנים (הן כאשר מדובר בביצוע עסקה והן כאשר מדובר בהימנעות מעסקה):

הימנעות מעסקה	קניה/מכירה	איש הפנים:
תשואת שוק	תשואת שוק	בגלל ידיעת המידע
תשואת חסר	תשואת חסר	שלא בגלל המידע

כפי שניתן לראות במטריצה החלת האיסור על סחר במידע פנים גם במצב של הימנעות מעסקה, תוביל לתשואת חסר קונסיסטנטית של אנשי הפנים לעומת המשקיעים מן הציבור. האיסור על ביצוע עסקה בנייר ערך כאשר איש הפנים יזם את העסקה בשל מידע פנים, מונע ממנו להשיג תשואה עודפת על משקיעים מן הציבור (התיבה שבצד ימין למעלה של המטריצה אשר מדווחת על "תשואת שוק"). זוהי גם תוצאת האיסור להימנע מעסקה כאשר איש הפנים תכנן לבצע עסקה, אך הוא מעונין להימנע ממנה בשל כך שנחשף למידע פנים (התיבה שבצד שמאל למעלה של המטריצה אשר מדווחת גם היא על "תשואת שוק").

אולם, כאשר איש הפנים תכנן ממילא לבצע עסקה בניירות ערך של החברה טרם גילוי של מידע פנים, או שמלכתחילה, ובטרם נחשף למידע פנים, לא תכנן לבצע עסקה כלשהי, הוא אינו יכול לזכות לתשואה עודפת בשל החשיפה למידע פנים. יתכן כי המסחר או ההימנעות מהמסחר הובילו אותו לכדי רווח או מנעו ממנו הפסד, אך ההסתברות שהוא יזכה לכך אינה שונה משל כל משקיע מן הציבור שלא נחשף כלל למידע. במקרים אלו, החלת האיסור על עסקה בניירות הערך של החברה גם ללא קשר סיבתי לחשיפה למידע (התיבה שבצד ימין למטה של המטריצה) או החלת האיסור על הימנעות מעסקה (התיבה שבצד שמאל למטה של המטריצה), תוביל את איש הפנים לתשואת חסר יחסית למשקיעים מן הציבור.

מסקנת הניתוח היא אפוא כי רגולציה הקובעת איסור הן על עסקה בנייר ערך, והן על הימנעות מעסקה, היא רגולציה מופרזת בהינתן הוויתור על דרישת הקשר הסיבתי.²³ תוצאת רגולציה שכזו לא תהיה ליצור מגרש משחקים מאוזן, אלא מגרש מוטה לרעת אנשי הפנים. נפנה עתה לניתוח הרגולציה החלה בפועל. כלומר, רגולציה האוסרת על שימוש במידע פנים רק בעשיית עסקה, אך ללא דרישה לקשר סיבתי בין

²³ התוצאה תישאר בלתי מאוזנת, גם אם נוסיף דרישה לקשר סיבתי במקרה של הימנעות מעסקה, אך נותר בעינו את הוויתור על דרישת הקשר הסיבתי במקרה של ביצוע עסקה.

הסחר לידיעת מידע הפנים. השפעת רגולציה זו על התשואה שמפיקים אנשי הפנים מוסברת במטריצה הבאה:

הימנעות מעסקה	מכירה/קניה	איש הפנים:
תשואת יתר	תשואת שוק	בגלל ידיעת המידע
תשואת שוק	תשואת חסר	שלא בגלל המידע

החלת האיסור על סחר במידע פנים רק בעת ביצוע עסקה, והיעדר החלתו במצב של הימנעות מביצוע עסקה, תורמת לאיזון מסוים בין התשואה שמפיק איש הפנים לבין זו של יתר מחזיקי ניירות הערך של החברה.

החלת האיסור במצב בו איש הפנים חפץ לבצע עסקה בנייר ערך של החברה בשל החשיפה למידע פנים, קרי כאשר מתקיים קשר סיבתי, תמנע מאנשי הפנים לנצל את מידע הפנים תוך מסחר בניירות הערך של החברה. במקרה זה אין הבדל בין התשואה הצפויה להם לבין זו של הציבור, וזאת בשל הטלת האיסור על סחר במידע פנים (תיבה ימנית עליונה).²⁴ אולם, על פי הדין הקיים, כאשר איש הפנים חפץ לבצע עסקה בניירות הערך של החברה ללא קשר לחשיפה למידע הפנים, עליו להימנע מביצועה משודע לו המידע. במקרה זה תשואתו חסרה לעומת משקיע מן הציבור (תיבה ימנית תחתונה).

עם זאת, לפי הכלל הקיים כיום, כאשר איש הפנים תכנן לבצע עסקה בנייר ערך של החברה עובר לחשיפה למידע פנים, רשאי הוא להימנע מביצועה גם לאחר החשיפה למידע. במקרה זה קיים קשר סיבתי בין ההימנעות מעסקה לבין מידע הפנים, אשר המשקיעים מן הציבור לא נחשפו אליו, ועל כן התשואה של איש הפנים גדולה משלהם (תיבה שמאלית עליונה). אולם, בטרם נמהר לגנות מצב דברים זה יש לזכור כי איש הפנים זוכה לתשואת חסר, כפי שראינו זה עתה, כאשר נאסר עליו לסחור בנייר הערך למרות שהחלטה לסחור גמלה בליבו ללא קשר לחשיפה למידע פנים.

המסקנה היא שהתוצאה של הדין הקיים יוצרת איזון מסוים מבחינת תכלית החקיקה – יצירת מגרש משחקים הוגן ללא עדיפות, אך גם ללא נחיתות, לאיש הפנים על פני יתר ציבור המשקיעים. בשל צרכים ראייתיים מנוסח האיסור כך שהוא פוגע באנשי הפנים למעלה מן הצורך כאשר אין קשר סיבתי בין העסקה המתוכננת בנייר הערך לבין החשיפה למידע הפנים. זוהי תוצאת לוואי של האיסור. לעומת זאת, בעת הימנעות מעסקה זוכה לעיתים איש הפנים בתשואה עודפת כאשר הוא נמנע מביצוע העסקה בשל החשיפה למידע הפנים. תשואה עודפת זו עומדת כנגד תשואת החסר של איש הפנים במקרה שבו האיסור החוקי מונע ממנו עסקה בנייר ערך אשר הייתה יוצאת על הפועל גם אלמלא המידע העודף. אין לומר אפוא כי מדובר בתוצאה שאינה הוגנת או שאינה מאוזנת.²⁵

²⁴ גם כאשר איש הפנים מעוניין להימנע מעסקה, ללא קשר לחשיפה למידע הפנים, תשואתו תהיה זהה לזו של המשקיע מן הציבור (תיבה שמאלית תחתונה). זאת משום שהדין אינו שולל הימנעות מעסקה.

²⁵ בדין האמריקאי קיים מנגנון אשר יכול לרפא, במידת מה, את תשואת החסר של אנשי הפנים כאשר אין קשר סיבתי בין ביצוע העסקה בנייר הערך לבין מידע פנים. מדובר בתקנה 10(b)5-1 לחוק ניירות הערך האמריקאי משנת 1934 (17 C.F.R. § 240. 10(b)5-1 (2016)), המספקת פתרון חלופי חלקי לאיזון מגרש המשחקים בין אנשי הפנים ליתר ציבור המשקיעים. הכלל האמריקאי יוצר "safe harbor", שמגונן על אנשי הפנים מפני הטענה לשימוש אסור במידע פנים, כאשר הם נעזרים במנגנון מובנה של "טייס אוטומטי" לשם מכירת ניירות ערך של החברה. איש הפנים יכול לקבוע

רשימה זו דנה בשאלה האם הימנעות מעסקה עשויה לעלות לכדי הפרת האיסור על סחר במידע פנים. בחלק הראשון נבחנה לשון האיסור. בחינה זו הראתה כי האיסור נכתב בשפה ברורה, כך שיחול על עסקאות בנייר ערך ולא על מקרים של הימנעות מעסקה בשל מידע פנים. בחלק זה הצגתי גם את הדין בארצות הברית, ואת העמדה הגורפת בספרות המשפטית – בארצות הברית ובארץ, ולפיה האיסור אינו חל לגבי הימנעות ממסחר. החלק השני של הרשימה, הצביע על כך כי ניתוח קוהרנטי של האיסור, על רקע ייתור הדרישה לקשר סיבתי בין ידיעת המידע לביצוע העסקה בפסיקת בית המשפט העליון, מחזק את המסקנה שהאיסור אינו חל על הימנעות מביצוע עסקה. קביעה הפוכה, לפיה הימנעות מעסקה עולה לכדי הפרה של האיסור על סחר במידע פנים, מטילה עול לא סביר על אנשי הפנים, ופוגעת ביכולתם להתגונן מפני טענות להפרת האיסור. בחלקה השלישי של הרשימה, נידונה תכלית האיסור – יצירת "מגרש משחקים" מאוזן בין אנשי הפנים ליתר מחזיקי ניירות הערך של החברה. דיון זה הראה אף הוא כי אין זה ראוי לומר כי הימנעות מעסקה מפרה את האיסור, שכן איסור שכזה יפר את האיזון לרעת אנשי הפנים. המסקנה היא כי הן מבחינת לשון החוק, הן מבחינת הניתוח הקוהרנטי של האיסור והן מבחינת תכליתו של האיסור, הימנעות מעסקה בשל מידע פנים אינה מהווה הפרה של האיסור על סחר במידע פנים.

מראש פעולות מסוימות בניירות הערך של החברה, תוך ויתור מראש על שליטתו בביצוע העסקאות בפועל, ובכך מתאיין החשש לקשר סיבתי בין העסקאות לחשיפה ל מידע פנים. מטרתו של הכלל היא לאפשר לאנשי הפנים להמשיך ולסחור בניירות הערך שבידיהם, תוך ביטול החשש מהפרת האיסור על סחר במידע פנים. אימוצו של מנגנון זה נשקל בעבר גם בישראל. ראו עמדת סגל רשות ניירות ערך 18-101. "הגנת נמל מבטחים מפני שימוש במידע פנים בעת ביצוע עסקאות בניירות ערך של תאגיד על ידי נושאי משרה בכירה, עובדים ובעלי מניות עיקריים בתאגיד", 4-2 (13.4.2014): "הגנת נמל מבטחים נועדה לנושאי משרה בכירה, עובדים ובעלי מניות עיקריים בתאגיד הרוצים לבצע עסקאות בניירות הערך של התאגיד תוך צמצום החשש כי יפרו את הוראות החוק לעניין איסור השימוש במידע פנים". לשם כך, הוצע להחיל את "הגנת נמל המבטחים" על בסיס מספר עקרונות מצטברים, אשר עמידה בהם "...מעניקה למבצע הגנה מפני עבירה לפי סעיף 52 ו-52ד לחוק ניירות ערך [איסור הסחר במידע פנים]...". אין ספק בעיני כי אכן ראוי לאמץ מנגנון זה בהקדם בישראל. אולם, אף אם יאומץ מנגנון זה בישראל הוא אינו שולל את מסקנת המאמר, שכן גם בארה"ב אין מדובר באפיק הבלעדי שדרכו אנשי הפנים רשאים לבצע עסקאות במטרה לשמר את הדינמיות והנזילות שבאחזקה בניירות ערך.