

על הקושי להוכיח את הפרת איסור השימוש במידע פנים ופתרונות

אילנה ליפסקר מודעי*

ההגבלה של איסור השימוש במידע פנים על ידי אנשי פנים ומקורביהם היא איסור מקובל בשיטות משפט ברחבי העולם. ברוב השיטות נאכף האיסור הן במישור הפלילי והן במישורים האזרחי והמנהלי. איסור זה נחשב כאמצעי חשוב לשמירה על אמון המשקיעים בשוק ההון, על הגינותו של השוק ועל יעילותו. נתוני האכיפה בשיטת המשפט בישראל מצביעים על כך שמרבית מקרי השימוש במידע פנים בעשור האחרון ולמעלה מכך טופלו במישור הפלילי, וזאת למרות קיומה של האכיפה המנהלית משנת 2011. כמחצית מן התיקים הפליליים שנחקרו נסגרו. מחקר השוואתי בארץ ובעולם מצביע על קשיים מבניים ומעשיים בהוכחת העבירה. גם בשיטות משפט שבהן נאכף האיסור במישורים האזרחי והמנהלי נחווים קשיי הוכחה, אם כי באופן מופחת במידת מה. מאמר זה יסקור פתרונות שונים שצמחו בשיטות המשפט השונות שנועדו להגביר את יכולות האכיפה וההרתעה במישורים השונים ביחס לאיסור זה. במסגרת הדיון בפתרונות אבחן את היתרונות והחסרונות הגלומים בהם ואת מידת התאמתם לשיטתנו. לבסוף אציע כמה פתרונות שיש לטעמי לאמצם.

א. מבוא. ב. על קשיי ההוכחה של איסור השימוש במידע פנים. ג. פתרונות להגברת האכיפה וההרתעה בגין הפרת איסור השימוש במידע פנים; 1. שימוש במישורים האזרחי ו/או המנהלי – הנמכת נטל ההוכחה; 2. הוכחה על פי ראיות נסיבתיות – 2.1 יצירת צ'ק ליסט בשיטות משפט זרות; 2.2 הוכחה על בסיס ראיות נסיבתיות בישראל; 3. מתן מענקים/פרסים למדליפים (Whistleblowers) על מסירת ראיות בנוגע לשימוש במידע פנים; 4. ייסוד כללי גילוי עצמי וולונטרי לחברות ו/או יחידים המעניקים חסינות או הקלה בעונש; 5. שיפור מערכות הניטור והבקרה לאיתור פעולות חשודות במסחר; 6. שימוש בהאזנות סתר בתיקים פליליים; **ד. סיכום ותובנות.**

* ד"ר למשפטים בוגרת אוניברסיטת בריאלין. מייסדת ומנהלת מחלקת אכיפה מנהלית ברשות ניירות ערך לשעבר וכיום יו"ר ועדת האכיפה המנהלית על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. אני מבקשת להודות לפרופ' דב סלומון ולקוראים החיצוניים על הערותיהם המועילות לטיוטת המאמר וכן לד"ר איריס סורוקר על מתן אכסניה למאמר וסיוע בפרסומו. המאמר מבטא את עמדתי בלבד.

א. מבוא

ההגבלה על השימוש במידע פנים על ידי אנשי פנים ומקורביהם היא איסור מקובל בשיטות משפט ברחבי העולם ונחשבת כאחת ההפרות המשמעותיות והחמורות יותר בדיני ניירות ערך. ההצדקות לקיומו של האיסור שעלו בספרות ובפסיקה הן מגוונות – שמירה על אמון המשקיעים בשוק ההון; שמירה על שוויוניות במידע ו/או בגישה למידע בשוק הון; מניעת הפרת אמון של איש הפנים כלפי החברה ובעלי מניותיה; והגנה על מידע הפנים כנכס של החברה ומניעת ניצול לרעה בשימוש בו.¹

יסודות ההפרה הם אוניברסליים, ובכל השיטות אנו נדרשים להוכיח במישורים הפלילי והמנהלי ארבעה יסודות: קיומו של "איש פנים", "מידע פנים", "שימוש במידע" על ידי ביצוע עסקה בניירות ערך של החברה (או גילוי המידע לאחר) ו"יסוד נפשי" ("מודעות" בעבירה הפלילית ו"רשלנות" בהפרה המנהלית). בנוסף, בדין הישראלי, כמו גם בשיטות זרות, נאסר השימוש על ידי גורמים חיצוניים שקיבלו מידע פנים מאיש פנים.

כעולה מן הדו"חות השנתיים שמפרסמת רשות ניירות ערך מדי שנה, נותבו מרבית מקרי השימוש האסור במידע פנים לחקירה פלילית, ולא לביצוע בירור מנהלי. בין השנים 2011–2023 נפתחו 34 תיקי חקירה פלילית, מתוכם הוגשו 16 כתבי אישום. בפרק זמן זה נפתחו 6 תיקים מנהליים והוגשו כ-8 כתבי טענות מנהליים (כולל בשלושה תיקים שנחקרו כחקירות פליליות, נסגרו וטופלו במישור המנהלי).² יצוין בהקשר זה כי במסגרת חקירות פליליות, סמכויות מחלקת חקירות ברשות הן רחבות יותר מסמכויותיה במסגרת ביצוע בירורים מנהליים וכוללות אפשרות לעצור אנשים, לעכבם, לערוך חיפוש בבתים, לבצע האזנות סתר ועוד.³ הניסיון שנצבר במשך כמה שנים, כעולה מדו"חותיה השנתיים של רשות ניירות ערך, לימד כי הסמכויות המוגברות בחקירה פלילית של אירועי מידע פנים אינן מביאות בהכרח להצלחה בפיצוח המקרים, מאחר שדרישות ההוכחה במשפט הפלילי הן גבוהות. במישור היסוד הנפשי הנדרש, על התביעה להוכיח כי הנאשם היה מודע לתוכן מידע הפנים ומהותיותו בעת שפעל (מסר את המידע או סחר), ואילו במישור נטל ההוכחה, יש להוכיח את התקיימות העבירה מעל לכל ספק סביר.

סקירת הספרות והפסיקה בעולם ובישראל מצביעה על כך שישנם קשיים מעשיים ומבניים בהוכחת עבירות איסור השימוש במידע פנים והפרותיו בשיטות משפט שונות. לעיתים קרובות הוכחת התיק נשענת על ראיות נסיבתיות, זאת מאחר שאין הודאה ו/או עדות מפלילה ישירה כלפי החשודים. בעת הוכחה על פי ראיות נסיבתיות, עשוי להתעורר קושי לעמוד ברף ההוכחה

1 ע"פ 4961, 4962, 4675/97 ישראל רוזוב נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(4) 352, 337 (1999); ראו גם רע"פ 8472/01 מהרשק נ' מדינת ישראל, פ"ד נט(1) 442 (2004).

2 לנתונים על השנים 2010–2020 ראו עזר צפריר **מידע פנים** 445–447 (2022); רשות ניירות ערך **דוח שנתי** 2021 (2022); רשות ניירות ערך **דוח שנתי** 2022 (2023); רשות ניירות ערך **דוח שנתי** 2023 (2024).

3 ראו ס' 52 מג וכן ס' 56 א לחוק ניירות ערך, התשכ"ח–1968 (להלן – חוק ניירות ערך או החוק).

הנדרש במישור הפלילי. במישורי האכיפה האזרחי ו/או המנהלי הקושי פחות מזה של המישור הפלילי, אך הקשיים עדיין ניכרים.

בחלק משיטות המשפט בעולם, כפי שיפורט בהמשך מאמר זה, היקף האכיפה של איסור השימוש במידע פנים במישורים האזרחי והמנהלי כיום הוא משמעותי. בישראל היקף האכיפה במישור המנהלי הוא נמוך, והניסיון בניהול תיקי מידע פנים הוא מועט ותוצאותיו אינן חד-משמעיות, כפי שאנתח בפרק 2.2. להלן. בין היתר, ועדת האכיפה המנהלית (לפחות במקרה אחד)⁴ אומנם קבעה כי הרף הראייתי במישור המנהלי הוא הטיית מאזן ההסתברויות, אך בפועל העריכה את הראיות הנסיבתיות באופן מחמיר, בדומה למשפט פלילי.

להלן אסקור בנייר זה פתרונות שונים שצמחו בשיטות המשפט השונות שנועדו להגביר את יכולת האכיפה וההרתעה במישורים השונים, פלילי, אזרחי ומנהלי,⁵ ביחס לאיסור השימוש במידע פנים. המחקר ההשוואתי מעלה תובנות שונות, וניתן ללמוד מהן כיצד ליישם ולאמץ פתרונות שונים בארץ. אבחן את התועלות העולות מהפתרונות בשיטות השונות וכן את הקשיים הכרוכים בהפעלתם, תוך הצגת מחקרים שנערכו לבדיקת היישום שלהם. בפרק הסיכום אציג את מסקנותיי ביחס לשימוש בכלים נוספים לאכיפת האיסור.

במאמר זה אדון בפרק ב' בקשיי ההוכחה של איסור השימוש במידע פנים בעולם וכן בארץ. התובנה המרכזית היא כי ישנם קשיים מבניים ומעשיים בהוכחת התקיימות העבירה/ההפרה, שבאים לידי ביטוי ביתר שאת בהליך הפלילי. בפרק ג' אסקור פתרונות שונים שצמחו בשיטות המשפט השונות שנועדו להגביר את יכולת האכיפה וההרתעה במישורים השונים, פלילי, אזרחי ומנהלי, ביחס לאיסור השימוש במידע פנים. במהלך הדיון בפתרונות וחסרונות הפתרונות האמורים, אבחן את מידת התאמת הפתרונות השונים לשיטת המשפט בישראל. לבסוף, בפרק ד' אסכם בקצרה את הדיון ואת המסקנות העולות ממנו.

4 ראו ת"מ 2/17 יו"ר רשות ניירות ערך נ' איתן רבי (נבו 22.10.2017) – "ועדת האכיפה המנהלית דחתה תביעה מנהלית על שימוש במידע פנים כנגד מנהל התיקים רן אמיתי" **רשות ניירות ערך** (23.10.2017) [https://www.new.isa.gov.il/nav-index/supervised-](https://www.new.isa.gov.il/nav-index/supervised-publications/eitonot-231017)

5 במינוח הננקט במאמר זה להליכים במישור הפלילי הכוונה היא להליכים הננקטים על ידי המדינה כנגד נאשמים על ידי הגשת כתבי אישום לבתי המשפט; כאשר מצוין הליכים במישור האזרחי הכוונה היא להגשת תביעות אזרחיות על ידי המדינה כנגד מפירים על הפרת חוקי ניירות הערך ו/או פקודת הנזיקין [נוסח חדש] ו/או חוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973. במישור המנהלי כוונתי היא לסנקציות מנהליות שהמחוקק הקנה סמכות לרשויות ניירות ערך במדינות השונות להטיל על מפירים, במסגרת הליך מנהלי, או על ידי ראש הרשות עם או בלי ועדה מייעצת, או במסגרת הליך שפותחת הרשות הרגולטורית כנגד מפירים ומנוהל בפני טריבונל או שופט מנהלי, בדומה לשיטת המשפט בישראל.

ב. על קשיי ההוכחה של איסור השימוש במידע פנים

המלומד בקר קבע בשנת 1968, במאמר שמצוטט רבות, כי הרתעה מפני התנהגויות לא חוקיות היא תוצאה של חומרת הענישה וכן של הסיכוי לאיתור והעמדה לדין. לכן על מחוקקים המפתחים את האיסורים בדין לשקול שני היבטים אלה.⁶

הסכמה "מקיר לקיר" מובעת במאמרים של מלומדים מארצות שונות כי לרגולטורים ואף לתביעה הפלילית קשה להוכיח תיקי מידע פנים בכל המישורים: הפלילי, האזרחי והמנהלי. הקשיים עולים הן במישור העיוני והן במישור המעשי. קושי מיוחד קיים בהוכחת העבירה הפלילית בשל היסוד הנפשי הנדרש להוכחה ונטל ההוכחה הכבד.

במישור העיוני ישנן בשיטות משפט מסוימות קשיים אינהרנטיים הנובעים מהגדרת יסודות ההפרה/העבירה. הגדרות צרות מדי או עמומות מדי מביאות לחוסר ודאות אצל ציבור המשקיעים באשר לשאלה מהם גבולות האיסור.⁷ אחת השיטות שבה קושי זה הוא מאוד משמעותי היא השיטה האמריקאית, שבה איסור השימוש במידע פנים לא הוגדר כאיסור עצמאי בחוק ניירות ערך, אלא צמח מתוך איסור התרמית בניירות ערך בסעיף 10(b) לחוק ניירות ערך האמריקאי משנת 1934.⁸ סעיף זה דומה בניסוחו לסעיף עבירת ההנעה במשפט הישראלי – סעיף 54(א)(1) לחוק ניירות ערך. האיסור צמח מתוך פסיקת בתי המשפט, וראשיתו הייתה בהחלטה מנהלית בעניין *Cady Roberts* משנת 1961,⁹ שקבעה את גבולות האיסור על שימוש במידע פנים כחלק מאיסור התרמית הכללי בחוק ניירות ערך. איסור זה שם דגש על התרמית הגלומה בהפרת חובת האמון כלפי החברה ובעלי מניותיה על ידי מצגי כוזב או העלמת עובדות מהותיות. בשל כך גובשה הגדרת "איש פנים" במשפט האמריקאי כמי שחב חובת אמון לבעלי מניות החברה הקיימים והפוטנציאליים, ולא בדומה למשפט האירופי שהגדיר את איש הפנים כנושא משרה או בעל מניות מרכזי בחברה, עובדי החברה או אנשים הקשורים אליה, שהם בעלי גישה למידע פנים.

ההגדרה האמריקאית הדגישה, כאמור, את קיומה של הפרת חובת אמון כבסיס להפרה והגבילה את יכולת הטיפול במקרים שבהם נעשה שימוש במידע פנים על ידי גורם חיצוני לחברה שאינו חב לה חובת אמון. בשנת 1997 בפסק דין *O'hagen*¹⁰ נסגר חלק מפער זה על ידי הרחבה מושג חובת האמון גם למי שמחזיק במידע פנים ועושה בו שימוש תוך שהוא מפר חובת אמון שהוא חב למקור מידע (גם אם הוא מחוץ לחברה). עם זאת, עדיין נותרו פערים מסוימים, למשל, בסיטואציה של מי שגנב את מידע הפנים בחברה ועשה בו שימוש. בסיטואציה זו, המפר אינו מפר חובת אמונים לחברה ולבעלי מניותיה וגם לא למקור מידע אחר

Gary S. Becker, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, 76 J. POL. ECON. 169 6
(1968).

Brian J. Adams, Tod Perry & Colin Mahony, *The Challenges of Detection and Enforcement of Insider Trading*, 153 J. BUS. ETHICS 375 (2018) 7

15 U.S.C. § 78j(b) (2018) 8

In re Cady, Roberts & Co., Exchange Act Release No. 6668, 40 S.E.C. 907 (1961) 9

United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 651–52 (1997) 10

מחוץ לחברה, ובכל זאת מנצל יתרון שיש לו במידע על פני ציבור המשקיעים, יתרון שהושג באורח לא חוקי.

ההתמקדות במשפט האמריקאי בהגדרת איש הפנים ובמעשה השימוש במידע פנים כהפרת חובת אמון השפיעה גם על צורות אחרות של שימוש במידע פנים, כגון מסירת מידע פנים מאיש הפנים לאדם אחר, וכן קבלת המידע על ידי אותו אדם אחר ועשיית שימוש בו. לפי הפסיקה האמריקאית, כדי לייחס אחריות למקבל המידע נדרש להוכיח כי איש הפנים מוסר המידע הפר אמונים במסירתו. אם מוסר המידע לא הפר אמון ולא הפיק הנאה ישירה או עקיפה ממסירת המידע, אזי לא תיוחס לו אחריות וגם לא למקבל המידע, גם אם עשה שימוש במידע במסחר.¹¹ למגבלה זו אין הצדקה מוסרית שכן אם איש הפנים ידע או שהיה עליו לדעת כי האחר יעשה שימוש במידע פנים, גם אם לא הפיק טובת הנאה אישית מן המסירה (לא הפר חובת אמון), מדוע לא לייחס לו אחריות? גם בנוגע למקבל המידע עולה השאלה מדוע תהיה אחריותו תלויה באחריות איש הפנים? גם אם איש הפנים לא הפר אמונים במוסרו לו את המידע, אם עשה שימוש במידע שנמסר לו עקב קרבתו לאיש הפנים מדוע לפטור אותו מן ההפרה או העבירה? למעשה, הנתיב החקיקתי המפותל בדיני ניירות הערך האמריקאיים הגביל מאוד את היכולת להרשיע בתיקים פליליים וכן לייחס אחריות בתיקים אזרחיים.

במהלך השנים ניסתה רשות ניירות הערך האמריקאית (Securities and Exchange Commission) (להלן – "SEC" או "רשות ניירות ערך האמריקאית") להתמודד עם המגבלות על ידי פרסום כללים, ובנוסף חלק מבתי המשפט פירשו באופן רחב את קבלת טובת הנאה על ידי מוסר המידע כהפרת אמון, בייחוד בסיטואציה של מסירת מידע לקרובי משפחה ו/או חברים. נראה כי במשפט האמריקאי האינטרס המוגן המדמה את השימוש במידע פנים לתרמית הכתיב פרשנות עקלקלה ומורכבת ליסודות העבירה או ההפרה וגרם למעשה לקשיי הוכחה ניכרים שלה.

מלומדים ציינו כי קשיים מעשיים בהוכחת העבירה או ההפרה ניכרים בכל שיטות המשפט. שימוש במידע פנים הוא קשה להוכחה כיוון שביסודו עומד מעשה חוקי לחלוטין של פעילות במסחר. ראיות ישירות לשימוש במידע פנים הן נדירות. לרוב, אין "אקדחים מעשניים" או ראיות פיזיות שניתן לקושרן מדעית לנאשם, כבעבירות אחרות. פעמים רבות העבירה מבוצעת ללא שותפים בחשבוננו של איש הפנים, ולעיתים רחוקות החשוד יודה בכך שהיה בידו מידע פנים. במצב שבו נמסר מידע על ידי איש הפנים לאדם אחר ונעשה שימוש במידע על ידי האחר, לעיתים רחוקות יעידו איש הפנים ומקורבו זה כנגד זה. ברוב המקרים התיק נשען על ראיות נסיבתיות. הצגת התמונה המלאה היא מעין חיבור חלקים של פאזל. ההוכחה דורשת בחינה של אירועים תמימים לכאורה: פגישה במסעדה; רישומים על שיחות טלפון; בחינת יחסי קרבה בין אנשים; דפוסי מסחר; וגזירת מסקנות סבירות על בסיס מכלול הנסיבות על מנת

להגיע למסקנה שהחשוד קנה או מכר ניירות ערך על בסיס מידע פנים ו/או שהחשוד מסר מידע פנים לאחר.¹²

טענת הגנה שכחה שאנשי הפנים מציגים היא הצגת רציונל אלטרנטיבי לביצוע המסחר שלהם. מענה התביעה הוא גזירת הנחות על שימוש במידע פנים על ידי החשוד הנובעות מעיתוי המסחר, תזוזת כספים ועובדות ונסיבות אחרות.¹³ במישור הפלילי, ההסבר האלטרנטיבי עשוי לזרוע זרעי ספק סביר. ההסברים השכיחים הם כי החשוד עוקב כדרך של שגרה אחרי המסחר בשוק וראה את נפחי המסחר בנייר הערך גדלים ולכן סחר. הסבר שכיח נוסף הוא שהחשוד התבסס על שמועות בשוק שהביאו אותו לסחור או על כתבות בעיתונים הכלכליים שהיוו לטענתו בסיס להחלטת ההשקעה שלו. לעיתים, החשוד מציג מחקר שביצע בזמן אמת או שבוצע בתאגיד שבו עבד, עובר לפעולתו במסחר, המסביר את רציונל הפעילות. אפילו אם מדובר במחקר שבוצע בתאגיד והנחקר לא היה מודע לו, עצם קיומו מטיל ספק בשאלה אם הוא החזיק בידו מידע פנים כאשר סחר בנייר הערך. טענה זו נשמעת הן מצד אנשי פנים והן מצד מי שנחשדו בקבלת מידע מאיש פנים ושימוש בו.¹⁴

הוכחה על בסיס ראיות נסיבתיות מציבה אתגר משמעותי בתיקי מידע פנים במישור הפלילי שבהם נדרשת הוכחה מעבר לספק סביר, ובהמשך יפורט על נושא זה. מרבית ההרשעות הפליליות בארצות הברית נשענו, לפחות בחלקן, על עדויות של עדים ששיתפו פעולה עם התביעה.¹⁵

ישנן עדויות כי הקשיים באכיפת עבירות פליליות של שימוש במידע פנים אכן פוגעים בהרתעה של האכיפה הפלילית בנושא זה. הפגיעה היא בשל שלושה גורמים: עלויות האיתור

12 Thomas C. Newkirk, Assoc. Dir., & Melissa A. Robertson, Senior Counsel, Div. of Enf't, U.S. Sec. & Exch. Comm'n, *Insider Trading—A U.S. Perspective*, Speech at the 16th Int'l Symp. on Econ. Crime, Jesus Coll., Cambridge, Eng. (Sept. 19, 1998); T. Gorman, *The Difficulty of Proving Insider Trading Cases*, SEC ACTIONS (Feb. 22, 2011), <https://tinyurl.com/3ktmu6a8>; Jacob Öberg, *Is It Essential to Imprison Insider Dealers to Enforce Insider Dealing Laws?*, 14 J. CORP. L. STUD. 111, 124 (2014); Rajat Sethi, Misha Chanda & Aditi Agarwal, *Insider Trading: Circumstantial Evidence Is Evidence Enough?* 32 NAT'L L. SCH. INDIA REV. 205, 206 (2020); Aaron Gilbert & Alireza Tourani-Rad, *Do Penalties Matter? The Impact of the Introduction of Financial Penalties in the United Kingdom for Insider Trading*, 52 APPLIED ECON. 2622, 2623 (2020); Paul D. Brachman, Adams, Perry & Note, *Outlawing Honest Graft*, N.Y.U.J. LEGIS & PUB. POL'Y 261 (2013) Mahony, לעיל ה"ש 7, בעמ' 375–378.

13 Linda Chatman Thomsen, *Testimony Concerning Insider Trading*, U.S. SEC. & EXCH. COMM'N (Sept. 26, 2006) (amended Oct. 5, 2006), <https://www.sec.gov/news/testimony/2006/ts092606lct.html>.

14 Michael Duffy, *Insider Trading: Addressing the Continuing Problems of Proof*, 23 AUSTL. J. CORP. L. 149, 156 (2009).

15 Thomsen, לעיל ה"ש 13; Brachman, לעיל ה"ש 12. ברכמן מציג במאמרו כדוגמה את התיק הידוע בעניין רג'רטנאם דירקטור בחברת גלילאו, שהתבסס על האזנת סתר, ומציין כי מרבית התיקים שבהם הצליחו להרשיע היו מבוססים על עדות שותף, ראו עניין *Rajaratnam*, להלן ה"ש 66.

והפיקוח הן גבוהות; ישנם קשיים להשיג ראיות ישירות ועדויות; ונטל ההוכחה בהליך הפלילי הוא כבד.¹⁶

המלומדים Geis & Szockyj ביצעו מחקר אמפירי ולפיו קיים קושי בהוכחת תיקי מידע פנים פליליים, הסיכויים להחזר כספי ההפסדים לקורבנות העבירות נמוכים, וכישוריהם המשמעותיים של צוותי ההגנה המטפלים בתיקי צווארון לבן דוחפים את ה-SEC להגיש לרוב תביעות אזרחיות במקום הפניית המקרים להליכים פליליים המטופלים על ידי התביעה הפדרלית.¹⁷

כלכלנים ומשפטנים העוסקים בתחום המשפט הכלכלי סבורים כי המפירים בעבריינות צווארון לבן, ובעניין זה בעבירת השימוש במידע פנים, מחשבים חישובים של עלות-תועלת. בהקשר הזה הסיכוי הנמוך יחסית לאיתור ולאחר מכן להעמדה לדין ולהרשעה עשוי לשמש גורם מעודד למפירים פוטנציאליים המחשבים חישובי עלות-תועלת. יחידים עשויים לסבור כי הסיכויים שיעמדו לדין פלילי אינם גדולים, ובכך ההשפעה המרתיעה של העבירות הפליליות נפגעת.¹⁸ הסיכון הממשי למאסר בפועל מובא אף הוא בחשבון על ידי מפירים המחשבים חישובי עלות-תועלת. עונש זה שולל את החירות האישית, והעברייני שישב בכלא עדיין זוכה להוקעה פומבית (בין היתר בעיתונות הכלכלית), ולכן השתת עונש זה עשויה להוות גורם מרתיע.¹⁹ לפיכך, העובדה שבחלק משיטות המשפט לא מטילים עונשי מאסר בפועל או מטילים עונשים אלה לעיתים רחוקות פוגעת אף היא בהרתעה.

נסייג את דברינו בכך שהמודל של השחקן הרציונלי והתמריצים הנזכרים לעיל של הגברת תדירות ההעמדה לדין והחמרת הענישה כגורמים להגברת ההרתעה, מול השחקן הרציונלי המחשב חישובי תועלת, אינו מביא בחשבון תפיסות פסיכולוגיות שונות לגבי סיכון וכן כי חלק מהאנשים אינם שחקן רציונלי.

אנשים מסוימים כל כך בטוחים בעצמם ואופטימיים לגבי תוצאות פעולותיהם שיכולת הערכת הסיכונים שלהם נפגעת. לעיתים, יש תמריצים בפעילות התאגיד העשויים להתנגש עם התמריץ לציית לחוק, למשל התמריץ להגיע להיקף לקוחות מסוים או היקפי עסקאות מסוימים. תמריצים אלה יכולים להשפיע על עובדי התאגיד לקחת סיכונים ולהפר חוק על מנת לעמוד ביעדים עסקיים.²⁰ יש הסבורים כי גורמי ההרתעה האמורים הם פחות עוצמתיים ביחס להרתעת שחקנים אינדיבידואליים המבצעים הפרות של מניפולציה במסחר או שימוש במידע פנים, וזאת לעומת הפרות של דיווח שלאכיפה לגביהן ישנה השפעה על חברות, ולפיכך על המגזר העסקי ככלל.²¹

16 Öberg, לעיל ה"ש 12.

17 Öberg, שם, בעמ' 125. ראו גם את המאמר – E. Szockyj & G. Gies, *Insider Trading: Patterns and Analysis*, 30 J. CRIM. JUST. 273, 284 (2002).

18 שם.

19 Öberg, לעיל ה"ש 12, בעמ' 126–127.

20 שם, בעמ' 124.

21 Lev Bromberg, George Gilligan & Ian Ramsay, *Similar Insider Trading laws, different enforcement reality: An Evaluation of Australian and Singaporean Enforcement Approaches*, 67 AUSTL. J. CORP. L., 3, 58-59 (2017).

לסיכום, קשיי ההוכחה המתוארים לעיל, הן מבחינה מעשית והן מבחינת מניעי המפירים, הביאו למצב שבו יש קושי אמיתי להוכיח את התקיימות יסודות האיסור, במיוחד כאמור לעיל, במישור הפלילי.

ג. פתרונות להגברת האכיפה וההרתעה בגין הפרת איסור השימוש במידע פנים

1. שימוש במישורים האזרחי ו/או המנהלי – הנמכת נטל ההוכחה

לאור הקונצנזוס הקיים בארצות הברית ובמדינות נוספות באשר לקושי להוכיח את עבירת השימוש במידע פנים במישור הפלילי, כמפורט לעיל, הגבירו חלק משיטות המשפט את ההרתעה ביחס להתנהגות הגלומה באיסור זה על ידי חיזוק יכולת ההעמדה לדין והאכיפה על ידי שימוש בכלים האזרחיים או המנהליים. לניהול הליכים אזרחיים ו/או מנהליים יש יתרון על פני ההליכים הפליליים בשני אופנים – נטל ההוכחה בהליכים האזרחיים והמנהליים נמוך משמעותית מנטל ההוכחה במשפט הפלילי – הטיית מאזן ההסתברויות לעומת הוכחה מעבר לספק סביר. יתרון נוסף הגלום בהליכים המנהליים הוא כי סדר הדין בהליך הפלילי הוא מורכב מסדר הדין בהליכים מנהליים, ולכן ההליכים הפליליים מתמשכים יותר מן ההליכים המנהליים.

כמצוין לעיל בפרק המבוא, סמכות רשות ניירות ערך בישראל לפתוח בהליכים מנהליים כנגד מפירים בהפרת איסור השימוש במידע פנים קיימת מעת תיקון חוק ניירות ערך והוספת כלי האכיפה המנהלית, בשנת 2011. אף על פי כן, כמעט שלא נעשה שימוש בכלי זה על מנת להעמיד לדין בהפרת איסור השימוש במידע פנים.

כדי לשקול את הגברת השימוש בכלי האכיפה המנהלית בתחום זה, אסקור להלן שיטות משפט זרות שונות שבהן הופעלו הליכים אזרחיים ו/או מנהליים, באורח בלעדי או במקביל לאכיפה הפלילית, שבהם הרשות הרגולטורית תובעת חברות ויחידים בגין שימוש במידע פנים, ואנסה לבחון מה הוא המסלול המועדף לטיפול באיסור השימוש במידע פנים והאם השימוש בכלים אזרחיים ומנהליים הביא להגברת האכיפה בתחום זה.

דרך זו היא אחת מכמה דרכים שייסקרו בפרק ג' למאמר זה על מנת להתגבר על קשיי הוכחת עבירת השימוש במידע פנים ולהגביר את האכיפה בעבירה ובהפרה זו, וביניהן גם פיתוח "צ'ק ליסט" של ראיות נסיבתיות שבהתקיימותן ניתן יהיה להוכיח תיק מידע פנים במישור הפלילי או במישור האזרחי/מנהלי. כלי זה יידון בתת הפרק הבא ג.2.

מחקר השוואתי שעסק באכיפת איסור השימוש במידע פנים באוסטרליה, קנדה, הונג קונג, סינגפור, אנגליה וארצות הברית בין השנים 2009–2015 מספק מבט כולל לסוגיה של שימוש בסוגי האכיפה השונים. המחקר בחן את סוגי ההליכים והיקפם ברשויות השונות, העונשים

שהוטלו ותדירות ההעמדה לדין.²² בכל השיטות דלעיל התקיימו בתקופת המחקר, במקביל, סמכויות אכיפה פליליות ואזרחיות/מנהליות. המסקנה היא כי במרבית השיטות מבוצעת האכיפה של איסור השימוש במידע פנים בעיקר באמצעות ההליכים האזרחיים/מנהליים. יוצאות דופן בהקשר זה הן השיטה האוסטרלית, שבה האכיפה היא בעיקר באמצעות המישור הפלילי, ומודל האכיפה האנגלי, שבו כיום מספר ההליכים הפליליים הוא קצת יותר ממחצית מכלל הליכי האכיפה.²³ כאשר בודקים את הנתונים לפי נתח השוק של כל מדינה, עולה כי בסינגפור, המשתמשת במובהק באכיפה אזרחית/מנהלית, יש יותר הליכים מבארצות הברית ביחס לגודלה. במקום השני נמצאת אוסטרליה, ורק לאחר מכן ארצות הברית.²⁴

שיטת משפט שבה יש שימוש נרחב בכלים אזרחיים לטיפול בהפרת איסור השימוש במידע פנים היא השיטה האמריקאית, שבה מוקנות ל-SEC סמכויות חקירה והגשת תביעות כנגד מפירים במישור האזרחי לבתי המשפט הפדרליים וכן הגשת תביעות במישור המנהלי לפני שופט מנהלי שממונה על ידי רשות ניירות ערך. השופטים המנהליים הם בדרך כלל משפטנים ששימשו כשופטים מנהליים ברשויות אחרות ו/או שופטי בית משפט לשעבר. מיעוטם של תיקי ניירות ערך מועברים לחקירה פלילית על ידי ה-FBI ולהגשת כתבי אישום על ידי התובעים הפדרליים. עוד יצוין כי להבדיל מן השיטה אצלנו, אין בדיני ניירות ערך במשפט האמריקאי טענת "סיכון כפול", וניתן לקיים כנגד מפר הליך אזרחי/מנהלי על ידי הרשות והליך פלילי על ידי התביעה הפדרלית במקביל או בזה אחר זה.

המלומד אוברג טוען כי הסנקציות המוטלות במסגרת הליכים אזרחיים המנוהלים על ידי ה-SEC בארצות הברית בהפרות איסור השימוש במידע פנים הן מרתיעות. בין היתר, הטלת עיצום כספי שגובהו עד פי שלושה מהרווח משמשת כגורם מרתיע מפני הפרת חוק פוטנציאלית וכן משיתה נטל כלכלי על הנתבע. בנוסף לכך, התביעות האזרחיות המוגשות על ידי ה-SEC כנגד מפירים משמשות כתמריץ לעידוד הגשת תביעות אזרחיות פרטיות על ידי משקיעים או חברות. אופצייה זו מגדילה את הציות לרגולציה בתחום זה, זאת מאחר שהמפר עומד בפני סיכון להגשת תביעה אזרחית פרטית כנגדו, בנוסף להליך המנוהל כנגדו על ידי הרגולטור, ומכאן שהסיכון הכולל בביצוע ההתנהגות האסורה גדל.

מספר ההליכים האזרחיים שמגישה ה-SEC בהפרה הנדונה הוא גדול לעומת מספר התיקים הפליליים המוגשים, כיוון שעלויות ניהול הליכים אזרחיים הן נמוכות יותר ונטל ההוכחה הנמוך מביא להצלחה גבוהה יותר בהליכים אלה. יש אף הטוענים שאכיפה אזרחית היא יותר אפקטיבית לשווקים הפיננסיים מאשר הליכים פליליים.²⁵

22 Lev Bromberg, George Gilligan & Ian Ramsay, *The Extent and Intensity of Insider Trading Enforcement – An International Comparison*, 17 J. CORP. L. STUD. 73 (2017).

23 Bromberg, Gilligan & Ramsay, שם, בעמ' 88–89; בהערת אגב אציין כי על פי מחקר זה כמות ההליכים יחסית לגודל האוכלוסייה במדינות האמורות אינה שונה באופן משמעותי מישראל. בכל הרשויות מדובר בעשרות בודדות של תיקים בתקופת המחקר, ואילו בארצות הברית הוגשו מאות הליכים.

24 שם.

25 Öberg, לעיל ה"ש 12, בעמ' 128.

דוגמה נוספת לשיטת משפט המתבססת בעיקרה על הליך אזרחי בתחום הפרות איסור השימוש במידע פנים היא שיטת המשפט ההודית. החוק ההודי כולל, החל משנת 1992, הן עבירות מידע פנים והן הפרות אזרחיות בגין שימוש במידע פנים. מרבית ההליכים בהודו הם אזרחיים, והוגשו כתבי אישום מעטים. בפסיקה בהודו נקבע כי על מנת להוכיח תיק במישור האזרחי, נדרש להציג ראיות קבילות וכן יש להוכיח ברמת הוכחה של הטיית מאזן ההסתברויות, להבדיל מן הנטל הפלילי. בית המשפט העליון בהודו באמצעות סטנדרט זה סבר כי השתת סטנדרט הוכחה בדומה למישור הפלילי תגרום לכך שלא ניתן יהיה להוכיח את התיקים.²⁶

בשיטות משפט מסוימות הדין כלל רק עבירה פלילית בנושא השימוש במידע פנים והוסיפו בשלבים מאוחרים יותר את האכיפה האזרחית על מנת לתגבר את האכיפה. דוגמה לכך היא שיטת המשפט האנגלית, שבה היה קיים איסור פלילי בנושא השימוש במידע פנים, אך לא נעשה בו שימוש לאורך השנים. בשנת 2000 הוסף איסור אזרחי על שימוש במידע פנים.²⁷ במאמרם של Gilbert & Tournai Rad סקרו המחברים מחקר כלכלי שניסה לנתח את ההשפעה של הוספת הכלי האזרחי על ההרתעה באנגליה, בפרמטרים כלכליים. החוקרים בדקו האם הוספת סנקציות אזרחיות הגבירה את ההרתעה משימוש במידע פנים. במחקר בחנו 412 חברות, בפרק זמן של שנה לפני חקיקת האיסור האזרחי ושנה לאחריה. בחנו פרמטרים של "מסחר מידע"²⁸ ויעילות בתמחור ניירות הערך. הרעיון היה שאם תוספת האיסור האזרחי הרתיעה מפירים, אזי נצפה לראות פחות מסחר מידע וגידול ביעילות בתמחור. התוצאות הראו הפחתה במדידת מסחר מידע, במיוחד אצל חברות עם סיכון גדול יותר לשימוש במידע פנים, אם כי לא הראו שינוי משמעותי בשיפור מדידת יעילות בתמחור ני"ע. מסקנת המאמר היא כי ההפחתה במסחר מידע מלמדת על כך שתוספת הסנקציות הכספיות האזרחיות תרמה לחיזוק ההרתעה בכך שיש סיכוי גבוה יותר לתפיסה ולהעמדה לדין וייחוס אחריות.²⁹ המשפט הפלילי באנגליה עבר גלגול נוסף, ובשנת 2008 הוסף בדין האנגלי איסור פלילי חדש של Market Abuse, שכלל גם את ההתנהגות הגלומה באיסור השימוש במידע פנים. בשנת 2009 הוגש כתב האישום הראשון בנושא זה. מאותה עת הופעל ההליך הפלילי ותפס בעשור השני של שנות האלפיים קצת יותר ממחצית מנפח התיקים שהוגשו.³⁰ המלומד Oberg, שבחן את יישום האיסור באנגליה ובמדינות אירופיות נוספות, לאחר הוספת העבירה הפלילית של Market Abuse, סבר כי עדיין החשש להיתפס ולהיות מורשע בעבירה פלילית הוא נמוך עקב תת-אכיפה של המישור הפלילי. הוא סבר כי אם תו המחר לעבירה הפלילית יהיה מאסר בפועל, יהיה לכך אלמנט מרתיע מסוים. לטעמו, אין לזנוח את

26 Sethi, Chanda & Agarwal, לעיל ה"ש 12, בעמ' 207. Gayatri Puthran, *Litigating Insider Trading: Decoding Evidence in Cases under SEBI Regulations*, 14 NUJS L. REV 389, 409 (2021).

27 Gilbert & Tourani-Rad, לעיל ה"ש 12, בעמ' 2623, 2635.

28 מסחר לפני פרסום דיווחים מהותיים של חברות.

29 Gilbert & Tourani-Rad, לעיל ה"ש 12, בעמ' 2623, 2635.

30 Bromberg, Gilligan & Ramsay, לעיל ה"ש 22 בעמ' 90.

המישור הפלילי בתחום האכיפה של איסור השימוש במידע פנים, אלא יש לקיימו בצד אכיפה משמעותית במישור האזרחי, שיש לה, לטעמו, אלמנטים מרתיעים.³¹

באוסטרליה, בדומה לאנגליה, החוק כלל בתחילה עבירה פלילית בלבד, אך לאור קשיי ההוכחה במישור הפלילי הוספה בשנת 2001 הפרה אזרחית של איסור השימוש במידע פנים ככלי נוסף של אכיפה בידי רשות ניירות ערך האוסטרלית. נטל ההוכחה, כמקובל במישור האזרחי, הוא הטיית מאזן ההסתברויות. לרשות האוסטרלית ישנם גם כלים מנהליים כגון צו מניעה, צו הקפאת נכסים, פיצויי השבה וכולי וכן אפשרות להגיע להסדרי אכיפה.

על אף הוספת הכלי האזרחי, ובו הנמכה של נטל ההוכחה הנדרש, לא הביא הדבר להגברת ההרתעה והאכיפה של האיסור. הסיבה לכך היא כי לאחר עשור של יישום התברר כי בית המשפט נוטה לאמץ הגנות מן התחום הפלילי בהליכים האזרחיים, כגון חיסיון מפני הפללה עצמית, וכן בתי המשפט אינם כופים גילוי מסמכים. נטיית בית המשפט האמורה היא בשל כך שהראיות המוצגות בהליך האזרחי של הרגולטור מול המפר יכולות להיות בסיס לתביעה אזרחית של המשקיעים כנגדו. לפיכך, התברר כי ההליכים האזרחיים מורכבים וניהולם ארוך יותר שמשחשבו מנסחי תיקון החוק. מצב זה דומה במידת מה להתפתחויות בהחלטות ועדת האכיפה בישראל, שבהן גם ועדת האכיפה אימצה את הכלל של הגנה מן הצדק וביטלה אישום בתיק מנהלי בשל פגמים פרוצדורליים בהליך הבירור המנהלי, בהליך בעניין **רבד**.³²

במקביל התגבשה ביקורת באוסטרליה, וכן בהונג קונג בה יש מצב משפטי זהה בהקשר זה, על כך שרשויות התביעה הפלילית אימצו מדיניות של הימנעות מתביעה של מקרים מורכבים של עבירות שימוש במידע פנים כאשר סיכויי הצלחה הם פחות ודאיים. כתוצאה מכך, הן טיפלו במספר קטן מדי של מקרים.³³ כמו כן, בחינת נתוני התיקים הפליליים באוסטרליה והונג קונג הראתה כי במרבית המקרים לא מוטלים עונשי מאסר בפועל, אלא מאסרים בעבודות שירות או מאסרים על תנאי.³⁴

ניתן לסכם ולומר כי הרשות באוסטרליה מעדיפה את השימוש בכלי הפלילי לאור הצלחה בהשגת הרשעות (אם כי יש הטוענים כי, כאמור, ההתמקדות היא במקרים פשוטים, ואין הטלת מאסר בפועל בכלל). בנוסף, מלומדים באוסטרליה ספקנים באשר ליכולת של עיצומים כספיים להרתיע את המפירים, ההליכים האזרחיים הפכו למורכבים יותר כאמור, וישנה אי־בהירות באשר לסטנדרט ההוכחה הנדרש בהליכים אלה.³⁵

מקרה מבחן מעניין הוא החוק **בסינגפור**, אשר אימץ את נוסח החוק המתוקן באוסטרליה ככתבו וכלשונו וכלל גם עבירה פלילית וגם הפרה אזרחית. אך בעוד באוסטרליה נשענים לרוב על הסמכות הפלילית, בסינגפור מטופלים תיקי מידע פנים כמעט באופן בלעדי תוך שימוש

31 Öberg, לעיל ה"ש 12, בעמ' 127.

32 Duffy, לעיל ה"ש 14, בעמ' 153–154; ת"מ 6/20 "י"ר רשות ניירות ערך נ' רבד בע"מ (נבו) (30.11.2021).

33 Hon Kiu Chan, Raymond Siu Yeung Chan & Jhon Kong Shan Ho, *Enforcement of insider trading law in Hong Kong: what insights can we learn from recent conviction?* 28 AUSTL. J. CORP. L. 271, 280 (2013).

34 שם, בעמ' 300.

35 Bromberg, Gilligan & Ramsay, לעיל ה"ש 22, בעמ' 42.

בסמכות האזרחית. בנוסף, מרבית התיקים מסתיימים בהסדרי אכיפה. מעניין לציין כי היחס של המשפט הסינגפורי לאיסור השימוש במידע פנים הוא יוצא דופן, שכן בסינגפור יש את רמת הפשע הנמוכה בעולם והיחס שלהם לעבירות, גם מינוריות יחסית (כגון ונדליזם), הוא מחמיר וכולל נתיב פלילי ומאסרים בפועל.³⁶

בחינת העונשים המוטלים בהליכים בשתי המדינות מעלה כי, כאמור, בית המשפט באוסטרליה נוטה להטיל מאסרים בעבודות שירות או על תנאי בתיקים הפליליים.³⁷ בסינגפור, לעומת זאת, העיצומים שהוטלו בהליכים האזרחיים גבוהים מאלה של אוסטרליה. באוסטרליה גובה העיצום היה בערך כמו שיעור הרווחים שהופקו בעבירה, ואילו בסינגפור היה העיצום הכספי גדול בממוצע פי 2.5 מהרווחים שהופקו.³⁸

רשות ניירות ערך בסינגפור בחרה להתמקד בהליכים האזרחיים/מנהליים מתוך הרצון להגביר את היעילות וכן לשלוט על התהליך במישור האזרחי/מנהלי, אשר מסתיים לעיתים קרובות בהסדר אכיפה. ואכן, רוב ההליכים האזרחיים בסינגפור הסתיימו בהסדרים שכרתה הרשות, ולא בהטלת קנס על ידי בית המשפט.³⁹ בנוסף לכך, הרשות בסינגפור סברה כי ההתנהגות הכרוכה בשימוש במידע פנים אינה פלילית במובהק ולכן העדיפה לטפל באכיפתה במסגרת אזרחית.⁴⁰ הליכים אזרחיים הועדפו גם בשל סטנדרט הוכחה נמוך יותר וגמישות רבה יותר המותירה שיקול דעת רחב יותר לרשות ניירות ערך.⁴¹

בשונה מאוסטרליה, ההליכים האזרחיים ו/או המנהליים מהירים ויעילים יותר בסינגפור.⁴² בנוסף, במעט התיקים שבהם הופנו המקרים להליך הפלילי, בתי המשפט סירבו להטיל מאסרים מכל סוג בעבירות השימוש במידע פנים, בהתבסס על העמדה שהקורבן אינו מזוהה (הקורבן הוא הציבור).⁴³ כנגזר מכך, עמדת הרשות בסינגפור היא כי אם העונש המקובל בהליך הפלילי בגין שימוש במידע פנים על ידי בית המשפט הוא ממילא קנס, הרי שהגינוי לפנות להליכים האזרחיים או המנהליים מהירים ויעילים יותר.⁴⁴

לסיכום נקודה זו, נראה כי בשיטות המשפט כגון בארצות הברית ובסינגפור, שם ישנה מורשת של שימוש בהליכים האזרחיים ו/או המנהליים לטיפול בהפרות של שימוש במידע פנים, ההליכים האזרחיים הוכחו כיעילים ומהירים יותר ונטל ההוכחה הנמוך נשמר, דבר שהביא להצלחת ההליכים בבית המשפט ו/או בעריכת הסדרים על ידי הרשות. בהליכים הוטלו עיצומים בשיעור גבוה עד פי שלושה משיעור הרווח/מניעת ההפסד, ובאופן כללי טופלה מסה גדולה יחסית של תיקי מידע פנים. בשיטת המשפט האוסטרלית לא צלח המסלול האזרחי/מנהלי, כנראה עקב כך שלא היה בו שימוש רב, וגם בשל כך שבתי המשפט יישמו

36 שם, בעמ' 4–5.

37 שם, בעמ' 59–60.

38 שם, בעמ' 36–37.

39 שם, בעמ' 60.

40 שם, בעמ' 38, 55.

41 שם, בעמ' 48–49.

42 שם, בעמ' 48–49.

43 שם, בעמ' 50.

44 שם.

במסגרת הדיונית הגנות שונות מהמשפט הפלילי ובכך טשטשו את ההבדלים בין ההליכים ונפגעו גם יעילות ההליך ומהירותו.

בחינת המסלול המועדף לטיפול בהפרת איסור השימוש במידע פנים מעלה כמה שאלות משנה. אחת מהן היא איזה מסלול גורם ליותר הרתעה, העונשים במישור הפלילי או הסנקציות האזרחיות/מנהליות? נראה כי לפי הספרות המחקרית בנושא השאלה נותרה בלתי פתורה. יש הסבורים כי האכיפה הפלילית מרתיעה יותר מאשר האכיפה המנהלית בגלל חומרת הסנקציות, הכוללות מאסר בפועל ופגיעה במוניטין.⁴⁵

לעומת דעה זו, ישנם מלומדים, כגון ר'צ'רד פוזנר,⁴⁶ שטוענים כי האכיפה האזרחית/המנהלית מרתיעה יותר בשל יכולות התפיסה וההעמדה לדין ומהירות ההליך, הגבוהות יחסית, המגבירות בה את אלמנט הוודאות בענישה. אלמנט זה מקדם הרתעה באופן יעיל יותר מאשר החמרת הענישה.⁴⁷ פוזנר סבר כי עיצום כספי עדיף על מאסר בפועל כיוון שעלותו נמוכה יותר והוא יהיה לא פחות יעיל, אם יוטל כך שיהפוך את הנאשם לחסר יכולת מבחינה כלכלית. לכן האפקט שלו בעניין הסיכון לביצוע הפרות עתידיות יהיה דומה למאסר.⁴⁸ מעבר לכך, גם אם נטען כי מידת ההרתעה הגלומה בשני האמצעים (פלילי ואזרחי/מנהלי) היא זהה, כיוון שעלות אכיפת העיצום היא נמוכה יותר הוא עדיף.⁴⁹

טענה נוספת היא כי ההרתעה מהטלת מאסר שאינו לתקופה משמעותית ולכן גם אינו יוצר אפקט של הד ציבורי לחומרה היא קטנה, ובמקום בו גם סיכויי התפיסה של העבריין הם קטנים מאחר שתדירות החקירות וההעמדה לדין נמוכה, והליך האכיפה הוא איטי, הרי שקיומו של אמצעי המאסר בהליך הפלילי אינו מרתיע.⁵⁰

למשל, בניו זילנד, שם חוקקו עבירות השימוש במידע פנים בשנת 2008, נערך מחקר כחמש שנים לאחר הוספת הכלי הפלילי. המחקר הראה שבפרמטרים של עלות המסחר, רמת האסימטריה במידע והסבירות ל"מסחר מיועד", הוספת הסנקציות הפליליות הרעה את המצב במקום לשפרו. השערת הכותבים היא כי הסיבה לכך היא התדירות הנמוכה של ההעמדה לדין.⁵¹

טיעון הנגד לעמדת פוזנר הוא כי העיצומים הכספיים אינם מרתיעים מאחר שאינם מוטלים באופן אופטימלי, וכן כי המפירים מסוגלים להסתיר את מעשיהם בדרכים שונות, למשל, להחביא נכסים, להסיט הכנסות, להגדיל הוצאות וכולי. מעבר לכך, עיצומים כספיים אינם מבטאים גינוי ציבורי מוסרי. העיצום נתפס כמחיר לביצוע ההפרה.⁵² בנוסף, הטלת עיצום

45 שם, בעמ' 56.

46 Richard Posner, *Optimal Sentence for White Collar Criminals*, 17 AM. CRIM. L. REV. 409 (1980).

47 Bromberg, Gilligan & Ramsay, לעיל ה"ש 22, בעמ' 59–58.

48 Posner, לעיל ה"ש 46, בעמ' 410.

49 Öberg, לעיל ה"ש 12, בעמ' 131.

50 Bromberg, Gilligan & Ramsay, לעיל ה"ש 22, בעמ' 59–58.

51 Bart Frijns, Aaron Gilbert & Alireza Tourani-Rad, *Do Criminal Sanctions Deter Insider Trading*, 48 Fin. Rev., 205, 228 (2013); Öberg, לעיל ה"ש 12, בעמ' 122.

52 Öberg, שם, בעמ' 132.

כספי כאמצעי ענישה לעבירות השימוש במידע פנים מעלה חשש לפגיעה בעקרון השוויון וכי אנשים בעלי מעמד והשפעה יידרשו לשלם עיצום בלבד, ואילו מעוטי השפעה ומעמד יישלחו להליכים הפליליים ולמאסר.⁵³

סנקציית מניעת כהונה של נושא משרה הקיימת באכיפה המנהלית עוררה אף היא ויכוח על מידת ההרתעה הגלומה בה, בצידו של העיצום הכספי או בנפרד ממנו. באנגליה וקנדה נתפסת סנקצייה זו כאמצעי למניעת הישנות ההפרה יותר מאשר עונש מרתיע וגמול על מעשי עבר, בעוד בארצות הברית רואים זאת כאמצעי עונשי.⁵⁴ סנקצייה זו פוגעת בכיס ובמוניטין על ידי כך שהיא פוגעת באפשרויות תעסוקה עכשוויות וגם עתידיות של מפירים. יצוין כי הסנקצייה אינה חובקת את כל התפקידים שהמפירים הפוטנציאליים עשויים למלא, ועובדה זו מנמיכה את האלמנט ההרתעתי הגלום בה. למשל, באנגליה ניתן להפעיל סנקצייה זו רק כאשר המפר מצוי בהליכי חדלות פירעון וכתחליף לתשלום עיצום. בארצות הברית רבים מן המפירים כלל אינם חברי דירקטוריון, אלא סוחרים שקיבלו מידע מאיש פנים ואינם נושאי משרה, כך שסנקצייה זו אינה רלוונטית לגביהם. בנוסף, חלק מן המפירים אינם מצויים בעמדות בכירות בתאגיד, ולפיכך הסנקצייה אינה רלוונטית כלפיהם.⁵⁵ עוד צוין, כי ניתן לעקוף סנקצייה זו בקלות יחסית, שכן חלק מהמפירים משמשים כדירקטור למעשה או כדירקטור צללים בחברה, גם בהיותם מועסקים כיועץ חיצוני או עובד פחות בכיר בתאגיד. בחלק מהמקרים בן זוגם מחליף אותם בדירקטוריון.

על אף ההסתייגויות דלעיל, סנקצייה זו נחשבת בפסיקה וכן בספרות כמרתיעה ודומה בהשפעותיה למאסר. הסנקצייה פוגעת במוניטין ומשדרת לציבור שהאדם הנדון עשה משהו בלתי מוסרי. עונשים כגון אלה מתפרסמים בעיתון, וקולגות של הדירקטורים נחשפים למידע זה. בארצות הברית מחקרים העלו כי דירקטורים מורתעים מהסנקצייה הזו.⁵⁶ מצד שני, נטען כי בכל זאת סנקצייה זו אינה מרתיעה בדומה למאסר בפועל משום שמאסר בפועל כרוך בשלילת חירות.

שאלת משנה נוספת המתעוררת במשטרים שבהם בידי רשות ניירות ערך סמכויות אכיפה אזוריות ומנהליות גם יחד היא האם יש לנתב את תיקי מידע הפנים למישור האזורי או המנהלי. למשל, בארצות הברית ל-SEC יש סמכות לחקור תיקי מידע פנים במישור האזורי ובתום החקירה לנהל הליכים אזוריים בבית המשפט הפדרלי כנגד מפירים, או לנתב את התיק להליך מנהלי בפני שופט מנהלי הממונה על ידי הרשות. ישנה ביקורת על ה-SEC ביחס לשימוש המוגבר שנעשה על ידה בתיקי מידע פנים בהליך האזורי בבית המשפט הפדרלי, במקום ההליך המנהלי. נטען כי להבדיל מן ההליכים הפליליים המוגשים על ידי התביעה

53 שם.

54 שם.

55 שם, בעמ' 134–135.

56 שם.

הפדרלית רק בתיקים עם סיכויי הצלחה גבוהים, הרי שהראיות בתיקים האזרחיים קלושות יותר ולכן התוצאות בתיקים אלה מעורבות.⁵⁷

ישנם הסבורים כי להליך התביעה האזרחית בארצות הברית יש נוקשות שאינה קימת בהליכים המנהליים. בהליך האזרחי ישנה הכרעה כי הנתבע המפר פעל תוך ביצוע תרמית שכן סעיף התרמית הכללי הוא הסעיף שמכוחו מוגשות התביעות האזרחיות על שימוש במידע פנים. כמוסבר לעיל בפרק המבוא, איסור השימוש במידע פנים צמח מתוך איסור התרמית הכללי שבחוק ניירות ערך האמריקאי משנת 1934 ונקבע לראשונה בהחלטה מנהלית, והסנקציות המושגות בתביעה האזרחית מאוד נוקשות, למשל, פיצוי והשבה מלאים ועיצום כספי עד פי שלושה מסכום הרווח וכדומה. כאשר מדובר ביחיד, עשוי הדבר לגרום להרס כספי ואיון הקריירה. המלומד Crimmins סבר כי ישנם תיקים שבהם יש נסיבות מקילות שאינן מצדיקות פתיחה בהליך מחמיר כגון זה. למשל, כאשר מדובר בפעילות בהיקף קטן; יסוד נפשי נמוך; או ספק מסוים לגבי מהותיות המידע. יש הסבורים כי בנסיבות מקילות ניתן לנקוט הליך מנהלי בהסכמה וללא קביעת ממצאי תרמית, על ידי כריתת הסדר אכיפה ללא הודאה מלאה. סנקציות אפשריות נוספות בהליך המנהלי, כגון צו מניעה וכן החרמה של רווחי העבירה, הן אמצעים יצירתיים המציגים דרך אלטרנטיבית להעניש כגמול על המעשים, וזאת לעומת קביעת ממצאי תרמית בהליך האזרחי המסתיימים לעיתים קרובות בהרס כלכלי של המפר והרס הקריירה. התנהלות כגון זו עשויה להיות יעילה יותר ותפנה את הרשות לעסוק במשימות ובתיקים אחרים.⁵⁸

לסיכום ביניים של פרק זה, התובנה העולה מן הדיון דלעיל היא כי טיפול במקרי השימוש האסור במידע פנים באמצעות הליכים אזרחיים ו/או הליכים מנהליים עשוי לתרום להגברת אכיפת האיסור. לפיכך, מומלץ כי המקרים הקלים והבינוניים ביחס לאיסור זה ינותבו להליך המנהלי, במקום ניתובם כפי שהיה עד עתה למישור הפלילי כמעט באופן בלעדי. יצוין כי להבדיל מן השיטה האמריקאית ושיטות נוספות, בישראל אין לרשות ניירות ערך סמכות להגיש תביעות אזרחיות כנגד מפירים בשל הפרת איסורים בחוק ניירות ערך ו/או על פי פקודת הנזיקין. תביעות אזרחיות בדיני ניירות ערך לסוגיהן מוגשות במסגרת אכיפה פרטית על ידי ציבור המשקיעים, ונראה כי תחום זה הוא תחום מפותח. לרשות ניירות ערך יש כאמור סמכות אכיפה במישור האכיפה המנהלית עם הוספתו של פרק ח4 לחוק ניירות ערך בשנת 2011. נציע לשקול טיפול אכיפתי מוגבר בהפרת איסור השימוש במידע פנים באמצעות ההליכים המנהליים במקביל להמשך טיפול במישור הפלילי במקרים החמורים כאמצעי להגברת האכיפה ותוחלת ההעמדה לדין.⁵⁹ יצוין כי בדומה להליכים מנהליים בשיטות משפט זרות, נטל ההוכחה בהליך המנהלי בישראל הוא כנטל ההוכחה במשפט אזרחי, והיסוד נפשי

Stephen J. Crimmins, *Insider Trading Where is The Line*, 2013 COLUM. BUS. L. REV. 330, 364.

58 שם, בעמ' 367.

59 ראו דיון בפרק 2.2. בהוכחת תיקי מידע פנים באמצעות סט של ראיות נסיבתיות. שם צוין כי על אף קיומם של ההליכים המנהליים מזה כעשור בשיטת המשפט בישראל, מיעוטם של המקרים מנותבים למישור המנהלי.

הנלווה להפרות המנהליות הוא רשלנות ו/או אחריות קפידה, ולכך יש השלכה לעניין סיכויי ההצלחה בהוכחת ההפרות בהליכים אלה.

ניתן ללמוד מניסיוןן של שיטות משפט אחרות בתחום זה ביחס לגובה העיצומים המושגים, העולה באופן ניכר על הרווח שהופק או מניעת ההפסד, וכן השמירה על יעילות ההליכים. בשיטות משפט שבהן צלחה האכיפה המנהלית ו/או האזרחית, העיצומים הגבוהים שהושגו, כמו גם סנקציית מניעת הכהונה, הביאו להגברת ההרתעה וכנגזר מכך גם להגדלת השימוש בכלי זה. עלייה בכמות ההליכים המנוהלים הביאה מצידה לגידול בסיכויי התפיסה של העבריינין וגם בכך להגברת האכיפה.

בשיטות שבהן נשמרה יעילות ההליך הביא הדבר גם ליישומו באופן נרחב וכתוצאה מכך להגברת ההרתעה. מן הדין האוסטרלי ניתן ללמוד כי יש לנקוט זהירות באימוץ מלא של ההגנות מן הדין הפלילי באופן ישיר בהליכים אלה. למעשה, אין הצדקה להקנות את מלוא הזכויות הקיימות לחשוד בפלילים בהליך המנהלי בדיני ניירות ערך בישראל, זאת בהתחשב במהותם של ההליכים המנהליים – שיטה שאינה משיתה סנקצייה של מאסר מסוג כלשהו וכן אינה מטילה סטיגמה של עבריינין על המפר בהיות ההפרות דגן הפרות רשלנות/אחריות קפידה. בעניין זה, יש לזכור שכשני שלישי מן ההליכים המנהליים בדיני ניירות ערך בישראל מסתיימים בהסדרי אכיפה, שבחלק מן המקרים הם ללא הודאה מלאה,⁶⁰ וגם לאלמנט זה יש משמעות ביחס לסטיגמה המוטלת על המפר. כל אלה הופכים את ההליך המנהלי להליך מקל יותר ו"רך" יותר בתוצאותיו, שאינו מחייב קניינית זכויות לחשוד בהיקף הזהה לזה שבהליך הפלילי.⁶¹ בנוסף לכך, בחינת ההליכים המנהליים בכל העולם מעלה כי היעילות היא מטרה מרכזית העומדת בבסיסם, והפיכת ההליך המנהלי ל"תאום" של ההליך הפלילי עשויה להופכם למורכבים יותר ולפגוע ביעילותם. דבר זה עשוי להביא לשימוש מועט יותר בהליך ולהקטנת סיכויי התפיסה, וכנגזר מכך, ההרתעה.

מן הזווית של ההליכים הפליליים, הלכה מהותי שיש לטעמי לאמץ משיטות המשפט הזרות הוא כי יש חשיבות קריטית להטלת עונשי מאסר בפועל בכלא במקרים המתאימים על ידי בתי המשפט, כאמצעי מרכזי להגברת ההרתעה בתחום זה. יצוין כי בשנים האחרונות ניכרת בישראל מגמה של ירידה בענישה, ולרוב אין מוטלים עונשי מאסר בפועל בכלא בגין עבירות אלה.⁶²

60 נכון לחודש אפריל 2024 הוגשו לוועדת האכיפה 94 תיקים (הן ככתבי טענות והן הגשה כהסדר אכיפה במקום כתב טענות), 57 מתוכם הסתיימו בהסדרי אכיפה.

61 ראו דברי בית המשפט בעתירה בעניין אפריקה תעשיות שם דן הוא בהיות ההליך המנהלי מקל משמעותית מן ההליך הפלילי בהקשר לשאלה מה הוא נטל ההוכחה שיש לקבוע בהליך זה, ובקובעו כי הנטל צריך להיות דומה לנטל בהליכים האזרחיים, ולא כבהליכים הפליליים – עת"מ (מחוזי ת"א) 37447-10-13 אפריקה ישראל תעשיות בע"מ נ' רשות ניירות ערך (נבו 2.8.2014).

62 ראו לאחרונה שתי החלטות של בית המשפט המחוזי הכלכלי על ידי השופט בני שגיא שבהן הושגו במסגרת הסדר טיעון בגישור עונשים נמוכים על אנשי פנים – בעניין סודה סטרים מאסר חודשיים למנכ"ל דניאל בירנבוים שהופחת בחנינה חלקית ל-3 שבועות, 5 חודשים מאסר על תנאי וקנס בגובה 50,000 ש"ח שהיה נמוך משמעותית מן הרווח שהפיקה מקורבתו של איש הפנים ת"פ (מחוזי ת"א) 61866-12-21 מדינת ישראל נ' דניאל בירנבאום (נבו 23.10.2023); וכן בעניין

2. הוכחה על פי ראיות נסיבתיות

2.1 יצירת צ'ק ליסט בשיטות משפט זרות

לאור קשיי ההוכחה של עבירות ועבירות והפרות איסור השימוש במידע פנים, במקרים רבים מתקשה הגוף החוקר להשיג ראיות ישירות לביצוע העבירה/ההפרה, והתביעה מתבססת על ראיות נסיבתיות להוכחת העבירה/ההפרה. ראיות ישירות מוכיחות עובדה במישור באמצעות חפץ, מסמך או עדות על מה שאדם קלט בחושיו; לעומתן, ראיות נסיבתיות הן ראיות שיש בכוחן להוכיח את קיומן של נסיבות שניתן להסיק מהן בדרך של היסק לוגי ותוך שימוש בניסיון החיים ובשכל הישר את התקיימותה של עובדה הטעונה הוכחה.⁶³ הוכחה על בסיס ראיות נסיבתיות מעוררת את השאלה מה היא כמות הראיות הנסיבתיות הנדרשת ומה טיבן. במסגרת זו, ניסו בשיטות משפט מסוימות ליצור רשימה או "צ'ק ליסט" של ראיות נסיבתיות אשר בהתקיימן ניתן לומר כי הוכח שהמפר עשה שימוש אסור במידע פנים. ראשית אבחן גישה זו בכמה שיטות משפט שאימצוה, ובפרק הבא אדון בשאלה האם בישראל ניתן להוכיח את הפרת איסור השימוש במידע פנים במישורים הפלילי והמנהלי בראיות נסיבתיות והאם גם בשיטתנו התגבשה רשימה של ראיות כאלה היוצרות חזקה כי הפרת האיסור הוכחה.

מעניין לציין כי הרעיון לעשות סוג של צ'ק ליסט לראיות נסיבתיות צמח דווקא בהליך הפלילי, שבו נטל ההוכחה כבד, בכמה פסקי דין פליליים בארצות הברית בתחילת שנות האלפיים. יצירת רשימה של ראיות נסיבתיות, שהתקיימותן יוצרת חזקה של ביצוע של עבירה השימוש במידע פנים, מהווה אף היא דרך מקילה להוכחת עבירה זו.

בתי המשפט הדגישו כי ניתן להוכיח את עבירת השימוש במידע פנים גם על בסיס ראיות נסיבתיות בלבד. התביעה אינה נדרשת להציג "אקדח מעשן". פסקי הדין מנו את הפרמטרים הבאים כיוצרים חזקה כי עבירת השימוש במידע פנים בוצעה: (1) גישה של החשוד למידע; (2) יחסים חברתיים/קשר בין נותן המידע למקבל; (3) העיתוי של הקשר בין נותן המידע לחשוד ביחס לפעולת החשוד וביחס למועד פרסום המידע; (4) עיתוי המסחר החשוד יחסית למועד פרסום המידע; (5) דפוס המסחר החשוד – שהוא חריג יחסית לדפוס הרגיל אצל החשוד ו/או בהשוואה ליתר הסוחרים; (6) ניסיון להסתיר את המסחר או את היחסים בין נותן המידע למקבלו.

בהקשר של פרמטר הגישה למידע לא נדרשת הוכחה ישירה כי המידע הגיע לידי מקבל המידע, אלא די בכך שהייתה לו גישה אליו – למשל בעניין *Larrabee* דובר בנאשם עורך דין שעבד במשרד עורכי דין שמחלקה אחרת שלו עסקה במיזוג גדול שהתרחש באותה עת וייצגה בו צד. הוכח כי לנאשם הייתה גישה למידע בשל קשרי החברות שלו עם עורך הדין שטיפל במיזוג וכן בשל נגישותו למסמכי העסקה, שכן תיבות הדואר המשרדיות היו מול חדרו וכך גם

ווינברג, שם הושתו על איש פנים חיצוני 4 חודשי עבודות שירות, 6 חודשים מאסר על תנאי וכן קנס בגובה 50,000 ש"ח שהיה נמוך מן הרווח שהפיק בפעולתו במסחר (ת"פ (מחוזי ת"א) 212284-12-22 מ"י נ' מנחם ווינברג (פסקי דין פליליים 3.3.2024)).

63 ראו למשל, ע"פ 6167/99 בן שלוש נ' מדינת ישראל, פ"ד נז(6) 577, 586 (2003).

חדר הצילום. חברו לא זכר כי מסר מידע, אך לא שלל כי אזכר את העסקה כדרך אגב בשיחתם. נתונים אלה היו הבסיס לקביעת בית המשפט כי לנאשם הייתה גישה למידע, וביחד עם יתר הפרמטרים לעיל, שהתקיימו, הרשיע אותו.⁶⁴

יותר מכך, בעניין *Smith*, פסק דין משנת 1998, בית המשפט העיר כי די בהוכחת עיתוי המסחר החשוד בסמוך לשיחות טלפון עם אנשי הפנים או מוסרי הטיפ מכלי שני, וכן בכך שדפוס המסחר היה חריג מבחינת היקף הרכישות/מכירות או באופן המסחר, כדי ליצור הנחה חזקה לביצוע עבירה של שימוש במידע פנים. משמע, לפי עמדה זו לא נדרשת הוכחת כל הפרמטרים האמורים.⁶⁵

בפסק הדין הפלילי הידוע בעניין *Rajaratnam*, שבו נעשה שימוש לראשונה בתיקי מידע פנים בהאזנת סתר,⁶⁶ קבע שוב בית המשפט ברוח פסקי הדין דלעיל כי ניתן להשתמש במכלול ששת הפרמטרים האמורים של ראיות נסיבתיות אלה כבסיס להוכחה גם בהליך פלילי, ויישם את הצ'ק ליסט בשני אישומים שנשענו על בסיס ראיות נסיבתיות. יצוין כי תיק *Rajaratnam* הוא תיק ענק שבחלק מן האישומים היו בו האזנות סתר שתיעדו את העברת המידע, וכן בסופו של תהליך החקירה העידו גם עדים ששיתפו פעולה במתן עדות כנגד הנאשם המרכזי, כך שאין מדובר בתיק פלילי הנשען בכל חלקיו על ראיות נסיבתיות.

גישה זו של הוכחה על פי ראיות נסיבתיות היא שכיחה בארצות הברית גם בתיקים אזרחיים ומנהליים. בשנת 2022 היה ניסיון לסטות מגישה זו בפסק הדין בעניין *Clark*. שם דובר בבנקאי השקעות בשם קלארק שרכש מניות חברת CEB בסמוך להודעה על עסקת מיזוג ענקית שלה עם חברה אחרת. נטען כי הוא עשה שימוש במידע פנים על אודות העסקה שנמסר לו על ידי גיסו ששימש כאיש פנים בחברה. הרשות שמה דגש על מאמצים של קלארק לגייס כסף עבור הרכישות וכן על הקשרים בין נותן למקבל המידע: בכחב, בעל פה, בפלאפון וכן באירועים חברתיים שהם נכחו בהם ביחד. השופט בהחלטתו סבר כי הרשות לא עמדה בנטל ההוכחה שקלארק סחר על בסיס מידע פנים, מאחר שלא הוכיחה באופן מפורש שאיש הפנים ידע את מידע הפנים עובר לתחילת הרכישות על ידי קלארק וכן שהעביר מידע זה לקלארק.⁶⁷

אולם, רשות ניירות ערך האמריקאית ערערה לבית המשפט הפדרלי של המחוז הרביעי וערעורה נתקבל. בית המשפט חזר על ההלכה המקובלת בתיקים האזרחיים כי ניתן להוכיח תביעה אזרחית בראיות נסיבתיות בלבד.⁶⁸ בית המשפט המחוזי ניתח את הראיות להעברת המידע לקלארק בהתבסס על רשימת ראיות נסיבתיות: העובדה שהמסחר במניה החל ביום שבו הדירקטוריון קיבל את ההחלטה על המיזוג; קלארק לא סחר מזה עשור במניה עד לאירוע

United States v. Larrabee, 240 F.3d 18, 21–22 (1st Cir. 2001); United States v. McDermott, 245 F.3d 133, 137–39 (2d Cir. 2001); United States v. Hughes, 505 F.3d 578, 594 (6th Cir. 2007).

United States v. Smith, 155 F.3d 1051, 1069 (9th Cir. 1998) 65

Order Denying Judgment of Acquittal, United States v. Rajaratnam, 802 F. Supp. 2d 491, 499–505 (S.D.N.Y. 2011). ראו להלן פירוט פרטי פסק הדין בפרק 6. העוסק באמצעי של האזנות סתר. 66

SEC v. Clark, 2021 U.S. Dist. LEXIS 253629, 2021 WL 6932689 (E.D. Va. Dec. 13, 2021) 67

United States v. Clark, 60 F.4th 807, 813 (4th Cir. 2023) 68

הנדון; קלארק טרח טרחה רבה על מנת לגייס את הכספים לרכישה – נטל כספים מחשבון הפנסיה של אשתו, הלווה הלוואה אחת באחוז ריבית גבוה והלווה הלוואה שנייה מול שעבוד של רכבו; פעל במשך עשרה ימים; יעץ לבנו לרכוש את המניה והבן רכש; והרוויח רווח גבוה מאוד על פעולותיו על ידי כך שרכש אופציות "קול" ומימש אותן מייד לאחר פרסום המידע ועליית השער. מערכת ראיות זו הספיקה, לדעת ערכאת הערעור, כדי להוכיח במישור האזרחי את ביצוע ההפרה על ידו.⁶⁹

מדינות אחרות הלכו בעקבות הפסיקה האמריקאית האמורה ויישמו רשימת צ'ק ליסט של ראיות נסיבתיות בהפרת איסור השימוש במידע פנים בתיקים אזרחיים ו/או מנהליים. דוגמה אחת לניסיון כגון זה היא **במדינת קנדה, במחוזות אלברטה ואונטריו**. בפסק דין בעניין *Suman*⁷⁰ נפתח הליך מנהלי כנגד שיין סומאן שעבד במחלקת מערכות מידע של חברה ומסר מידע פנים לאשתו. תוכן המידע היה שהחברה שבה עבד עומדת לרכוש חברה ציבורית הרשומה בבורסת נאסד"ק. סומאן ואשתו רכשו מניות של חברת המטרה כמה ימים לפני שהמידע על אודות הרכישה פורסם והפך לציבורי ומכרו אותן לאחר פרסום המידע ברווח גדול.

הרשות במחוז אלברטה ייחסה לסומאן ולאשתו אחריות בביצוע הפרות מנהליות של שימוש במידע פנים על בסיס ששת הפרמטרים הנזכרים לעיל: 1. לסומאן הייתה גישה למידע בכך שיכול היה לראות את האימיילים שהיו קשורים לעסקה, אך לא הייתה כל ראייה כי בפועל נחשף אליהם. הרשות הציגה חיפוש שערך סומאן באינטרנט על חברת המטרה ועל המשפט של מרתה סטיוארט; 2. לנותן ומקבל המידע היו יחסי קרבה – העובדה שמדובר בבעל ואישה; 3. העיתוי של שיחות הטלפון של סומאן ואשתו ואורכן; ראיות על כך שהחליטו לרכוש ני"ע באותן שיחות (אם כי המפירים לא הודו כי הועבר מידע פנים בשיחות); 4. העיתוי של הרכישות היה סמוך לפרסום המידע; 5. דפוס המסחר הדגים גישה אנליטית חדשה של נטילת סיכון גבוה בביצוע הרכישות וכן ההיקף של הרווח היה יוצא דופן; 6. הכחשת סומאן שהוא רכש את מניות חברת המטרה בחקירתו הראשונה; התקנת תוכנה במחשב של סומאן שמוחקת באופן תמידי נתונים ומידע, זאת לאחר שהוזהר על ידי צוות הרשות שלא לעשות כן. נקבע לאור כל הראיות האמורות כי בוצעה הפרה.⁷¹

בית המשפט המחוזי באלברטה אישר את החלטת רשות ניירות ערך.⁷² בית המשפט קבע כי ההנחה שסומאן הפר את איסור השימוש במידע פנים היא סבירה. גישה זו של בית המשפט באלברטה זכתה לביקורת בשני פסקי דין שניתנו לאחר פסק דין זה ולא קיבלו את גישת הצ'ק ליסט כפי שהיא.

69 שם, בעמ' 814–815.

70 *Re Suman*, 2012 LNONOSC 176 (Ont. Sec. Comm.).

71 Shara N. Roy & Constanza Pauchulo, *Circumstantial Evidence and Insider Trading*, 44 Advoc. Q. 111, 116 (2015).

72 *Re Suman*, affirmed 2013 ONSC 3192 (Ont. Div. Ct.).

בפסק הדין בעניין *Holtby*⁷³ בחן בית המשפט לערעורים את החלטת הרשות הקנדית שניתנה על בסיס ששת הפרמטרים האמורים, אך קבע כי ראיות על גישה למידע לא יכולות בפני עצמן להוות בסיס לקביעה כי בוצעה הפרה. כך גם ראיות על פגישות ושיחות טלפון בין מוסר המידע למקבלו. בית המשפט קבע כי ללא ראיות מה נאמר בשיחות או בפגישות, לא ניתן לגזור מהן מסקנה על כך שבוצעה הפרה על ידי מסירת מידע פנים.⁷⁴ לטעמו, יש לשקול את הראיות לפי ההקשר הכללי, והסקת מסקנות מראיות נסיבתיות יש לה מגבלות. בית המשפט ציין כי זו עמדתו למרות הקשיים הידועים בהוכחת ההפרה גם במישור המנהלי.⁷⁵

בהחלטה מנהלית של הרשות הקנדית בהליך המנהלי בעניין *Azeff*⁷⁶ בחנה הרשות את ששת הגורמים בפסק דין סומאן כרשימה לא סגורה של ראיות נסיבתיות שיכולות להוות אינדיקציה להעברת מידע פנים ושימוש בו. נקבע כי אין הכרח שכל הפרמטרים יתקיימו בכל מקרה. פסק דין זה זכה לביקורת על כך שהרשות בחנה בנפרד את התקיימות הפרמטרים בתיק האמור בששת אירועי מידע פנים שבהם היה מעורב המפר, בכל אירוע בנפרד, ולא כדפוס כולל,⁷⁷ כפי שיש לבחון.⁷⁸ לטענת המבקרים, מכלול ראיות נסיבתיות עשוי לשמש ראיה מספקת במישור המנהלי בקנדה. יש לוודא כי נעשית הסתכלות הוליסטית על מכלול הראיות, ולא בדיקה טכנית של הפרמטרים.⁷⁹ סט של פרמטרים שמחליטים עליהם מראש ובודקים אותם מכנית עשוי להביא להחלטות מוטעות, הן להחמרה במקום שבו אין עמידה בנטל ההוכחה מסיבות אחרות, והן לפטור מאחריות, שלא בצדק.⁸⁰

הוצעו קווים מנחים לבחינת ראיות נסיבתיות – יש להבחין בין הנחה לספקולציה; לא תיתכן הנחה ללא ראיות אובייקטיביות שמהן ניתן להניח; העובדות צריכות להיות קשורות באופן מספק להנחות שגוזרים מהן. אפשרות או חשד לא די בהם; לא ניתן להניח הנחה שאינה הגיונית או אינה סבירה; ההנחה הנגזרת אינה חייבת להיות ההנחה האפשרית היחידה, כפי שנדרש במשפט פלילי. כאשר יש שתי אפשרויות במשפט האזרחי, הרי שהראיות צריכות לשכנע כי יש לנטות לטובת ההנחה של ביצוע המעשה הבלתי חוקי על מנת לקבוע שבוצעה הפרה.⁸¹ לטעמם של הכותבים Roy & Pauchulo, רשימת הפרמטרים של פסק דין *suman* היא מועילה, אך אינה רשימה סגורה ואין חובה כי כל הפרמטרים שבה יתקיימו. השקילה אינה נגמרת במעבר על הפרמטרים, אלא יש "לקחת צעד לאחור" ולהעריך את הראיות כמכלול ולשאול את עצמנו מה הן מגבשות.⁸² המלומד דאפי סבור כי בסיטואציה של מסירת מידע לאחר שעשה שימוש במידע, לא תמיד יהיה די בהתקיימות חלק מהפרמטרים דלעיל, למשל

73. *Re Holtby* 2013 ABASC 45 (Alta. Sec. Comm.)

74. Roy & Pauchulo, לעיל ה"ש 71, בעמ' 126.

75. שם, בעמ' 112.

76. *Re Azeff* 2015 LNONOSC 142 (Ont. Sec. Comm.)

77. Roy & Pauchulo, לעיל ה"ש 71, בעמ' 127.

78. שם.

79. שם, בעמ' 111.

80. שם, בעמ' 112.

81. שם, בעמ' 113-114.

82. שם, בעמ' 120.

קשר חברי וטלפוני בין הנאשם לאיש הפנים, ללא הצגת ראיות על תוכן השיחות כאשר שני הצדדים מכחישים מסירת מידע, ולא יהיה בהם די גם במישור האזרחי (שגם לו השלכות חמורות כספיות וכן מבחינת המוניטין).⁸³

הפסיקה האמורה היא מלפני עשור, ובשנים האחרונות ניתן לראות גישה אמביוולנטית בקנדה (וכן בארצות הברית) לגבי הוכחה על בסיס ראיות נסיבתיות.⁸⁴ למשל בקנדה בפסק דין *Finkelstien*⁸⁵ הדגיש בית המשפט לערעורים באונטריו כי ניתן להוכיח תיקי מידע פנים על בסיס ראיות נסיבתיות בלבד וכי לעיתים קרובות אין הוכחות ישירות למעשים. לעומת זאת, בהחלטת רשות ניירות ערך באונטריו בענין *Huchinson*⁸⁶ נאמר כי על הרשות להציג ראיות ברורות ומשכנעות כתנאי מקדמי לייחוס אחריות במידע פנים, ואין די בהצגת הסבר ששווה בהיתכנותו להסבר שנותן המפר להתנהגותו.

הודו, כמוסבר לעיל בפרק הקודם, היא דוגמה לשיטת משפט שבה מוגשים מרבית תיקי מידע הפנים לבתי המשפט בהליכים אזרחיים, ובהם נטל ההוכחה הוא נטל הוכחה של הטיית מאזן ההסתברויות. מעניין לראות כי הפסיקה בשיטת משפט זו התפתחה באופן שבו גם אם מתקיימים רק חלק מששת הפרמטרים בצ'ק ליסט הנזכר לעיל, ניתן לקבוע אחריות במישור האזרחי כלפי החשוד בהפרה. בעבר, עד שנת 2012, נטו בתי המשפט שלא להסתפק בראיות נסיבתיות להוכחת ההפרה, למשל ראיות על קשר עם איש הפנים וכן דפוסי מסחר חריגים לא היה די בהן. בשנים האחרונות נקבע בפסיקה כי אם מתקיימים הפרמטרים של קשרים בין איש הפנים למקבלי המידע וכן דפוסי מסחר חריגים של המעורבים הרי שדי בכך כדי לקבוע כי מכלול הראיות הנסיבתיות מורה על הסתברות גבוהה יותר כי בוצעה הפרה וקמה חזקה או הנחה כי ההפרה בוצעה, או אז עובר הנטל למפר לספק ראיות ישירות שיפריכו הנחה זו.⁸⁷ במידע פנים הנוגע לדו"חות הכספיים של החברה, עובדי המחלקה הפיננסית בתאגיד מוחזקים כמי שבידיהם מידע פנים כיוון שהם עוסקים בהכנת הדו"ח הפיננסי. לפיכך, המעמד והתפקיד של האדם יכולים להעיד על קרבתו למידע הפנים ועל הסבירות שהחזיק במידע.⁸⁸ יש הנחה שאדם בתפקיד בכיר בחברה חשוף למידע פנים, אך כאשר יש מידור בחברה ומידע מסוים חשוף רק לכמה בכירים ומוכח כי למפר לא הייתה גישה למידע זה בצינורות המקובלים

Russel G. Ryan, *Uncivil Procedure - The Need for Heightened Due Process Protection in SEC Enforcement Prosecutions*, 38 CRIM JUST. 12, 20 (2023) 83

Lawrence E. Ritchie, Marleigh Dick & Mashoka Mimona, *U.S Court challenges SEC's circumstantial evidence insider trading evidence*, OSLER (3/2/2022), <https://tinyurl.com/ykphzs64> 84

Finkelstien v. Ontario Securities Commission, 2018 ONCA 61 (2018) 85

Re Huchinson, 2019 ONSEC 36 (Ont. Sec. Comm.) 86

Sethi, Chanda & Agarwal, לעיל ה"ש 12, בעמ' 207; באחד המקרים שבהם הצליחה תביעת רשות ני"ע, איש הפנים ואחיו הכחישו כי הועבר ביניהם מידע, אך נתוני המסחר הראו כי שניהם סחרו באותה עת במניה במשך כמה ימים, הרכישות בוצעו בסמוך לפרסום המידע והמניות נמכרו יום לאחר הפרסום. אחד מן הנאשמים הצביע על כתבה חיובית שפורסמה בנוגע למידע שאחר כך פורסם, אך כיוון שהכתבה פורסמה כחודשיים לפני פרסום המידע ולא נכלל בה כל המידע הרלוונטי, היא לא נחשבה כראיה בעלת משקל. Puthran, לעיל ה"ש 26, בעמ' 409. 87

Puthran, שם בעמ' 404. 88

בחברה (על ידי סקירת תיבת האימייל/יומן פגישות ו/או עדויות על אירועורבות), אלה ראיות נסיבתיות לטובתו שלא החזיק במידע.⁸⁹

מאמרים שנכתבו בשנים 2020–2021 ביקרו את הפסיקה האחרונה ואת גישת הרשות ההודית הנשענת לצורך הוכחת ההפרה במישור המנהלי רק על קשרים בין אנשי הפנים למקבלי המידע, עצם ביצוע המסחר על ידי החשודים ודפוסו. נטען כי עד כדי כך הרחיבו בתי המשפט את ההישענות על פרמטרים אלה, שאפילו חברות בפייסבוק נחשבת לראיה קבילה על קשר בין איש פנים למקבל מידע, ובסיס לטענה כי קמה חזקה לשימוש במידע פנים. כותבי המאמרים סבורים כי מדובר בצעד רחוק מדי קדימה בהנמכת נטל ההוכחה.⁹⁰

בשנת 2022, בית המשפט העליון בהודו בפסק דין *Balram*⁹¹ הגביל את ההישענות על ראיות נסיבתיות אם כי לא פסל אותה לחלוטין. נקבע כי ראיות כמו עיתוי המסחר הקרוב לפרסום המידע ודפוס מסחר חריג, אין די בהן.⁹² בית המשפט קבע כי הבחירה של החשוד למכור את המניות בעיתוי שבו מכר הייתה אישית ומסחרית; כי יש להוכיח פוזיטיבית קשר שבמסגרתו הועבר מידע פנים על ידי ראיות משכנעות כגון מכתבים, אימיילים, עדים, ולא על ידי הנחה כי הצדדים קרובים. הישענות רשות ניירות ערך ההודית על הדפוס והעיתוי של הפעולות במסחר אינה מספיקה.⁹³ לעומת כותבי מאמרים, בית המשפט העליון בהודו קבע למעשה כי הסטנדרט של הטיית מאזן ההסתברויות בתיקים אלה הוא גבוה יותר.⁹⁴ כלומר, נדרש להראות ראיות רבות יותר וברורות יותר על מנת לעמוד בנטל ההוכחה של הטיית מאזן ההסתברויות.

אציין בהקשר זה כי גם בארצות הברית, יש הסבורים כי לאור הסנקציות הרציניות המוטלות בהליכים המנהליים ובהליכים האזרחיים בחוק ניירות ערך בארצות הברית, למשל עיצומים בגובה שעשוי להגיע לביליונים של דולרים, וכן סנקציות כגון מניעת כהונת נושאי משרה וצווים שונים, יש להעלות את סטנדרט ההוכחה בהליכים אזרחיים ומנהליים ל"ראיות ברורות ומשכנעות", ולא להטות קלה במאזן ההסתברויות על פי המבחן המקובל במשפט האזרחי; זאת, במיוחד בתביעות שיש בהן אלמנט של תרמית, בדומה לנטל ההוכחה הגבוה יותר בתביעות האזרחיות בגין עוולת התרמית בנזיקין.⁹⁵

89 שם.

90 Sethi, Chanda & Agarwal, לעיל ה"ש 10, בעמ' 207-208; Puthran, לעיל ה"ש 26, בעמ' 409; A. Sable & A. Patil, *Raising Standard of Proof for Insider Trading: A Reality Check*, 2 INDIAN J. INTEGRATED RESCH. L. 1, 11-12 (2022).

91 Balram Garg v. SEBI, Civil Appeal No. 7054 OF 2021.

92 Sable & Patil, לעיל ה"ש 90.

93 Sable & Patil, שם בעמ' 12.

94 Pritika Kumar, Vishesh Sharma & Moksh Roy, *Standard OF Proof in Insider Trading Cases – To be Caught, it should be More*, CORNELLIA CHAMBERS (13/10/2023), <https://tinyurl.com/m4taahsk>.

95 Sable & Patil, לעיל הערה 90, בעמ' 13-14.

נראה כי בשיטות משפט שונות אימצו רשויות ניירות ערך ובתי המשפט את הגישה כי ניתן להוכיח תיקי מידע פנים על בסיס ראיות נסיבתיות, והן נשענות בעת ההוכחה למעשה על כל ששת הפרמטרים או על חלקם.

2.2 הוכחה על בסיס ראיות נסיבתיות בישראל

בישראל, באים לידי ביטוי כל אותם קשיי הוכחה מעשיים שנדונו לעיל. בתיקי מידע פנים במישור הפלילי, לעיתים קרובות מכחיש הנאשם כי קיבל מידע מאיש הפנים שאליו הוא מקורב, ואיש הפנים מצידו מכחיש אף הוא את מסירת המידע ו/או מכחיש כי ידע את מידע הפנים בעת שביצע עסקאות בני"ע של החברה במסחר עובר לפרסום מידע הפנים. זאת ועוד, במקרים רבים בתיקי מידע פנים קיים קושי בהשגת ראיות פורנזיות ישירות כדוגמת תכתובות (אימיל, וואטסאפ, מסרונים וכיוצא בזה) ו/או הקלטות של שיחות שנערכו בין המעורבים, שכן העברת המידע נעשית בדרך כלל במחשכים. לפיכך, התביעה צריכה להוכיח את התיק בעיקר בהתבסס על ראיות נסיבתיות, ומשימה זו אינה קלה.

כחלק מנטל ההוכחה הכבד במישור הפלילי קבע בית המשפט לעניין הוכחת תיק פלילי על בסיס ראיות נסיבתיות בלבד כי הראיות צריכות להוביל **למסקנה אחת בלבד**, כי בוצעה העבירה.⁹⁶ בית המשפט מחויב לבחון בחינה רצינית ומעמיקה של כל הסבר חלופי מזה שיכול היה להתקבל בנסיבות העניין.⁹⁷ יתרה מזו, על פי הפסיקה, גם בהיעדר הסבר סביר מצד הנאשם, על בית המשפט לבחון מיוזמתו את האפשרות לקיומו של הסבר סביר לאחר לאותן ראיות נסיבתיות, שבהתקיימותו, יביא הדבר לזיכויו של הנאשם.⁹⁸

הקונפליקט בעניין דיות הראיות הנסיבתיות להוכחת עבירות השימוש במידע פנים התעורר במיוחד בסיטואציה של הוכחת מסירת מידע על ידי איש הפנים לצד ג', ועשיית שימוש על ידי צד ג' במידע זה במסחר בנייר הערך של החברה.⁹⁹ בעבירת השימוש במידע פנים על ידי איש הפנים נכלל ביסוד העובדתי רכיב של "מסירת המידע", ואילו מקבל המידע יואשם בביצוע עבירה אם "הגיע אליו", במישור או בעקיפין, **מידע פנים** מאיש פנים והוא עשה בו שימוש.¹⁰⁰ כאמור, לעיתים אין ראיות ישירות לכך שאיש הפנים אכן מסר מידע פנים למקורבו. השאלה עולה בשני אופנים, האם מסר מידע כלשהו למקורבו? וכן מה טיב המידע שמסר – האם מסר מידע פנים כהגדרתו בדין או חוות דעת על נייר הערך בלבד.

96 ע"פ 6359/99 **מדינת ישראל נ' קורמן**, פ"ד נד(4) 663–662, 653 (2000); ע"פ 7007/15 **שמיל נ' מדינת ישראל**, פס' 22 (נבו 5.9.2018); ע"פ 220/17 **דנקר נ' מדינת ישראל**, פס' 19 (נבו 29.8.2018).

97 ע"פ 4456/14 **קלנר נ' מדינת ישראל**, פס' 67 לפסק דינו של השופט הנדל (נבו 29.12.2015).

98 ת"פ (מחוזי ת"א) 43854-11-17 **מדינת ישראל נ' ברונפלד**, פס' 160 (נבו 2.12.2018).

99 ראו העבירה הפלילית ביחס למקבל המידע מאיש פנים לפי ס' 52 לחוק ניירות ערך; כן ההפרה המנהלית לפי ס"ק (11) לחלק ג' לתוספת השביעית לחוק ניירות ערך, במישור המנהלי.

100 ראו העבירה הפלילית ביחס לאיש הפנים לפי ס' 52 לחוק ניירות ערך; כן ההפרה המנהלית לפי ס"ק (10) לחלק ג' לתוספת השביעית לחוק ניירות ערך, במישור המנהלי.

יש נפקות להבחנה בין מסירת מידע פנים למסירת חוות דעת. שכן לאיש הפנים אסור על פי סעיף 52 לחוק ניירות ערך הן למסור מידע פנים והן למסור חוות דעת על ניירות הערך של החברה לאדם אחר. לעומת זאת, על מקבל המידע נאסר לעשות שימוש במידע פנים שקיבל מאיש פנים, אך לא נאסר עליו לעשות שימוש בחוות דעת שהגיעה לידי¹⁰¹. להלן אסקור את התפתחות הפסיקה הפלילית שעסקה בהרשעה בעבירות השימוש במידע פנים על בסיס ראיות נסיבתיות, ולאחר מכן אבחן את החלטות ועדת האכיפה במישור המנהלי בנדון. אבחן האם בדומה לשיטות משפט זרות נעשה שימוש בסוג של צ'ק ליסט של ראיות נסיבתיות והאם אופן הבחינה שונה בין המישורים השונים, לנוכח ההבדל בנטלי ההוכחה בין המישורים.

בעניין **רבין ופן**,¹⁰² הורשעו הנאשמים ונגזרו עליהם בבית המשפט המחוזי עונשי מאסר בפועל, מאסר על תנאי וקנס בגין עבירות של שימוש במידע פנים בשישה אירועים. רבין ביצע בשנים 2008–2009 בחשבונותיו ובחשבונות בת זוגו עשרות פעולות בניירות ערך תוך שימוש במידע פנים רב שהגיע לידיה במסגרת עבודתו עם חברות ציבוריות, להן סיפק שירותי יחסי ציבור וקשרי משקיעים, וכן הדליף באותם אירועים את מידע הפנים לחברו, עו"ד גיא פן. פן ביצע באותם מקרים עשרות פעולות בניירות ערך בהיקפים גדולים, תוך שימוש במידע שהודלף לו מרבין, והעביר את מידע הפנים לבני משפחתו שעשו אף הם שימוש במידע. שני הנאשמים הפיקו רווחים גדולים על ידי מכירת המניות מייד לאחר פרסום המידע. בית המשפט קבע כי די בראיות נסיבתיות להוכחת היסוד העובדתי של מסירת מידע.¹⁰³ בענייננו, לא היו בנמצא ראיות ישירות להעברת המידע, אך היה מכלול של ראיות נסיבתיות: הקשר ההדוק בין השניים; תזמון רכישות פן בסמוך ולאחר הגעת מידע הפנים לרבין; שיטתיות של שישה אירועים בדפוס דומה – רכישות בסמוך לפרסום דיווחים על אירועים מהותיים; הרכישה הייתה רכישה ראשונה של הנאשם במניות החברה; רכישות מסיביות, לעיתים ב"בליץ", ללא גידור או פיזור של ההשקעה, דפוס רכישות שונה מן הרגיל וללא הסבר כלכלי; ומתן תשובות מתחמקות על ידי הנאשם בחקירה. כאמור, נקבע כי אף אם אין ראיה פוזיטיבית ישירה, יש בכל אלו כדי לקבוע כי הוא קיבל מידע פנים ועשה בו שימוש.¹⁰⁴

101 לעניין ההבחנה בין מידע פנים לחוות דעת ראו ת"פ (מחוזי ת"א) 37235-12/11 **מדינת ישראל נ' רבין ופן**, פס' 88, 131 (נבו 1.4.2014). ההבחנה בין מידע פנים לחוות דעת מתבססת בעיקרה על קונקרטיזציה המידע המועבר. ככל שהמידע הוא יותר ספציפי, כגון אירועים צפויים או מועדים מדויקים, תיטה הכף לטובת הגדרת האינפורמציה כמידע פנים. לעומת זאת, ככל שמדובר במידע הערכתי כללי בדמות "טיפ" הנובע ממידע פנים, אך הוא אינו מפרט את ההתרחשויות העתידיות הצפויות בחיי החברה באופן שבו מקבל המידע נסמך על טיבו של מוסר המידע ועל הערכתו הכללית את החברה, ולא על תוכן המידע והדברים שנאמרו, תהיה נטייה לחשוב כי מדובר בחוות דעת בלבד. אך הכול לפי נסיבות המקרה, ולא ניתן לשלול לחלוטין מקרים נדירים שבהם גם "טיפ" יהווה מידע פנים.

102 שם.

103 שם, פס' 89.

104 שם, פס' 113.

בית המשפט העליון דחה את ערעורי רבין ופן על הרשעתם, אך קיבל באופן חלקי (בדעת רוב) את ערעורם על גזר דינם. בית המשפט קבע כי אין לסטות בעבירת השימוש במידע פנים מן הכלל הרגיל לגבי ראיות נסיבתיות, שעליהן להוביל למסקנה אחת ויחידה של אשמת הנאשם.¹⁰⁵

למרות הרשעה זו בהסתמך על מכלול של ראיות נסיבתיות, בפסקי דין של השופט כבוב, שישב בעניינם של רבין ופן, ושל שופטים אחרים לפני ואחרי פסק הדין בעניין רבין ופן, ראיות נסיבתיות דומות הביאו לזיכוי בעבירה זו במישור הפלילי. להלן אסקור כמה דוגמאות ולאחר מכן אנסה להבחין בינן לבין פסק הדין בעניין רבין ופן.

בפסק דין בעניין קדץ,¹⁰⁶ אחד האישומים הוגש כנגד קדץ, איש פנים בחברה ציבורית שהואשם כי מסר מידע פנים על מו"מ לעסקה לחברו שטיינר במהלך הליכות משותפות שנהגו לערוך, שלאחריהן שטיינר רכש את ניירות הערך של החברה הנדונה. הנאשמים הודו כי בפגישותיהם מסר קדץ לשטיינר מידע חיובי על החברה, אך לא ברור האם המידע היה בגדר מידע פנים או חוות דעת על אודות נ"ע של החברה.

התביעה הציגה ראיות נסיבתיות, כגון: החברות בין השניים; העובדה שהשיחות נסובו על עבודת קדץ ועל שיפור במצב החברה וכי שטיינר הרגיש שלא בנוח עם המידע שנמסר; רכישת שטיינר הייתה חריגה. אף על פי כן, בית המשפט סבר כי הראיות הנסיבתיות הללו אינן מספיקות וכי מתעורר ספק סביר לגבי מהות המידע שנמסר. האם היה זה מידע קונקרטי על מו"מ לעסקה מסוימת העולה כדי מידע פנים או שהיו רמזות כלליות בדבר מצבה העסקי של החברה המהוות חוות דעת בלבד, שקבלתה אינה מטילה אחריות פלילית על המקבל, שטיינר. בית המשפט קבע כי לאור הראיות הנסיבתיות, הייתה הסתברות ממשית שבוצעה עבירה, אך לא היה בראיות די כדי לעמוד ברף ההוכחה הפלילי המחמיר, של "מעבר לכל ספק סביר". לפיכך זיכה בית המשפט את שטיינר מעבירה זו. לגבי קדץ – מאחר שלא נטען בכתב האישום כחלופה כי קדץ מסר "חוות דעת", וחלופה זו הוצגה רק במענה לסיכומי הנאשם ולא נדונה כלל במהלך המשפט, לא הייתה לו הזדמנות להתגונן משינוי חזית זה, ולכן זוכה.¹⁰⁷

בעניין וגנר ואח'¹⁰⁸ דובר באירוע של שימוש במידע פנים על ידי כמה מקורבים לאנשי פנים בחברת פוקס בע"מ. באחד מן האירועים מזכירתו של מנכ"ל פוקס, רווית טל, נחשפה למידע פנים על אודות עסקה של פוקס עם חברת ממורנד לפתיחת רשת חנויות פוקס ברוסיה, נחשדה כי העבירה את המידע לאביה, יצחק פרנקנטל, והוא רכש מניות פוקס כמה ימים עובר לפרסום המידע לציבור וביום הפרסום לפני הפרסום. הנאשם הכחיש כי קיבל מידע מבתו וטען כי קנה את מניות פוקס בשל מאזניה הטובים בדו"חות הכספיים שפורסמו, בשל ידיעות על התרחבות פוקס בחו"ל ובשל פעילות רבה במניית פוקס.

הראיות כנגד הנאשם היו נסיבתיות – עיתוי הרכישה; בעת הרכישה בסכום של 96,000 ש"ח, הנאשם, שהכנסותיו לא היו גבוהות, היה במינוס בחשבונו; דפוס פעילות חריג – לא פעל

105 ע"פ 3164/14 גיא פן נ' מדינת ישראל, פס' 127–128 (נבו 29.6.2015).

106 ת"פ 8256-05-11 (מחוזי ת"א) מדינת ישראל נ' קדץ, פס' 85–87 (נבו 5.7.2012).

107 שם, פס' 22.

108 ת"פ (שלום ת"א) 21458-06/10 מדינת ישראל נ' אלון וגנר (נבו 6.7.2015).

בניירות ערך באותה שנה עד לרכישות שהיו בסוף השנה; בתוך שלושת החודשים לאחר הפרסום הנאשם קנה פעמיים נוספות מניות פוקס ולאחר מכן מכר את החזקותיו ברווח של כ-23,000 ש"ח; רווית התקשרה לאביה 10 פעמים בחודש שבו ביצע את הרכישות, אך הנאשם לא התקשר מיוזמתו אליה בתקופה זו.

בית המשפט זיכה מחמת הספק את רווית טל ואביה מהאישומים בעבירת השימוש במידע פנים וקבע כי מארג הראיות הנסיבתיות אינו מוביל למסקנה אחת ויחידה כנדרש במשפט הפלילי, למרות שהתנהגות הנאשם במסחר מעוררת תמיהות.¹⁰⁹

מקרה נוסף הוא בעניין **ברונפלד**.¹¹⁰ ברונפלד, בעל חברת השקעות ששימש כיועץ לפיתוח עסקי לחברת המשביר 365 בע"מ, רכש בבורסה את מניות גתר גרופ בע"מ, בעלת השליטה במשביר, יום לפני הודעתה לציבור שהיא שוקלת להציע הצעת רכש למניות המשביר. על פי החשד, הנאשם עשה שימוש במידע פנים שהגיע אליו ממנכ"ל המשביר רמי שביט. ברונפלד טען כי פעל על פי הערכה מקצועית של נתוני החברה על ידי מומחים, לפיה הסיק כי תהיה הצעת רכש בקרוב למניות החברה.

התביעה התבססה על כמה ראיות נסיבתיות ועדויות לא ישירות, כדלקמן – סמיכות הרכישה למועד פרסום הדו"ח; היקף הרכישה; שיחה שהתקיימה לפי עדויות (לא היו רישומים על שיחת טלפון זו) כשבוע לפני ההודעה בין מנכ"ל המשביר לבעל השליטה בגטר גרופ, אשר הייתה מחלוקת לגבי תוכנה, והתביעה סברה כי נושא השיחה היה מידע פנים על אודות הצעת הרכש שהועבר מן המנכ"ל לנאשם, ואילו המנכ"ל העיד כי השיחה נסבה על נושא אחר; עדות עקיפה של מקורב לבעל השליטה בגתר גרופ לפיה שבוע לפני ההודעה הוא התבקש לברר בשוק ההון על היתכנות הצעת רכש; וכמו כן סמנכ"לית בחברת המשביר שהעידה שבאותה עת פנו המשביר לנאשם וביקשו ממנו לבדוק את המחיר הנכון של המניה, ויצוין כי גם היא רכשה לראשונה את מניות גטר גרופ ביום פרסום ההודעה ועובר לפרסומה.

בית המשפט קבע כי הוא מאמין לעדות המנכ"ל ביחס לתוכנה של שיחת הטלפון עם בעל השליטה ובכך נשללה שרשרת העברת המידע לנאשם כתוצאה ממנה. עדות המקורב לא התקבלה כראיה ישירה, נקבע שהייתה מבולבלת, לא בהירה ותוכנה עמד בסתירה לעדויות נוספות; בעניין עדות הסמנכ"לית, היא לא זכרה מהיכן ידעה את מידע הפנים, האם מאנשי החברה ו/או משמועות, ולפיכך נקבע כי לא הפלילה באופן ישיר וברור את הנאשם. לאחר שעדויות העדים נפלו, בחן השופט האם על בסיס הראיות הנסיבתיות בלבד, עיתוי הרכישה והדפוס החריג שבו פעל הנאשם, ניתן להרשיעו בפלילים. מסקנתו הייתה כי במקרה הנדון אין די בראיות. לגבי עיתוי הרכישה סמוך לפרסום הדו"ח המייד, הוכח כי עיתוי הפרסום של הדו"ח המייד לא היה מתוכנן מראש ומבחינת תוכנו הוא דן באירוע עתידי, וניתן היה לפרסמו בכל יום מאותו מועד. הסיבה לפרסומו הייתה הפעולות החשודות של מקורבים לחברה יום קודם לפרסום, אשר הזיזו את שער מניית גטר גרופ באופן שעורר חשד שהמידע כבר דלף ולכן יש לדווח.

109 שם, פס' 16.

110 ת"פ (מחוזי ת"א) 43854-11-17 מדינת ישראל נ' ברונפלד (נבו) (2.12.2018).

אשר לדפוס החורג של הרכישות, הנאשם סיפק הסבר קביל לדידו של בית המשפט לפעילותו, הציג ראיות בכתב כי חקר על אודות המניה ואסף נתונים במשך השנים, נהג לרוכשה ואף ניסה לרוכשה כמה חודשים לפני האירוע. הערכתו של הנאשם כי תהיה הצעת רכש מצאה ביטוי גם בכתבה בעיתון שפורסמה כמה חודשים לפני האירוע. לאור זאת סבר השופט כי גרסת הנאשם מהימנה וכי עוצמתן של הראיות הנסיבתיות היא בדרג נמוך והן אינן עומדות בפני עצמן נוכח הנסיבות הייחודיות של המקרה והסברי הנאשם.¹¹¹

בחינת התיקים הפליליים מעלה על פני הדברים כי התקיימות אותם פרמטרים (חברות/קרבה לאיש הפנים, דפוס פעילות חורג, קנייה בהיקף גדול סמוך לפרסום ולעיתים מימוש מידי לאחר הפרסום; הכחשות וגרסה מתחמקת ו/או איימתן הסבר סביר לפעולה ו/או לתוכן השיחות בין איש הפנים לנאשם) הביאה במקרה בעניין **רבין ופן**¹¹² להרשעה, ואילו במקרים **קדץ ווגנר**¹¹³ הביא מכלול ראיות דומה לזיכוי. אולם, בחינה מעמיקה מספקת הסבר, לפיו הראיות הנסיבתיות בעניין רבין ופן היו עוצמתיות יותר מאשר ביתר פסקי הדין – בפן החזרתיות והשיטתיות. בעניין רבין מדובר כאמור בשישה אירועי מידע פנים, שחזקו זה את זה בדפוס הדומה שלהם של רכישה לפני דיווח, טלפוניה מובהקת, שקרים וקריסת עדות הנאשם באורח שגרסתו התפוררה והופרכה לחלוטין. באירועים האחרים היה מדובר במקרים נקודתיים, והנאשמים לא העידו במשפט. אומנם על פי דיני הראיות אימתן עדות במשפט מסייע לראיות התביעה, אך מצד שני, גרסתם בהודעה והכחשתם לא קרסו כליל.

בית המשפט דורש הצטברות מאוד גבוהה של ראיות נסיבתיות על מנת להרשיע, בהיעדר ראיה ישירה למסירת מידע בעבירות מידע פנים, ומתקשה להרשיע על סמך ראיות נסיבתיות בודדות אם אינן מאוד חזקות או רבות. הפרמטרים בפסקי הדין הפליליים בישראל דומים לרשימת הצ'ק ליסט בשיטות המשפט הזרות, אך הראיות הנסיבתיות החוזרות של קשר ויחסים בין המוסר למקבל, דפוס המסחר הקלסי, כמות וחריגות הפעילות במסחר ביחס לרגיל – אינן מספיקות במישור הפלילי. ואכן, ראיות נסיבתיות נוספות, כמו שיטתיות ופגמים משמעותיים במהימנות הנאשם, יכולות לחזק מאוד. כמו כן, לא רק ראיות מינימליות על היתכנות להסבר חלופי יכולות להביא לזיכוי, אלא גם ראיות העלולות להפחית בחשיבות של ראיה נסיבתית. לדוגמה, בעניין **ברונפלד**¹¹⁴ במקרה זה, בו הוכחת התיק לא נשענה אך ורק על הראיות הנסיבתיות, הרי שאם עדויות העדים אינן מפלילות באורח ברור את הנאשם, באופן שביט המשפט אינו יכול לבסס הרשעה מכוחן, אין בראיות הנסיבתיות לבדן להעמיד הרשעה, במיוחד במקרה שבו הנאשם מספק סיבה קבילה לרכישות.

ראיות נסיבתיות במישור המנהלי – מעט תיקי שימוש במידע פנים טופלו בוועדת האכיפה בישראל בעשור הראשון לפעילותה. בתיקים אלה אימצה הוועדה מבחן משפטי מקל יותר מן המבחן להוכחה על פי ראיות נסיבתיות במישור הפלילי. בהתאם לנטל ההוכחה בהליך זה קבעה היא כי המבחן ההולם הוא כי יש בראיות הנסיבתיות כדי להראות כי הסבירות שאירעה

111 שם, פס' 142.

112 עניין **רבין ופן** (מחוזי), לעיל ה"ש 101.113 עניין **וגנר**, לעיל ה"ש 108; עניין **קדץ**, לעיל ה"ש 106.114 עניין **ברונפלד**, לעיל ה"ש 110.

הפרה עולה על הסבירות כי לא אירעה, או לחלופין כי ישנה אפשרות ממשית לאור הראיות הנסיבתיות כי בוצעה הפרה.¹¹⁵ המבחן מוצדק גם לנוכח הפרופיל הנמוך יותר של ההליכים המנהליים, אשר אינם מטילים קלון והסנקציות המושגות במסגרתם מוגבלות ומופחתות באופן יחסי להליך הפלילי. נושא זה נבחן על ידי הוועדה בשני תיקי מידע פנים בלבד, ויתר התיקים שנוהלו בהפרות איסור השימוש במידע פנים לא עוררו שאלה זו, אלא עוררו שאלות משפטיות חדשות של פרשנות רחבה יותר של המושג "מידע פנים",¹¹⁶ או פעולה שלא מתוך מניע של עשיית שימוש במידע, וכדומה.¹¹⁷

המקרה הראשון עסק בשימוש במידע פנים על ידי רכישת מניות חברת רדיוזין על ידי כמה מקורבים לאנשי פנים. מדובר בתיק שנחקר בחקירה פלילית, נסגר בפרקליטות מהיעדר ראיות מספיקות ולאחר מכן הוגש בו כתב טענות במישור המנהלי כנגד כמה חשודים. רדיוזין ניהלה מו"מ במשך כחצי שנה למיזוג עם חברת אוויה. ב"15.3.12 פורסם דו"ח מיידי על אודות המיזוג, לאחר הכחשת החברה יום קודם ביחס להדלפה על אודות העסקה לעיתונות. שנה ורבע קודם לכן הודלף דבר קיום המו"מ, מניית החברה עלתה, אך החברה לא הגיבה ולא היו פרסומים נוספים לאחר מכן עד לדיווח האמור.

בפרשה הראשונה, בימים 11-13.3.12 רכש אבינועם ברק (להלן – "ברק"), עובד החברה לשעבר, את מניותיה של רדיוזין בהיקף של 235,000 ש"ח ומכר את כל הכמות שרכש מייד לאחר הדיווח, תוך הפקת רווח של 100,000 ש"ח.¹¹⁸ על פי החשד, קיבל ברק את המידע מפלוני מנהל החטיבה הטכנולוגית עסקית ברדיוזין שנחשף למו"מ ואף חתם על הסכם סודיות ביחס למידע. פלוני הכחיש את מסירת המידע לברק, ואילו ברק ציין בתחילת ההודאה כי קיבל "חיוזקים" וסיגנל חיובי מפלוני עובר לפעולתו. לאחר מכן, בסוף הודאתו, סייג הוא את דבריו וציין כי קיבל מפלוני "תחושה" בלבד.

הוכחת התיק נשענה על בעיקרה על ראיות נסיבתיות: יחסים חבריים בין נותן למקבל המידע; דפוס פעילות חריג של ברק: רכש לראשונה את ניירות הערך סמוך לדיווח ומכר מייד לאחריו, המשיך ברכישות גם לאחר עליית שער, בדרך כלל יועץ ההשקעות הוא שמחליט עבורו במה להשקיע; הרכישות מומנו ככל הנראה ממכירת ני"ע אחרים ועל ידי המרת מט"ח; ושיחות טלפוניות תכופות עם פלוני סמוך לרכישה.

115 ת"מ 4/15 יו"ר רשות ני"ע נ' פלוני (נבו 18.4.2016) ההחלטה בעניין אבינועם ברק, פס' 12.4.
116 ראו למשל, בעניין טיטאן (ת"מ 4/13 יו"ר רשות ניירות ערך נ' טיטאן השקעות בע"מ (נבו 11.2.2014) קביעה תקדימית כי גם חצי שעה לאחר פרסום המידע עדיין ייחשב המידע כמידע פנים שטרם נודע לציבור; ראו בעניין ת"מ 8/22 יו"ר רשות ני"ע נ' כפיר גינדי (נבו 16.8.2022) קביעה כי גם התקדמות במו"מ לעסקה מהותית שפורסמה, כגון תוספת מידע על מועד כריתת העסקה והתגבשותה, תהווה מידע פנים.

117 ראו ת"מ 2/13 יו"ר רשות ני"ע נ' בר זאב (נבו 3.12.2013).

118 פרשת פלוני, ההחלטה בעניין אבינועם ברק, לעיל ה"ש 115.

לאחר הגשת כתב הטענות, הוא הגיע להסדר אכיפה עם הודאה חלקית, בלוויית סנקצייה כספית, שלפיה קיבל "סיגנלים" מפלוני עובר לרכישה, אך ללא הודאה כי עובדות אלה יוצרות את ההפרה.¹¹⁹

מותב ועדת האכיפה המנהלית אישר את ההסדר עם ברק, ובהחלטתו אימץ את המבחן הראוי ביחס לראיות נסיבתיות בהליך המנהלי כנזכר לעיל.¹²⁰ הוא העיר כי לאור הודאתו היה על המשיב להודות באורח מלא, וכי בעניין זה מקובלת עליו עמדת הרשות שלפיה רכש המשיב את המניות כשבידיו מידע פנים.¹²¹ לאחר אישור הסדר האכיפה עם ברק, התגבש ונחתם הסדר אכיפה גם עם פלוני. פלוני הודה בעובדות המקרה, שאינן שנויות במחלוקת, אך נצמד להודאתו ולא הודה בכך שמסר מידע פנים לברק, וכן לא הודה כי מעשיו מהווים הפרה.

מותב ועדת האכיפה סבר בעניין פרשת פלוני¹²² כי הראיות כנגד פלוני חלשות. המותב הסביר כי אומנם ברק הודה במסגרת ההסדר שנערך עימו כי קיבל חיזוקים וסיגנלים מפלוני, ואולם אין בהודאה זו כל פרט לגבי עצם ההעברה או המסירה של המידע לידיו. בכל מקרה, אין די בהודאתו זו כדי להעמיד יסוד סביר לביצוע ההפרה של מסירת מידע פנים, כנגד פלוני. בפרט, כאשר פלוני מכחיש את מסירת המידע, ואף מציג ראיות כי נמנע מהעברת מידע כזה כאשר ברק ביקשו מידיו. המותב ציין כי גם בפרטי ההסדרים של ברק ופלוני אין פירוט של נסיבות המקרה ומה הם אותם "סיגנלים".

אך לטעמם, אין בתוכן ההודאה של ברק כדי ליצור בסיס קונקרטי מוצק דיו לצורך ייחוס ההפרה לפלוני, ויש להעמיד ראיות בעלות משקל לגבי מוסר המידע עצמו, והודאת ברק יכולה לשמש כראיה כנגד ברק בלבד. כך גם הראיות הנסיבתיות, שבדפוס התנהגותו החריג של מקבל המידע ברק היו מוצקות דיין כנגדו, אך אין באלה די כדי להוות ראיה כנגד פלוני, וזאת באין ביסוס כנדרש בראיות לעצם התקיימות יסוד המסירה של מידע פנים על ידו.¹²³

החלטת הוועדה מעוררת כמה שאלות. האם אין סתירה בין החלטה זו להחלטתה הקודמת לאשר את ההסדר בעניין ברק? מדוע לא ניתן משקל לדברי ברק בהודעתו בחקירה בדבר ה"סיגנלים" שקיבל מפלוני כראיה כנגד פלוני? שהרי גם במישור הפלילי, עדותו של שותף לעבירה יכולה להפליל שותף אחר, בתוספת של דבר מה נוסף לחיזוק, ובעניינו די היה בראיות נסיבתיות כגון הראיות דלעיל, במיוחד לנוכח נטל ההוכחה במישור המנהלי. בנוסף, לטעמנו דפוס הרכישות החריג של מקבל הטיפ (ברק) מעיד על כך שמדובר על אירוע של מידע פנים, ולא אירוע תמים, ודפוס זה אמור להוות ראיה לא רק בעניין מקבל המידע (ברק), אלא גם כלפי המוסר – פלוני, אך לא ניתן משקל לראיה בניתוח בעניינו של פלוני. בנוסף, לא ניתן משקל גם

119 יצוין בהקשר זה כי לפי נוסח חוק ניירות ערך – סעיף 54ב, ולפי פסיקת הוועדה, אין הכרח כי המפר יודה באופן מלא בהסדר, והוא יכול להודות באופן חלקי, בין אם הודה בכל העובדות ולא הודה שהן יוצרות הפרה, או בין אם הודה רק בחלק מן העובדות. המחוקק ראה חשיבות בהגעה להסדרים כדרך לקידום יעילות ההליך והשתה מהירה של סנקציות על ידי הרשות ולכן לא דרש הודאה מלאה בהסדרי האכיפה, להבדיל מהסדר לסגירה מותנית של תיק בחוק העונשין.

120 שם, פס' 12.4.

121 שם, פס' 13.4.

122 פרשת פלוני, ההחלטה בעניינו, לעיל ה"ש 115.

123 שם פס' 14–18.

לראיה על התקשורת הטלפונית בין ברק לפלוני כראיה אשר בהצטרפה לאמירות ברק בהודעתו, הן יכולות לחזק אותה ולהוות גם הן ראיות כנגד פלוני. אומנם הוצגו ראיות נוספות במשא ומתן על ידי בא הכוח של פלוני שהיה בהן אולי כדי לזרוע ספק סביר במישור הפלילי, אך לטעמי לא היה די בהן כדי לערער את מכלול הראיות לקביעת אחריות במישור המנהלי.

פרשה שנייה בתיק רדויז'ן נגעה ברכישות מניות רדויז'ן שביצע יוסף וולוסקי, חבר קרוב של אבישי סנדנר (להלן – סנדנר) ובעלה של בכירה במחלקת משאבי אנוש ברדויז'ן. על פי החשד, הרכישות בוצעו בהתבסס על מידע פנים שקיבל מסנדנר ששמע מאשתו על אודות סגירת העסקה על ידי רדויז'ן. בין התאריכים 11-14.3.12 רכש וולוסקי מניות רדויז'ן בהיקף כספי של 230,985 ש"ח. ביום 15.3.12, לאחר הדיווח של החברה, הוא מכר כרבע מן המניות תוך הפקת רווח ישיר של 5,000 ש"ח. את היתרה הוא מימש במועד מכירת החברה, כמה חודשים לאחר מכן, וגרף רווח נוסף של 92,600 ש"ח. הוא רכש במקביל גם בחשבון אשתו, אשר הוא היה מיופה כוח בו, ומכר את רוב המניות שרכש מייד לאחר הדיווח המידי, תוך הפקת רווח של 34,971 ש"ח. יצוין כי וולוסקי פעל גם במניות החברה בנאסד"ק באופן דומה והפיק רווח נוסף של כ-40,000 ש"ח.

לאחר הגשת כתב הטענות כנגד סנדנר וולוסקי, נכרת הסדר אכיפה עם וולוסקי שבמסגרתו הודה הוא באורח מלא בעשיית שימוש במידע פנים כפי שנטען לעיל, והושתו עליו סנקציות כספיות. סנדנר בחר לנהל את התיק המנהלי. התיק כנגד אשתו נסגר בשל היעדר אחריות מאחר שהזהירה את בעלה לשמור את המידע בסוד. החשודים הכחישו כי נמסר מידע פנים מסנדנר לוולוסקי, וכן לא אותר קשר טלפוני ביניהם סמוך לרכישות. וולוסקי טען שרכש את המניות על בסיס שמועות על אודות העסקה והפנה לפרסום בנוגע למשא ומתן שהיה חצי שנה לפני כן. לא ניתן היה לעשות שימוש בעדותה של אשתו של סנדנר כנגדו.

הוכחת התיק בוססה בעיקר על ראיות נסיבתיות כדלקמן – קשר קרוב בין החשודים; סנדנר היה מודע לכך שוולוסקי פעיל בשוק ההון וסוחר במניות החברה; היותו של וולוסקי טיפוס ש"מדובב"; אשתו של סנדנר הייתה חשופה להתקדמות המו"מ; דפוס חריג של הרכישות של וולוסקי – קצב רכישות המניה מוגבר עובר לפרסום, וסנדנר המשיך לרכוש לאחר עליות בשער המניה, באופן המהווה אינדיקציה לקיומו של מידע פנים; עדות חברו של וולוסקי כי טרם עסקת רדויז'ן ערכן אותו הלה על כך שהעסקה עומדת להיחתם, ללא שאמר מה מקור המידע; סתירות ושקרים בעדות וולוסקי, שלא סיפק הסבר כלכלי אמין; מסרונים שהועברו בין החשודים המעידים על ידיעת סנדנר בזמן אמת כי וולוסקי סוחר שבהם הוא מחמיא לו על המסחר ומצטער שהוא לא סחר בעצמו.

לכך מצטרפות ראשית הודאה של סנדנר בחקירתו ששוחח עם וולוסקי על חברת רדויז'ן עובר לדיווח, אם כי לא הודה במסירת מידע, אך ציין כי ייתכן ש"שגה" או עשה זאת "בתמימות"; וכן העובדה שוולוסקי הודה בהסדר שכרת בהליך המנהלי, למרות שמלכתחילה הכחיש בחקירתו.

המותב ציין בהחלטתו בעניין סנדנר¹²⁴ כי בניגוד להחלטתו לגבי פלוני, מארג ראיות זה מבסס לטעמם במידה מספקת על פי נטל ההוכחה במישור המנהלי את העובדה שעבר מידע בין וולוסקי לסנדנר. נראה כי ההבדל בדיות הראיות בין שני המקרים היה בעיקר בנוכחותם של המסרונים, אשר אומנם לא תיעדו במפורש את העברת מידע בין השניים, אך ביססו את ידיעת סנדנר כי וולוסקי קונה, וכן ראשית הודאה של סנדנר ושקרים בגרסתו. מותב ועדת האכיפה השית על סנדנר סנקציות כספיות.

הדוגמה השנייה עסקה בחשד לשימוש במידע פנים במניות חברת קומפיוג'ן על ידי מקורבים לחברה עובר להודעה על כריתת עסקה מהותית לחברה. חברת קומפיוג'ן, חברה ציבורית שהיא חברת ביוטכנולוגיה, פרסמה ב־5.8.13 דיווח מיידי על אודות חתימה על הסכם שיתוף פעולה בתחומי המחקר והפיתוח והמסחר לתרופה למחלת הסרטן עם ענקית התרופות באייר, שהיקפו הפוטנציאלי הוא כ־500 מיליון דולר. בעקבות ההודעה החיובית עלו שערי מניית קומפיוג'ן עלייה דרמטית של כ־40% בשער המניה וכן היקף המחזור במניה עלה. בפרשה זו עלה חשד שכמה מקורבים לאריק צ'צ'קס, הנשוי לאשת פנים, סמנכ"לית הכספים של החברה, עשו שימוש במידע פנים על אודות כריתת העסקה שהעביר להם צ'צ'קס לאחר ששמע את המידע מאשתו. יצוין כי סמנכ"לית הכספים הייתה חשופה למידע הפנים מאחר שהשתתפה במו"מ לעסקה, חתמה על הדו"ח המיידי האמור ואף הייתה שותפה לניסוח טיוטת ההודעה לעיתונות. עוד יצוין כי בהעבירה את המידע לבעלה, צ'צ'קס ציינה בפניו במפורש כי מדובר במידע חסוי.

התיק נחקר בחקירה פלילית והוגשו כתבי אישום כנגד צ'צ'קס וחנה רדו אחותו. חנה רדו רכשה מניות בהיקף של כ־50,000 ש"ח ביום פרסום ההודעה עובר לפרסומה ומכרה מייד לאחריה תוך מימוש רווח של כ־20,000 ש"ח. שניהם הורשעו במסגרת עסקת טיעון שבה הודו בביצוע עבירות שימוש במידע פנים. על צ'צ'קס הוטלו מאסר בעבודות שירות, מאסר על תנאי וקנס ועל אחותו הוטל עונש של שעות שירות לתועלת הציבור.¹²⁵

איתן רבי (להלן – "רבי"), חברו הקרוב של צ'צ'קס, רכש ביומיים שלפני ההודעה, תוך שימוש בחשבון כיסוי, מניות קומפיוג'ן בשווי 120 אלף ש"ח והרוויח כ־58,000 ש"ח. רבי הכחיש בחקירתו הפלילית כי קיבל מידע, והתיק הפלילי כנגדו נסגר בהיעדר ראיות מספיקות. הוא הועמד לדין במישור המנהלי, ולאחר הגשת כתב הטענות הגיע להסדר אכיפה שבו הודה באורח מלא בשימוש במידע פנים והוטלו עליו סנקציות כספיות.¹²⁶

רן אמיתי (להלן – "אמיתי"), חברו של צ'צ'קס, מנהל תיקים, רכש החל משבוע עובר לדיווח מניות קומפיוג'ן עבור לקוחותיו בסכום של כ־1.4 מיליון ש"ח. אף אמיתי מימש מייד לאחר פרסום המידע את המניות שרכש עבור לקוחותיו והרוויח עבורם 670 אלף ש"ח ממכירת המניות. אמיתי הכחיש בחקירתו כי קיבל מידע פנים מצ'צ'קס ו/או המלצת קנייה. התיק

124 ת"מ 4/15 יו"ר רשות ני"ע נ' סנדנר (נבו 18.4.2016).

125 ת"פ (מחוזי ת"א) 29496-05-16 מדינת ישראל נ' צ'צ'קס אקסלברד (נבו 30.3.2017).

126 עניין איתן רבי, לעיל ה"ש 4.

הפלילי כנגדו נסגר בהיעדר ראיות מספיקות, והוגש גם כנגדו כתב טענות מנהלי (ביחד עם איתן רבי) בפרשה זו.¹²⁷ אמיתי בחר לנהל את ההליך בפני ועדת האכיפה.

צ'צ'קס העיד בחקירתו כי ייתכן שנתן המלצת קנייה לאמיתי ולחבר נוסף בעת ריצה משותפת בימים שסמוך לפרסום המידע. הוא הזכיר לו פגישה שערך עם אשתו בחברה שלו ובה היא הציגה את תוכניות החברה למכור שתי מולקולות שפיתחה עד לתום שנת 2013 והאיץ בו לקנות מניות של החברה, ואמיתי השתיקו.¹²⁸ בנוסף לראיה ישירה זו, היו ראיות נסיבתיות להעברת המידע מצ'צ'קס לאמיתי – קשר חברי קרוב; תדירות שיחות גבוהה בין אמיתי לצ'צ'קס ובינו לבין אשתו של צ'צ'קס במועד הרלוונטי; דפוס פעילות חריג במסחר – פעילות בהיקף ובתדירות גבוהים מרכישות קודמות שביצע אמיתי במניית קומפיוג'ן. מכירות של כל החזקותיו במניה חודש לפני הרכישות החשודות; חזרתיות – ההתנהגות הסדרתית של צ'צ'קס באירוע; רישום על משלוח הודעת אס אס אס מצ'צ'קס למקבלי המידע (רדו, אברמוף ואמיתי) מייד לאחר הפרסום – תוכן ההודעה לא פוענח, אך יש רישום על שליחתה. צ'צ'קס הודה בהודעתו השנייה כי המסרון עסק בדו"ח המידי שפורסם; מצגת שהוצגה לאמיתי כמשקיע פוטנציאלי בתחילת 2013 על ידי אשתו של צ'צ'קס על ההתפתחויות הצפויות בקומפיוג'ן ובהן תחזית לעסקה דומה לזו שנערכה; ההכחות הנמרצות של אמיתי וגרסה סותרת.

יצוין כי היו במקרה זה גם ראיות שערפלו את התמונה הראייתית – עיתוי הפעולה – העובדה ששני מקבלי הטיפ האחרים רכשו ביומיים הסמוכים לפרסום המידע, ואילו אמיתי החל לרכוש שבוע קודם לכן, יומיים לפני שדירקטוריון באייר אישר את העסקה. בנוסף, מן הראיות לא עלה בבירור מתי התקיימה אותה ריצה שבה לטענת צ'צ'קס נמסר המידע, ואמיתי הציג ראיה לכך שלא יכלה להתקיים בשבוע שלפני תחילת רכישותיו; בתיק היו ראיות שהצביעו על כך שייתכן שלאמיתי, כמנהל תיקים, היה מידע גם מגורמים אחרים בשוק.

מותב ועדת האכיפה זיכה את אמיתי מן הטעמים הבאים – העובדה כי לא ניתן היה למקם מתי הייתה הריצה המשותפת וכי לפי לוחות הזמנים שהוצגו לא יכלה להתקיים כפי הנראה בימים שלפני הרכישה, מה שיצר אצל הוועדה ספק האם התקיימה במועד האמור או בכלל. מותב הוועדה לא ייחס משקל לכך שצ'צ'קס העלה מיוזמתו את אירוע הריצה, וחזר על כך בשתי הודעותיו בחקירה, כאשר עובר למתן העדות בשתי בחקירותיו נועץ ביועץ משפטי. כמו כן הוועדה לא נתנה משקל לכך שניתן היה להבין מדבריו בהודעה כי הריצה הייתה בסמוך לפרסום, אם כי לא ברור מתי והאם אמיתי התחיל לקנות עוד לפנייה או רק בעקבותיה.

127 עניין רן אמיתי, לעיל ה"ש 4.

128 אברמוף, חבר נוסף של צ'צ'קס, שעל פי גרסת צ'צ'קס נכח עימו ועם אמיתי בריצה ושמע את המלצת הקנייה, מיהר ורכש אף הוא לראשונה בחייו מניות קומפיוג'ן. הוא ביצע רכישות בהיקף של כ-19,000 ש"ח ביום שקדם לדיווח ב-4/8/13 ומייד לאחר פרסום המידע מכר אברמוף את המניות והפיק רווח של 9,956 ש"ח. אברמוף לא הועמד לדין כיוון שעל פי הראיות הוא לא קיבל מידע פנים, אלא לכל היותר שמע חוות דעת על הנייר (המלצה לקנות). על פי ס' 752 מסירת חוות דעת בלבד למקבל מידע מהווה עבירה והפרה של איש הפנים, אך גם אם מקבל חוות הדעת יעשה בה שימוש אין בכך עבירה/הפרה מצידו, אלא רק אם קיבל מידע קונקרטי ועשה בו שימוש.

לגבי המסרון ששלח צ'צ'קס – מאחר שהמסרון נמחק ולא ניתן היה לשחזרו, הוועדה לא הסתמכה עליו כראיה נפרדת, בטענה שיתכן שתוכנו היה תמים. גם בעניין זה הוועדה לא נתנה משקל להסבר של צ'צ'קס בהודעתו הקושר את משלוח המסרון להעברת המידע במהלך ריצה. הוועדה ייחסה משקל רב להכחשותיו החוזרות ונשנות של צ'צ'קס לאורך ההודעה. לא ניתן משקל לכך שצ'צ'קס מסר את מידע הפנים לשני אנשים נוספים – לאחותו ולחברו רבי. הוועדה הסבירה כי לטעמה מערכת יחסיו של צ'צ'קס עימם הדוקה יותר וייתכן שמסר להם מידע, אך עדיין לא מסר לאמיתי, ממנו היה מרוחק יותר. הוועדה רמזה כי ייתכן שהופעלה על צ'צ'קס תחבולה לא הוגנת בחקירה כאשר הוצג בפניו מצג שווא על הודאת אשתו בנקודה מסוימת. הוועדה השאירה זאת בצריך עיון.¹²⁹

דפוס הרכישות החריג של אמיתי לא נתפס כראיה מפלילה כיוון שהוא החל ברכישותיו זמן ניכר לפני מקבלי המידע האחרים, שרכשו כיממה או שתיים סמוך למידע. הוועדה סברה כי יש בכך להחליש את עוצמת ראיה זו. כך גם היא קיבלה את הסברי המשיב ביחס להיקף הקנייה החריג בגודלו לכך שבאותה עת חל גידול בנכסים המנוהלים הנזילים בחברה שלו, דבר שאפשר רכישה גדולה יותר. כמו כן קיבלה הוועדה את הסברו למכירה של החזקותיו במניה חודש לפני הרכישות החשודות בכך ששער המניה עלה ב-11% והיה לו כדאי למכור את החזקותיו עקב כך. לפיכך, קבעה היא כי ההיקף והאינטנסיביות של הרכישות שביצע בתקופה של כשבוע לפני הדיווח יש בו כדי לעורר אומנם חשד, אך מנגד ההסברים שאמיתי סיפק די בהם כדי לבסס גרסה חלופית סבירה.

לגבי תדירות השיחות הגבוהה בין אמיתי לצ'צ'קס בחודש שבו אירע האירוע החשוד (הומצאו נתונים לטווח של חודש), הוועדה לא ראתה בכך התנהלות חריגה בשל חברותם. הוועדה לא נתנה משקל לכך שיומיים לפני הפרסום היו 11 ניסיונות התקשרות או שיחות מצ'צ'קס לאמיתי לאורך אותו יום. כמו כן היא לא נתנה משקל עובדתי לכך שבמשך החודש רואים עלייה חריגה בשיחות בשבוע שבו פעל אמיתי ומיעוט שיחות בשבוע שלפני תחילת הפעילות של אמיתי וגם בשבועות לאחריה, עד לסוף החודש, דהיינו קיימת חריגות בהיקף השיחות בעת הרכישות.

מסקנת ביניים העולה מניתוח שני המקרים דלעיל היא, כי אף שהוועדה אימצה את המבחן המרחיב יותר לעניין הוכחה על פי ראיות נסיבתיות במישור המנהלי, הבחינה העובדתית והיישום של ועדת האכיפה המנהלית בשני התיקים היו מחמירים. לא ניתן משקל מספק לחובת המפר להצטברות הראיות הנסיבתיות, כאשר הצטברות הייתה יכולה להוביל למסקנה כי הרשות עמדה בנטל ההוכחה המנהלי. מרבית שיטות המשפט סוברות כי ניתן להוכיח תיקי מידע פנים על בסיס ראיות נסיבתיות בלבד. בחלק מן המקומות, כאמור, גיבוש של שישה פרמטרים יכול להעיד כי חזקה שבוצעה הפרה ולהעביר את הנטל למפר לשלול את החזקה. הפרמטרים שגובשו בפסיקה האמריקאית הם למעשה פרמטרים דומים לאלה שנבחנו בפסיקה בישראל במישורים הפלילי והמנהלי והם נראים ככלי עזר יעיל להערכת הראיות. יחד עם זאת, מקובלת ביקורת המלומדים על המבחן, כי אין ליישמו באופן טכני וכי ייתכנו מקרים שבהם לא

יתקיים פרמטר מסוים ויהיו ראיות מסוג אחר שיביאו למסקנה כי הנטל הורם. עשויים להיות גם מקרים שבהם יתקיימו כל ששת הפרמטרים, אך בכל זאת המפר יציג הסבר אלטרנטיבי חזק שיפריך את ההנחה כי בוצעה הפרה. הסתכלות על מכלול הראיות והשתלבותן זו בזו בצד בחינה אינדוקטיבית כשיש כמה אירועים המלמדים זה על זה יכולות לסייע.

המבחן להוכחה על בסיס ראיות נסיבתיות במשפט הפלילי בדיני ניירות ערך בישראל הוא מחמיר ודורש כי הראיות יובילו למסקנה אחת בלבד. המבחן במישור המנהלי בדיני ניירות ערך הוא מקל לעומתו ודורש כי הראיות יובילו לנטייה כי התבצעה הפרה. עד עתה במעט המקרים שבהם דנה ועדת האכיפה בסוגיה זו נראה כי היא יישמה מבחן דומה או קרוב למבחן בהליך הפלילי. נראה כי יש מקום להבחין בהחלטות הוועדה בין המבחנים השונים וליישם את המבחן במישור המנהלי על פי מהותו.

3. מתן מענקים/פרסים למדליפים (Whistleblowers) על מסירת ראיות בנוגע לשימוש במידע פנים

אחת מן הדרכים להתמודד עם קשיי האכיפה בעבירות ובהפרות איסור השימוש במידע פנים היא מתן פרסים ומענקים למדליפים (whistleblowers) על מסירת ראיות בנוגע למידע פנים. כלי זה הוא כלי מרכזי באכיפה בדיני ניירות ערך ככלל, וביחס לאיסור השימוש במידע פנים בפרט. איסור השימוש במידע פנים נחשב כאיסור חמור, ואכיפתו היא נושא מרכזי בדיני ניירות ערך בארצות הברית. במדינות שונות נחקקו סעיפי הגנה למדליפי ראיות מפני פיטורין או מפני העמדה לדין על מתן מידע חסוי לרשויות שסייע לגילוי עבירות או הפרות. עם זאת, עלה מן המחקרים בארצות הברית כי מתן הגנה למדליפים מפני פיטורין או מפני תביעת פיצויים אין די בה כדי לעודד מסירת מידע על ידי מדליפים. אחד ממנהלי הכספים, שלטענתו ידע על התרמית של ברני מיידוף עוד בשנת 1990, אך לא פנה לרשות ניירות ערך האמריקאית, טען כי "People on Wall Street are not Mother Teresas, They are not going to the SEC unless there is something in it for them"¹³⁰.

כך התפתח רעיון תוכנית המענקים למדליפים. התוכנית היא צעד קדימה ממתן הגנה מפני פיטורין, כיוון שעל ידי מנגנון התגמול ניתן לחזק את המניע של המדליף לחשוף בפני הרגולטור את המידע ולהניע חקירות בתיקי מידע פנים. תוכנית מענקים למדליפים עשויה לסייע בהוכחת העבירה/ההפרה של שימוש במידע פנים ולהביא בפני הרגולטור מקרים רבים שיתכן שלא היו מגיעים לידיעתו ו/או שהיה קשה לחוקרם בדיעבד ולהעמיד לדין בגינם, ובכך היא מהווה פתרון נוסף לקשיי ההוכחה של עבירה/הפרה זו.

בנוסף לכך, עצם קיום התוכנית עשוי להרתיע אחרים מלבצע הפרות/עבירות בניירות ערך ביודעם כי ישנה סכנת "הדלפה" לגבי ביצוע העבירה/ההפרה. תוצאת לוואי נוספת של קיומה

130 Amy Deen Westbrook, Article: Cash for Your Conscience: Do Whistleblowers Incentives Improve Enforcement of the Foreign Corrupt Practices Act?, 75 WASH & LEE L. REV. 1097, 1101 (2018)

של תוכנית כגון זו היא שיפור מנגנוני האכיפה הפנימית ויצירת מנגנונים של דיווח פנימי על הפרות לממונה, ובכך הגברת הציות.¹³¹

בארצות הברית, רפורמת החקיקה של חוק "דוד פרנק" וחוק הגנת הצרכנים משנת 2010 חייבה את ה-SEC ליצור תוכנית מענקים למדליפים שבמסגרתה יוענקו בין 10%–30% מסכומי העיצומים הכספיים שהושגו בפעולת האכיפה – כמענקים על מסירת מידע מקורי שהוביל להגשת תיקי אכיפה, שבמסגרתם מוטלים סכומי עיצום כספי בסך של מעל למיליון דולר.¹³² הרשות האמריקאית אימצה כללים להחלת התוכנית במאי 2011 והחלה בפעולת היישום מאוגוסט 2011.¹³³ אף הוקמה קרן להגנת משקיעים למימון מענקים אלה. הרציונל לחקיקת תוכנית המדליפים בארצות הברית היה עקב כישלון ה-SEC להגיב לטיפים שניתנו ביחס לפעילות מרמית על ידי ברני מיידוף וכן לאור השפעת המשבר הכלכלי העולמי בשנת 2008 על כלכלת ארצות הברית. הרעיון היה כי תוכנית המענקים למדליפים תאפשר ל-SEC לאתר ולטפל מוקדם יותר בהפרות/עבירות ניירות ערך.¹³⁴ יתרונה הוא לא רק בטיפול המוקדם, אלא גם בהגברת תכיפות מסירת המידע לרגולטור שתניע אותו לפעולה ובכך תגבר ההתרעה והאכיפה תהא אפקטיבית ויעילה יותר.¹³⁵ בעוד הרשות מוגבלת על ידי משאבים שהיא יכולה להקצות לפעולות האכיפה היוזמות על ידה, תוכנית המענקים למדליפים מעצימה את יכולותיה על ידי הצנחה על סף דלתה של מידע שמכוחו היא יכולה להניע פעולות אכיפה.¹³⁶

על פי ההנחיות בחוק האמריקאי, ניתן שיקול דעת ל-SEC בקביעת המענקים למדליף, תוך התחשבות במשמעות המידע שסופק להצלחת פעולת האכיפה, מידת הסיוע שסיפק המדליף והעניין של הרשות להתריע מפני ביצוע ההפרות המסוימות בחוק ניירות ערך. שיקול נוסף המשמש גם באופן עקיף לעידוד תוכניות אכיפה פנימיות בתאגיד הוא מידת השתתפות המדליף ביישום תוכנית האכיפה הפנימית, כשיקול למתן המענק. שיקולים להפחתת המענק או לסירוב מתן המענק הם מעורבות ו"אשם" של המדליף בביצוע ההפרה, עיכוב בלתי סביר

- Janet Austin and Sulette Lombard, Article: *The Impact of Whistleblowing Programs on Corporate Governance*, 36 WINDSOR Y.B ACCESS JUST. 63, 64-65 (2019) 131
- Dodd Frank Wallstreet Reform and Consumer Protection Act, Pub L No 11-203 & 922(a), 121 stat 1894 (2010) 132
- Duffy, לעיל הערה 14 בעמ' 157; Crimminis; לעיל ה"ש 57, בעמ' 351–352. 133
- Dr Janet Austin, *What Effect has the SEC's Whistleblower Award Program had on Ponzi Schemes and Their Victims?* 45 MAN. L.J 5, 7, 9 (2023) 134
- שם, בעמ' 11. ראו יתרונות נוספים למתן מענקים ככלי רגולטורי, כגון ערך חינוכי שבפרסום מקרים אלה לצבור, קידום חופש הבחירה בין מיצוי ההליכים וסכנה להטלת עונש לבין שיתוף פעולה עם הרשויות; לגיטימציה – מענקים יגרמו לפחות עוונות של מקבלם מאשר אמצעי שליטה בכפייה ועוד. ראו הפניה במאמרו של Duffy, לעיל ה"ש 14, למאמר: P N Grabosky, *Regulation by Reward: On the use of Incentives as Regulatory Instrument*, 17 LAW AND POLICY 256 (1996) 135
- Alexander I. Platt, Article: *The Whistleblower Industrial Complex*, 40 YALE J. ON REG. 688, 702 (2023). הטיעון ההופכי לטיעון זה הוא שהטלת עלויות משמעותיות במתן המענקים על ידי ה-SEC הביאה לכך שמשאבים שניתן היה לנצל אותם בדרכים אחרות לאכיפה נותבו למישור זה, וגם ברשות האמריקאית "השמיכה קצרה" ביחס לתקציב למשימות השונות. ראו Westbrook, לעיל ה"ש 130 בעמ' 1165. 136

בדיווח של המדליף וחבלה או אי-שיתוף פעולה עם תוכנית האכיפה הפנימית של החברה.¹³⁷ עוד צוין כי המענקים יינתנו רק לאנשים, ולא לחברות.¹³⁸ ניתן לערער לבית המשפט על החלטת הרשות להעניק או לא להעניק מענק, אך לא ביחס לגובה המענק, כל עוד הוא נופל במתחם שמתווה החוק.¹³⁹

החוק בארצות הברית מונע נקמה כנגד המדליף שמדווח על הפרה אפשרית ומגן עליו על ידי כך שהרשות חייבת לשמור על זהותם של המדליפים בסוד, עד שחשיפת הזהות תידרש בהליכים פורמליים כלפי מפר/נאשם. קו מאפיין נוסף הוא העובדה שתוכנית המענקים למדליפים של ה-SEC אינה מחייבת את המדליף לדווח קודם לממונה על האכיפה בתאגיד על אודות ההפרה, והוא יכול לפנות במישרין ל-SEC. בתגובה לכך, מעודדות חלק מן החברות במסגרת תוכנית האכיפה הפנימית שלהן דיווח מוקדם לממונה על האכיפה הפנימית עובר לפנייה לרשות, ובכך יש להניח הן מונעות לעיתים אירוע של הדלפה ל-SEC.¹⁴⁰ אם המדליף מדווח לממונה על האכיפה בחברה לפני פנייתו לרשות ניירות ערך, עדיין הוא יהיה זכאי למענק אם המידע יועבר לרשות ניירות ערך תוך 120 יום על ידי החברה או המדליף.¹⁴¹ בדו"ח השנתי של ה-SEC לשנת 2017 נאמר כי מרבית המדליפים שקיבלו מענקים לפי התוכנית, דיווחו פנימית, קודם לפנייתם לרשות, לממונים על האכיפה בחברה.¹⁴² נטען כי עיצוב הדין באופן האמור עשוי להגביר ולהגדיל את איכות הגילוי העצמי על ידי חברות. החברות ייזמו גילוי לרגולטור לפני שעובדיהם ידווחו לרגולטור, ובכך ייווצר מרוץ לדווח לפני שהחלון לקבלת הטבה/חסינות בשל גילוי עצמי נסגר.¹⁴³ הדגש יהיה על שיפור מהירות הדיווח הפנימי לממונה על האכיפה לפני שהנזק יגדל ולפני שהעובד ידליף את המידע לרגולטור וגם הפניות לממונה יטופלו ברצינות רבה יותר.¹⁴⁴

שאלה נוספת שנדונה היא כיצד לקבוע את שיעור המענק וממה הוא נגזר. בדין האמריקאי נקבע כי נדרש שההדלפה תוביל לתיק שבו הוטל עיצום כספי של מעל למיליון דולר, ושיעורה ינוע בין 10-30% מן העיצום שהוטל. במאמר כלכלי שפרסם ד"ר יונתן גבעתי¹⁴⁵ נטען כי על ה-SEC לשנות את מדיניות שיעור המענקים. התניית המענק בפעולת אכיפה בפועל היא בעייתית, לטעמו, כיוון שלעיתים הרשות אינה נוקטת פעולת אכיפה משום שהמידע שנמסר לא הספיק לבסס את ההפרה, או עקב עומס במשימות אחרות.

- Securities Whistleblowers incentive and protection, 15 U.S.C & 78u-6 (2012); Yehonatan 137
Givati, Article: Of Snitches and Riches: Optimal IRS and SEC Whistleblowers Reward, 55
HARV. J. ON LEGIS. 105, 137 (2018)
Westbrook, לעיל ה"ש 130, בעמ' 1125. 138
Givati, לעיל ה"ש 137, בעמ' 118. 139
Givati, לעיל הערה 137, בעמ' 119-120; Westbrook, לעיל ה"ש 130, בעמ' 1126. 140
Westbrook, לעיל ה"ש 130, בעמ' 1126. 141
SEC, 2017 Annual Report to Congress Whistleblower Program (2017), 142
<https://www.sec.gov/files/sec-2017-annual-report-whistleblower-program.pdf>
Westbrook, לעיל הערה 130, בעמ' 1106. 143
Austin, לעיל ה"ש 134, בעמ' 64-65. 144
Givati, לעיל ה"ש 137. 145

ד"ר גבעתי מציע להתייחס לשלושה גורמים: לרווח שהפיק המפר מביצוע ההפרה; למידת הפגיעה במדליף מתוך ההנחה שהדלפה גוררת בעקבותיה נידוי חברתי, הפחתת הסיכויים להעסקה עתידית ופגיעה גופנית או נפשית בבריאות המדליף; ולסיכוי לכך שהדו"ח של המדליף יביא לפעולת אכיפה מוצלחת. גורם זה מביא בחשבון שהמדליפים עשויים לספק דו"ח כוזב על מנת להשיג מענק.

לעניין הרווח – שקילת הרווח שהפיק המפר מביצוע ההפרה אל מול הסיכון שנטל עשויה להביא לדיוק לגבי סכום העיצום. למשל, בהפרות שהן במדרג נמוך מבחינת העיצום הנלווה אליהן, כיום כאשר גובה המענק נגזר מסכום העיצום, אזי אין תמריץ לדווח עליהן, כי סכום המענק שייגזר מסכום העיצום שיוטל בגינן יהיה נמוך. לעומת זאת, אם נתחשב במרכיב הרווח, הרי שהרווח שהופק על ידי המפר בגינן עשוי להיות גבוה.

בנוגע לגורם המתייחס למחיר האישי של המדליף, לדעתו, יש לתמריץ באופן שונה מדליפים לפי נסיבותיהם האישיות, גם אם מדובר במידע מסוג דומה. יש הבדל בין עובד צעיר בחברת הייטק לבין עובד קרוב לגיל הפנסיה במפעל מכונות, וזאת מבחינת שיעור הפגיעה הצפויה בסיכויי ההעסקה שלהם כתוצאה מן ההדלפה. משמע, ככל שהסיכון האישי למדליף הוא גבוה יותר, יש להעלות את סכום המענק על ההדלפה.

לעניין סיכויי ההצלחה מן המידע המודלף, הכותב סבור כי בסוגי הפרות שיש בהם סיכוי גדול יותר שהמידע שנמסר יוביל לפעולת אכיפה בין אם הוא כוזב או אמיתי, יש להגדיל את סכומי המענק ובכך לתרום להרתעה מאחר שאנשים יפחדו לבצע את ההפרה.¹⁴⁶ כיום, בתוכנית המענקים למדליפים בארצות הברית אין סנקציה על הדלפת מידע כוזב, אלא המדליף לא יקבל מענק בסיטואציה כזו. לטעמו אין די בכך, ויש להטיל סנקציה בשל מסירת מידע כוזב.¹⁴⁷

לאור החשש מקבלת מידע כוזב או חסר ערך, עולה קושי לא מבוטל לסנן את הטיפים או המידעים בעלי הערך העשויים להוביל לפעולת אכיפה מוצלחת. ב־SEC התקבלו משנת 2011 עד ספטמבר 2021 52,400 טיפים! רק בשנת 2021 קיבלה הרשות 12,200 טיפים, שהם 49 טיפים בממוצע ליום עבודה. בתקופת הזמן האמורה (2011–2021) הועסקו ביחידת המודיעין של מחלקת האכיפה ברשות בסינון טיפים בין 30–50 איש בכל שנה. משמע, ישנם עומס וקושי לסנן את הטיפים המתקבלים. במאמר ביקורת על הסינון נטען כי בארצות הברית סינון המקרים נעשה דה פקטו עבור ה־SEC על ידי קבוצה מצומצמת של עורכי דין (עובדי רשות לשעבר) שמסייעים למדליפים וחוזרים ונשנים בתיקי האכיפה השונים, והסברה היא שהטיפול שלהם עשוי להוות מסננת לטיפים שהם בעלי ערך, וכן להשגת מידע אופטימלי על ידי לקוחותיהם, העשויים להביא למענק וכן לשכ"ט עבורם.¹⁴⁸ יש לשים לב בהקשר זה שטיפים/מידעים

146 שם, בעמ' 110–111.

147 Yehonatan Givati, Article: A Theory of Whistleblower Rewards, 45 J. LEGAL STUD. 43, 69 (2016).

148 Platt, לעיל ה"ש 136, בעמ' 704–707, 712–713.

טובים המוגשים על ידי מדליפים ללא ליווי עורכי הדין אינם "הולכים לאיבוד". לא ניתן להסתמך על הסינון של אותם עורכי דין חיצוניים באופן בלעדי.¹⁴⁹

גובה המענקים הוא חרב פיפיות כיוון שאם יוגדלו המענקים יהיה סיכון למסירת טיפים כוזבים על מנת לזכות במענק, לעומת זאת הפחתת המענק תגרום לכך שמנהלים בכירים המחזיקים לרוב במידע איכותי לא ידליפו כדי לא לסכן את עבודתם.¹⁵⁰ כך גם מתן אנונימיות והגנה מפיטורין מושכים לא רק מדליפים איכותיים ובכירים, אלא גם עובדים גרועים, על סף פיטורין למשל, המבקשים לקבל הגנה מפני פיטורין על ידי מסירת טיפ כוזב.¹⁵¹

מבחינת ישימות תוכנית המענקים למדליפים על הגברת האכיפה ביחס לשימוש במידע פנים, נתונים שפורסמו על ידי רשות ניירות ערך לאורך השנים הראו מגמה של הגברת האכיפה בהפרות השונות של דיני ניירות ערך ככלל ובאכיפת האיסור על שימוש במידע פנים בפרט. בשנתיים שלאחר תחילת היישום ייצרה ה־SEC 50–60 תיקים העוסקים בהפרת איסור השימוש במידע פנים, בכל שנה, וההנחה היא כי העלייה בכמות התיקים מקורה, בין היתר, גם בתוכנית המענקים למדליפים.¹⁵² מספר התיקים המשיך לעלות גם בשנים 2014–2015, ובמאמר כלכלי שניתח את האתגרים באיתור מקרי מידע פנים במסחר נאמר כי אסטרטגיות אכיפה של הרשות, כגון מתן מענקים/פרסים למדליפים, הגבירו את האפשרות להשיג ראיות ישירות לביצוע הפרות בניירות ערך והיטיבו עם הגברת האכיפה וההרתעה בתחום זה.¹⁵³

בהקשר זה, במאמר שפורסם לאחרונה, בשנת 2023, על השפעת תוכנית המדליפים על אכיפה בתרמיות "פונזי" כלפי משקיעים בארצות הברית, נאמר כי מאז הפעלת התוכנית בשנת 2011 ה־SEC שילמה ל־106 מדליפים 567 מיליון דולר וגבתה ממפירים (שהועמדו לדין בעקבות הדלפות) 2.7 ביליון דולר.¹⁵⁴ המסקנה במחקר הייתה כי מאז ייסוד התוכנית למענקים, הסכום הממוצע השנתי הכולל שגויס ממשקיעים וכן מספר המשקיעים בתוכניות מרמיות מסוג פונזי פחת, נתונים המרמזים על כך שהתוכנית סייעה ל־SEC לאתר ולטפל מהר יותר במרמות מסוג זה וכך להפחית את הפסדי המשקיעים.^{155,156} בהקשר זה נציין כי על אף הגידול במספר תיקי האכיפה העוסקים בהפרת איסור השימוש במידע פנים, כמות הטיפים ביחס להפרות איסור השימוש במידע פנים לעומת הפרות אחרות של דיני ניירות ערך היא קטנה יחסית. כמות הטיפים הגדולה ביותר ניתנת בהקשר לעבירות תאגידיות. בשנה הראשונה, שנת 2011, קיבלה ה־SEC 190 טיפים בנוגע להפרות מידע פנים שייצגו 6.3% מתוך 3,001 טיפים שהתקבלו בכל הנושאים. בשנת 2020 התקבלו 6,911 טיפים שעסקו בהפרות שונות בתוכנית

149 שם, בעמ' 714–715.

150 שם, בעמ' 704–707.

151 שם, בעמ' 708.

152 Crimminis, לעיל ה"ש 57, בעמ' 351–352.

153 Adams, Perry & Mahony, לעיל ה"ש 7, בעמ' 386.

154 Austin, לעיל ה"ש 134, בעמ' 11–12.

155 שם, בעמ' 25. אציין כי לפי בדיקת הכותבת לא נצפו תוצאות נוספות שנבדקו, כגון הגדלה מובהקת של מספר התיקים שטיפלו בהפרות אלה, ולא נצפתה הפחתה במשך הזמן שבו בוצעו הפרות מסוג אלה, בתקופה שלאחר חקיקת החוק, ראו שם בעמ' 16–17.

156 שם, בעמ' 16–17.

זו.¹⁵⁷ בדו"ח השנתי של הרשות בשנה זו נאמר כי 5% מהטיפים עסקו בהפרות איסור השימוש במידע פנים, ויתר הטיפים עסקו, בין היתר, בנתונים כספיים ונתונים אחרים במסמכי הגילוי של חברות (25%), הנעת משקיעים במרמה (16%) ומניפולציה (14%).¹⁵⁸ ייתכן כי הסיבה לכך היא כי בהפרות דיווח בתאגיד או הונאות פונזי כלפי משקיעים, יותר אנשים יודעים על אודות ההפרה, וביניהם גם כאלה שאינם מעורבים בה, ולכן הסיכוי שיהיה מביניהם מדליף הוא גבוה יותר מאשר בהפרות איסור השימוש במידע פנים.¹⁵⁹ הפרות איסור השימוש במידע פנים לעיתים נעשות ללא שיתוף גורמים נוספים פרט לעושה עצמו, או שמדובר במקורבים לאיש הפנים שהדילמה האם להסגיר את הפעילות תמורת המענק או לשמור לו אמונים היא חריפה יותר אצלם. יחד עם זאת, ניתן לראות תרומה כללית של תוכנית המענקים לאכיפה ביחס לכל סוגי ההפרות, ובכלל זה גם ביחס לאיסור השימוש במידע פנים. **שיטות המשפט באנגליה, צרפת וכן בקנדה** בכל המחוזות, למעט מחוזות אונטריו וקולומביה הבריטית, דחו את השימוש בתוכנית המענקים למדליפים, והיא ייחודית למדי לשיטה האמריקאית. ייתכן שהדבר נובע מהבדלי תרבות או מדרישה להציג מנגנוני אכיפה פנימית מוטמעים לחברה המעוניינת להירשם למסחר בארצות הברית ובכך עידוד לפנייה לממונה על האכיפה.¹⁶⁰

במחוז אונטריו בקנדה אומצה תוכנית מענקים למדליפים על פי המודל האמריקאי. בנוסף, במחוז קולומביה הבריטית השיקו תוכנית מענקים למדליפים חדשה, בנובמבר 2023, בהמשך לתיקון חוק ניירות הערך המקומי ופרסום מסמך מדיניות. המדליפים בקולומביה הבריטית זכאים לקבל תמריצים כספיים בגובה 1,000–500,000 דולר לפי תרומתם לתוצאות הליכי האכיפה, כאשר לפי הטבלה, גובה המענק עולה בהתאם לשלב פעולת האכיפה שמתן המידע היווה תרומה לגביו.¹⁶¹ בשנת 2019, יצרו גם בהודו מערכת חדשה של whistleblowers ביחס למידע פנים, ואותו אדם המוסר מידע לרגולטור יהיה זכאי לפרס/מענק מתוך כספי העיצום הכספי שיוטלו על המפר.¹⁶²

באנגליה נשקל אימוץ מנגנון של מענקים למדליפים, בהקשר של חוק השוחד בשנת 2014. לצורך כך נבחנו תוכניות כגון אלה שברשויות שונות בארצות הברית, כגון רשות ניירות ערך ורשות המיסים. מסקנת האנגלים הייתה כי התוכנית לא תביא להגדלת כמות ואיכות הגילויים שיובילו לאכיפה, וכמו כן כי התוכנית תופעל בפועל במספר קטן של מקרים (בין היתר בשל ההתניה כי ההדלפה תוביל לפעולת אכיפה שהביאה להטלת עיצום בגובה מסוים). עוד נטען כי מניעי המדליפים הם מורכבים, ועלות התוכנית היא גבוהה ותוביל גם לעלות מוגדלת בהוצאות משפטיות. נטען גם כי התוכנית עשויה להפחית את היוזמה לקיים את מנגנוני האכיפה הפנימית

157 שם, בעמ' 11.

158 שם, בעמ' 12.

159 שם, בעמ' 13–14.

160 Austin, לעיל ה"ש 134 בעמ' 27–28; Westbrook, לעיל ה"ש 130, בעמ' 1153.

161 Austin, לעיל ה"ש 134, בעמ' 15–17, 27–28; Westbrook, לעיל ה"ש 130, בעמ' 1157, <https://tinyurl.com/2wnx56bv>.

162 Sethi, Chanda & Agarwal, לעיל ה"ש 12 בעמ' 210.

בחברה על ידי העובדים, ולהפחית מקרי דיווח על הפרות בתוך החברות עצמן.¹⁶³ המסקנה של הדו"ח האנגלי משנת 2014 נראית חפוזה מדי לאור העובדה שהתוכנית נכנסה לשימוש בארצות הברית על ידי ה-SEC בשנת 2012, ולאור השימוש המשמעותי שנעשה בשנים הבאות על ידי ה-SEC בכלי זה, כמפורט לעיל, ותרומתו לאכיפה.

לדעתי, על אף ההצלחה המוכחת של תוכנית המענקים למדליפים בארצות הברית בהגברת האכיפה על ידי רשות ניירות ערך האמריקאית, כמפורט לעיל, בשוקלנו האם ראוי ושיש לאמץ תוכנית מענקים למדליפים בישראל ביחס לעבירות/הפרות איסור השימוש במידע פנים עולות כמה דילמות מוסריות ביחס לסטטוס של להיות "מדליף" (Whistleblower), ומתוך הדילמות המוסריות גם חששות ביחס לשימות התוכנית וכן ספקות הנוגעים לאופי שוק ההון בישראל. ישנה דילמה בין החובה המוסרית כלפי הציבור לחובת הנאמנות למעסיק. ליחיד יש חובה מוסרית לחברה לדווח על איקיום החוק, בין אם זו עבירה ברחוב או עבירה כלכלית. בו בזמן, "הדלפה" היא למעשה יציאה כנגד או "מרידה" בממונים עליך, ולעיתים היא גם עשויה לפגוע בהם ובמקום העבודה. העובדים הם שלוחים של מקום העבודה שלהם וחבים לו חובת נאמנות. למכלול השיקולים נכנסים גם השיקולים של הנזק האישי העשוי להיגרם למדליף עצמו ולמשפחתו.¹⁶⁴

הרציונל לתוכנית המענקים להדלפות הוא כי המענק הוא סוג של פיצוי ביחס לתוצאות הנובעות מכך שאדם הופך למודיע/מדליף. תוצאות כגון היעדר קידום (גם אם חוסמים בחוק את אפשרות פיטוריו), חרם חברתי, הפרעות בתחום הפסיכולוגי ועוד. בנוסף לכך, הטענה היא כי מענקים בהקשר הרגולטורי הם יעילים יותר במתן מוטיבציה לאנשים לפעול במישור ההתנהגותי מאשר השתת עונשים.¹⁶⁵ ואכן, מחקר על עשר שנות יישום של תוכנית המדליפים בארצות הברית הראה שקבלת המענק היא בהחלט אחד מן המניעים של חלק מהמדליפים. כמו כן, המחקר הציג כי למרות מאמצי ה-SEC להסתיר את זהותם של המדליפים, אם נודע בתעשייה שמישהו "הדליף" הוא עשוי לאבד את עבודתו וכן לאבד את יכולתו למצוא עבודה אחרת. מבחינה זו המענק אכן מהווה פיצוי מסוים.¹⁶⁶

מצד שני, יש משהו בלתי מוסרי בלתגמל על הלשנה, ויש חשש כי חברות ואנשים לא יעשו את "הדבר הנכון" של גילוי דבר ההפרה, אלא אם יתוגמלו.¹⁶⁷ התשובה האפשרית לכך היא כי עצם מתן התגמול אינו בעייתי. סיטואציה זו אינה שונה מכל סיטואציה מקובלת במישור האזרחי שבה העד מקבל כסף, בין אם עבור עדותו כמומחה או כאשר הוא מקבל החזר הוצאות על הזמן שהקדיש להכנה לעדות ולמתן העדות. כל עוד הדברים משוקפים לבית המשפט אין בעיה אינהרנטית עם מתן התגמול.

Fin. Conduct Auth. & Bank of England Prudential Reg. Auth., Financial Incentives for Whistleblowers 1(2014) 163

Westbrook, לעיל ה"ש 130, בעמ' 1140–1141. 164

Duffy, לעיל ה"ש 14, בעמ' 158; Givati, לעיל ה"ש 147, בעמ' 44. 165

Austin, לעיל ה"ש 134, בעמ' 3–4. 166

Duffy, לעיל ה"ש 14, בעמ' 159. 167

נקודה נוספת בעייתית בתוכנית המענקים למדליפים היא כי מתן מענק/פרס עשוי לגרום למתן ראיות לא מדויקות. הסיכון גדל כאשר מוסר המידע מעורב אף הוא בפעילות הבלתי חוקית.¹⁶⁸ מתן דיווחים כוזבים עשוי להצליח במקרים מסוימים, כיוון שהמדליף מכיר ויודע מידע על אודות המודלף מכוח עבודתם המשותפת ו/או קשריהם.¹⁶⁹ אלמנט זה בעייתי **בעבירת השימוש במידע פנים** כאשר משלמים למוסר המידע או למקבלו, המעידים אחד כנגד השני, ולמעשה משלמים מענק למישהו שגם ביצע בעצמו את העבירה. יש כאן דילמה מוסרית, ומתן המענק נוגד את אינטרס הציבור במידה מסוימת. בנוסף, כאמור, מתעוררת בעיה של משקל עדותו לנוכח העובדה שאף הוא מעורב בעבירה. אם במתן העדות הוא בהכרח מפליל את עצמו, סביר להניח שעדותו נכונה; אם הוא מפליל רק את האחר ולמעשה לא ביצע עבירה (למשל מקבל חוות דעת מאיש פנים), משקל עדותו ייחלש, ומכל מקום במישור הפלילי נדרש סיוע לעדות העד המעורב.^{170, 171}

שאלה נוספת יותר לוקלית באופייה היא האם התוכנית תניב בישראל את אותם פירות באופן שבו היא מניבה בארצות הברית. בישראל יש מנטליות שונה מן המנטליות האמריקאית וסוג של "סלידה" מהלשנות. העובדה שישראל היא מדינה קטנה עלולה להביא למצב שבו חשיפת זהות המדליף תהיה קלה, ולמצער יהיה קושי בהסתרת פרטיו. מדובר גם בשוק הון קטן יחסית, דבר העשוי להיות בעל השלכות חמורות כלפי מקבלי המענקים במסגרת התוכנית, ביחס לאפשרויות העסקה בעתיד ופגיעות נוספות כתוצאה מההדלפה. שוק ההון בישראל הוא גם שוק ריכוזי. ברוב החברות קיימים בעלי שליטה הנושאים בתפקיד בחברה והם מעורבים במינוי מנהלים בחברה, ולכן הנכונות של מנהלים בחברות הציבוריות לגלות באופן וולונטרי על אודות הפרות המתבצעות בחברה, למשל במעורבות בעלי שליטה, צפויה להיות קטנה יותר לעומת שווקים מבוזרים כמו שוק ההון האמריקאי.

בנוסף לכך, להבדיל מבארצות הברית, סכומי העיצום הכספי המושגים בתיקי מידע פנים בישראל אינם גבוהים, הן במישור הפלילי והן במישור המנהלי, ואינם מתקרבים לסכומים הנפסקים בארצות הברית, ולכן מתן מענק כאחוז מתוך העיצום עשוי להוביל למתן מענקים בסכומים נמוכים שלא יהיה בהם תמריץ מספק לפנייה לרגולטור. שאלות נוספות שעולות בנדון הן בנושא מימון המענקים, האם באופן ישיר מסכום העיצום שחלקו יועבר למדליף במקום העברתו לאוצר המדינה ו/או אולי מתקציב הרשות? אם עלות המענקים תהא גבוהה, ייתכן כי מבחינת עלות תועלת הגדלת הפיקוח ו/או האכיפה ברגולטור על ידי הגדלת מחלקות האכיפה, למשל, או רכישת אמצעים חקירתיים נוספים (ראו דיון בהמשך) – תהיה לה עלות נמוכה יותר על פני ייסוד תוכנית מענקים למדליפים כאמצעי להגברת האכיפה וההרתעה.

168 שם, בעמ' 159–160.

169 Givati, לעיל ה"ש 147, בעמ' 44–45.

170 Duffy, לעיל ה"ש 14, בעמ' 160–161.

171 Westbrook, לעיל ה"ש 130, בעמ' 1144, 1145.

4. ייסוד כללי גילוי עצמי וולונטרי לחברות ו/או יחידים המעניקים חסינות או הקלה בעונש

כללי גילוי עצמי וולונטרי לחברות וליחידים, הנהוגים ברשויות תביעה פליליות זרות וכן אצל רגולטורים שונים בחו"ל, מבססים את הקריטריונים להכרה בגילוי עצמי וולונטרי כבסיס למתן הקלה ו/או חסינות לחברה או ליחיד מהעמדה לדין פלילית ו/או במישור האזרחי מנהלי. הכללים מפרשים את היתרונות/ההקלות שהתאגיד/היחיד יכול לצפות לקבל אם הוא עומד בכללי הגילוי העצמי הוולונטרי.

בין היתר, מתייחסים הכללים לעיתוי הגילוי, להיקף הגילוי, לתרומתו לחשיפת מלוא ההפרה/העבירה, לפעולות שנקטו החברה/נושאי המשרה, לצורך שלגילוי יתלוו פעולות של שימור, איסוף והפקה של המסמכים והמידע הרלוונטיים, וכן תיאור של סוגי המידע והמסמכים שעל התאגיד לספק כחלק מהתהליך ועוד. במרבית השיטות, חסינות מהעמדה לדין מוצעת בדרך כלל למשתף הפעולה הראשון שפנה. בנסיבות שבהן הרשות אינה מודעת לעבירה, או אף אם היא מודעת, אך אין לה די ראיות להוכחתה, החברה הראשונה או המעורב הראשון שפנו יקבלו חסינות מלאה או חלקית.¹⁷² לעיתים יש מרוץ בזמן מי יגיע ראשון לרגולטור ויקבל את ההטבה.

תפקידה של רשות ניירות ערך, כידוע, הוא שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך.¹⁷³ אחד מיעדיה המרכזיים של הרשות הוא חשיפת עבירות/הפרות של החוקים השונים שעל אכיפתם מופקדת הרשות. לצורך ניהול מושכל של משאבי הרשות, ביחס להיקף הפעילות בשוק ההון ויכולת הרשות להגיב אליו במהירות וביעילות, מעוניינת הרשות לעודד חברות ויחידים אשר ביצעו עבירות/הפרות על חוקים אלו לחשוף את מעשיהם באופן יזום ובכך לתקן את הנזק אשר נגרם לציבור ולהביא בהקדם האפשרי לחשיפת מידע שאינו גלוי לציבור. הדבר נכון במיוחד ביחס לעבירות השימוש במידע פנים שהן כאמור קשות להוכחה, והאכיפה בגינן אינה מספקת.

יצירת כללי גילוי עצמי וולונטרי עבור חברות ויחידים שבצידם הקלות או חסינות בשל שיתוף הפעולה והגילוי העצמי עשויה לתמרץ אותם לגלות על אודות ההתנהגות המפירה שבוצעה, ובכך תורחב ההרתעה על ידי גילוי מהיר של הפרות שאינן בדיעת הרשות. הגילוי העצמי מגדיל את האפקטיביות והיעילות של חקירות הרשות ומספק ראיות חשובות הנחוצות על מנת לנקוט פעולות אכיפה. הגילוי על פי הנוהל נותן לחוקרי הרשות גישה לראיות באיכות גבוהה יותר וכן לראיות ישירות. דבר זה מביא לכך שהתיקים יהיו חזקים יותר ובהם הרשות תפעל מהר יותר ובשלב מוקדם יותר כנגד עבירות ניירות ערך, ובכללן השימוש במידע פנים.¹⁷⁴

¹⁷² Duffy, לעיל ה"ש 14, בעמ' 161.

¹⁷³ חוק ניירות ערך, סע' 2.

¹⁷⁴ Enforcement Cooperation Program 5/7/23 מתוך אתר הרשות האמריקאית, <https://tinyurl.com/v7sjtrrx>.

מתן קרדיט לחברה בשל גילוי עצמי וולונטרי משתלב עם מדיניות רשויות רגולטוריות ככלל לקדם עריכת תוכניות אכיפה פנימיות והטמעתן האפקטיבית בחברות ככלי להתגוננות של התאגיד מפני הפרות חוק הנעשות בתחומן. התוכניות אף מסייעות להתגוננות מפני השלכות של צעדי אכיפה כנגדן בשל הפרות אלה. יש הגורסים כי שילוב בין קיומה של תוכנית מענקים למדליפים לבין קיומם של כללי גילוי עצמי לחברות יוביל ליצירה של מנגנוני דיווח של העובדים לממונה על האכיפה במערכת האכיפה הפנימית של החברות (יצירת Internal Whistleblowers Program בחברה). למעשה מדובר בכלים שלובים.¹⁷⁵

בשיטות משפט מסוימות, יצירת נוהל גילוי עצמי משתלבת עם מדיניות של הרגולטור השמה דגש על אכיפה כנגד נושאי משרה ואורגנים של התאגיד בעבירות ניירות ערך ועבירות תאגידיות. שכן, אחד התנאים לקיום נוהל גילוי עצמי הוא שבמסגרת הגילוי החברה תצביע על היחידים המעורבים בביצוע ההפרות.

על ידי קביעת כללי גילוי עצמי הרשות מגבשת ומשקפת לציבור גישה עקבית יותר ביישומן של הקלות/חסינות בסיטואציות כגון אלה. יחידים וחברות יוכלו לצפות בצורה טובה יותר את תוצאות צעד זה, וגם יועציהם המשפטיים יוכלו לייעץ להם באופן מדויק וברור יותר. יצוין כי בצד היתרונות של קבלת חסינות או ההקלות עקב הגילוי ישנם גם סיכונים בסיטואציה של גילוי עצמי. מזווית ראיית החברה, צעד של גילוי עצמי כרוך גם בסיכונים. לעיתים, הגילוי לא יוביל למתן חסינות/פטור לחברה, אלא בכל זאת תהיה פעולת אכיפה על ידי הרשות, גם אם ניתן קרדיט מסוים להתנהלות החברה בהליך הגילוי העצמי. קבלת חסינות מרשות ניירות ערך אינה מונעת הגשת תביעות אזרחיות כנגד התאגיד, ואם מתן החסינות מתפרסם, אולי אף מעודדת זאת. תהליך של גילוי עצמי יכול להוות נקודת פתיחה להתחייבויות ארוכות טווח של שיתוף פעולה עם רשות ניירות ערך הכרוכות בעלות גבוהה וכן להגביר את ערנות הרשות ביחס לחברה ואת תדירות בדיקותיה.

לעיתים, בעקבות מתן חסינות או הסדר מקל, עשויה להיות חקירה או בדיקה מרשויות נוספות שהחברה כפופה לפיקוחן או רשויות זרות. עשוי להיות נזק למוניטין החברה כתוצאה מפרסום הסכם שנכרת עימה וכן השפעה פוטנציאלית על שערי ניירות הערך.¹⁷⁶ סיכונים אלה חלים גם על יחיד המגלה מידע ביחס לאירוע של מידע פנים, במיוחד אם הוא היה מעורב בו בצידם של גורמים נוספים, ביחס לסיכון שבאייקבלת חסינות מלאה, חשיפה לתביעות אזרחיות של משקיעים, בדיקת רשויות אחרות כמו רשות המיסים וכן נזק למוניטין. ראשיתם של כללי גילוי עצמי בתביעה הפדרלית (District Attorney's Office) (להלן – DOJ או התביעה הפדרלית) הייתה בכללי גילוי עצמי של תאגידים. ביוני 1999 פרסם סגן

Gurvur S. Grewal, Dir. Div. of Enf't, U.S. Sec & Exch. Comm'n, *The Five Principles of Cooperation in SEC Investigations*, Remarks at Securities Enforcement Forum West 2024 (May 23 2024), <https://tinyurl.com/yec6x8ra>.

Austin 175, לעיל ה"ש 134, בעמ' 5.

Madeleine Degeorges, *Article: Indecent Disclosure, Has the Department of Justice Provided Sufficient Clarity to Incentivize Corporations to Admit Wrongdoers*, 5 ADMIN. L. REV. ACCORD 53, 71 (2019).

התובע הכללי, לראשונה, מסמך עקרונות העמדה לדין של תאגידים ובו הנחה כי על התובע לתת משקל לשאלה האם התאגיד גילה מרצונו את ההפרה והאם שיתף פעולה בחקירתו.¹⁷⁷ לאחר כמה גלגולים של מסמך זה והכללתו במדריך של משרד המשפטים לתובעים,¹⁷⁸ פורסם בשנת 2021 על ידי ליסה מונקו, סגנית התובע הכללי (להלן – **מוזכר מונקו**), מזכר מקיף ביחס לעקרונות העמדה לדין של תאגידים, המשמש כיום בסיס למדיניות כללי גילוי עצמי ברשויות התביעה הפדרלית וברגולטורים נוספים בארצות הברית.¹⁷⁹ במזכר צוין כי זיהוי כל העובדים הפנימיים או הספקים החיצוניים של התאגיד האחראים להפרה הוא תנאי בסיס לקבלת הקלה או פטור על גילוי עצמי, זאת כחלק מהחשיבות שמשרד המשפטים רואה בהעמדה לדין של יחידים בעבירות תאגידיות, ולא רק של חברות.¹⁸⁰ במזכר הודגש עיתוי הגילוי מייד לאחר שהחברה גילתה על אודות העבירה כתנאי למתן הקלה או פטור, וכן כי ככלל יש לשקול את העבר הקודם של התאגיד, גם בהפרות שאינן זהות להפרה שעל הפרק.

במזכר מונקו הונחו כל יחידות התביעה הפדרלית ליצור ולפרסם מדיניות כללי גילוי עצמי לחברות. המדיניות כללה שני כללי יסוד: לא תידרש הודאה באשמה מתאגיד שעשה גילוי עצמי לפי הכללים, שיתף פעולה באורח מלא ותיקן את העבירה, ובהיעדר נסיבות מחמירות במקרה הנדון. כלל היסוד השני הוא שהמשרד לא ידרוש מינוי מפקח חיצוני לתאגיד שעשה גילוי עצמי על פי הכללים ותיקן את תוכנית האכיפה הפנימית שלו בעת ההחלטה לגבי. בשנת 2022 הכריזה מונקו על רעיונה בעקרונות העמדה לדין של חברות במדריך משרד המשפטים ברוח המזכר שלה.¹⁸¹

במקביל לפרסום מדיניות משרד המשפטים האמריקאי ביחס להעמדה לדין של תאגיד, פרסם משרד המשפטים את הקריטריונים שעל פיהם תאגיד יעמוד בנוהל שיתוף פעולה עם המשרד, כולל גילוי עצמי, שבעטיים יוענקו לו חסינות ו/או הקלות. בשנת 2017, לאחר תוכנית פיילוט, אימץ משרד התובע הפדרלי הכללי מסמך של כללי גילוי עצמי במסגרת Foreign

Memorandum from Eric Holder, Deputy Att’y Gen., Dep’t of Justice, on Bringing Criminal Charges Against Corps. to Dep’t Component Heads and U.S. Attorneys (16 June 1999), <https://tinyurl.com/58xyxxzu>.

178 שם.

US Dep’t of Justice, Justice Manual §§ 9-28.000; Yates Memorandum <https://tinyurl.com/y4ajhbd8>; Lisa O Monaco, Deputy Atty. Gen., <https://tinyurl.com/nu3zmyw2> DOJ, Keynote Address at ABA’s 36th National Institute on White Collar Crime (28 October 2021), <https://tinyurl.com/nu3zmyw2>.

180 יצוין כי בסוגיה זו הייתה התפתחות במסמכי התביעה. בשנת 2015 פורסם מזכר על ידי סאלי ייטס, סגנית התובע הכללי הפדרלי דאז, Yates Memorandum, בו היוותה הדרישה לזהות את הגורמים האחראים בתאגיד דרישת בסיס, אך לאחר מכן בשנת 2018 פורסם שוב מזכר ובו שונתה המדיניות ביחס ל"הסגרת" הגורמים המעורבים בהפרה על ידי התאגיד, לכך שעל התאגיד בעת הגילוי העצמי לעשות גילוי של כל המידע שידוע לו באותה עת, ובכלל זה כל שידוע לו על האחריות האישית של אורגנים בחברה, אך נושא זה לא צוין כדרישת בסיס לקבלת הכרה בגילוי עצמי. ראו מזכר ייטס: - Yates Memorandum, Dep’t of Justice, Justice Manual §§ 9-28.000; <https://www.justice.gov/archives/dag/individual-accountability>.

Justice Manual § 9-28.700 181

Corrupt Practice Act וכינה אותו "FCPA Corporate Enforcement Policy" (להלן – "CEP").¹⁸² מאותה עת שימש ה-CEP כחלק ממדריך מדיניות האכיפה של ה-DOJ. ה-CEP יצר הנחה כי חברה תקבל פטור בתנאים הבאים: (1) כאשר היא מגלה באופן וולונטרי; (2) הגילוי הוא זמן סביר לאחר שנודע לחברה על אודות העבירה, עליה להראות את לוחות הזמנים שבהם פעלה; (3) הגילוי הוא לפני שהתביעה הכללית גילתה על אודות האירוע ו/או חקרה אותו, ו/או לפני שהמידע נודע לציבור; (4) הגילוי הוא גילוי מלא, הכולל את כל העובדות הרלוונטיות ביחס להתנהגות המפירה אשר ידועות לחברה בעת הגילוי. התביעה תרצה לראות בדיקה/חקירה ראשונית של החברה, איסוף והפקה של המסמכים הרלוונטיים ועדכון של התביעה בחקירה הפנימית הנערכת ו/או שנערכה; (5) החברה תיקנה את ההתנהגות המפירה. וכל זאת בהיעדר נסיבות מחמירות.¹⁸³

בתחילה הוחלו כללי ה-CEP רק על ה-Foreign Corrupt Practice Act, אך משנת 2018 הצהירה התביעה הכללית בארצות הברית על החלתם ככללים מנחים שאינם מחייבים גם על תיקים פלייליים שדנים בביצוע עבירות פליליות על ידי תאגידים, מחוץ לחוק זה.¹⁸⁴ התנאים הנוקשים דלעיל לקבלת ההטבות מן התוכנית גרמו כפי הנראה לכך שבמעט מקרים נעשה גילוי עצמי שהצדיק פטור. בין 2016–2022 ניתנו רק ב-16 מקרים פטורים. רוב המקרים התרחשו בין השנים 2016–2018. לאור זאת, המסקנה הייתה שהתמריצים בנוהל לא היו חזקים דיים. בינואר 2023 פרסם משרד התובע הכללי של ארצות הברית מדיניות מעודכנת בעניין נוהל גילוי עצמי וולונטרי של חברות – CEP מעודכן. מסמך זה נועד לאחד את הכללים בעניין זה ביחידות התביעה השונות במשרד המשפטים בתחומים שונים, כגון, עבירות מרמה ושוד; ניירות ערך; איכות הסביבה; מיסים; הגבלים עסקיים ועוד.

אחד החידושים במסמך הוא כי גם חברות שנמצאו בהן עבירות בנסיבות מחמירות תוכלנה לקבל פטור. שלושת התנאים לכך הם: (1) מייד לאחר שנודע לחברה על ההפרות היא ביצעה גילוי עצמי; (2) יש לה מערכת אפקטיבית של אכיפה פנימית וגם בקרה פנימית שאפשרו את גילוי ההפרה ואת הגילוי העצמי לתביעה; (3) החברה שיתפה פעולה באופן יוצא דופן וכן ביצעה תיקון של ההפרה באופן מלא ויוצא דופן. מלומדים ביקרו את הנוהל המעודכן וטענו כי גם בו ישנה עמימות ביחס לתנאים לקבלת חסינות/הקלות.¹⁸⁵

¹⁸² <https://www.justice.gov/criminal-fraud/corporate-enforcement-policy/declinations>

¹⁸³ נסיבות מחמירות הן למשל מעורבות של מנהלים בכירים בחברה בביצוע העבירות; רווח גדול במיוחד לחברה כתוצאה מביצוע העבירות; העובדה שההתנהגות המפירה הייתה נפוצה בחברה; וחברה שהורשעה בעבר בעבירות דומות.

¹⁸⁴ <https://www.justice.gov/criminal-fraud/file/1301826/download>

¹⁸⁵ למשל הדרישה לגילוי מייד כשנודע לחברה על אודות ההפרה. לעיתים הטיפ המתקבל בחברה הוא עמום ונדרש זמן לבדיקתו, האם היא נדרשת לגלות עוד בטרם סיום הבדיקה כדי לעמוד בתנאי ה"מיידי"? גילוי מהיר מדי גם עשוי לפגוע באסטרטגיית ההגנה של החברה אם בכל זאת תעמוד לדין. ראו Justin D. Weitz, Sandra L. Mozer & Erika A. Jaffe, Feature: DOJ's Focus on Corporate Criminal Enforcement Continues after Biden Administration, 38 CRIM. JUST. 17 (2023).

הדרישה למיידיות גם מגדילה את הלחץ על חברות ליזום גילוי עצמי מהיר ולשתף פעולה באופן מלא גם אם בעת הגילוי לרשות החברה עדיין אינה יודעת את התמונה המלאה, ראו Trevor N.

לאחר פרסום מסמך זה בחודשים ינואר–מרץ 2023 מחלקות אחרות בתביעה הכללית במשרד המשפטים תיקנו את נוהליהן בהתאם למסמך זה – כגון מחלקת המיסים; מחלקת איכות הסביבה ומשאבי הטבע; וענף הגנת הצרכן. ביולי 2023 וברוח המסמך התאגדו שלושה משרדים, משרד המשפטים – המחלקה לביטחון לאומי; משרד המסחר; ומשרד האוצר – פקוח על נכסים זרים, והוציאו מסמך מדיניות משותף שקרוי *Tri-Seal Compliance Note*.¹⁸⁶ יוזמה זו אף היא מעידה על חשיבות נושא הגילוי העצמי לרשויות האכיפה בארצות הברית, ויש בכך מסר חזק המעודד גילוי עצמי.

בנאום של סגן מנהל משרד התובע הכללי בארצות הברית, מרשל מילר, מ-21/9/23¹⁸⁷, התייחס מילר לתרומת כללי הגילוי העצמי לאכיפה הפלילית. מילר טען כי בעקבות פרסום המסמך האמור חברות רבות פנו לביצוע גילוי עצמי וולונטרי על פי הכללים, וכתוצאה מכך מספר רב של חקירות פליליות יצאו לדרכן.

נוהל שיתוף הפעולה זכה לביקורת בספרות. נטען כי התביעה אינה מסבירה בנוהל מה המשקל היחסי של כל שיקול במערכת השיקולים שהנוהל מפרט. מה קורה כאשר יש גילוי עצמי, אך התיקון ושיתוף הפעולה לאחריו אינם מספקים, האם עדיין התאגיד יכול לקבל מכתב חסינות? האם הפקטור של הגילוי העצמי הוא הפקטור הדומיננטי, שכן ישנם מקרי אכיפה שבהם גם ללא גילוי עצמי החברה קיבלה חסינות?¹⁸⁸

נטען שלמכתבי החסינות יש חשיבות ותרומה לאחריות, אך זאת כאשר הם מספקים את הנימוקים לגניזה ומספקים מכניזם להשוואה בין מקרים ובכך לשמירה על עקרון השוויון. לפיכך יש ביקורת כי על מכתבי החסינות המתפרסמים לכלול ניתוח ברור, מפורט ובהיר יותר

Mcfadden, Charles Thomson & Henry Garfield, *Self-Disclosure of Corruption Offences to the USA and U.K Authorities: Where are we Now?* Global Compliance News (12/8/16), <https://tinyurl.com/ycxmknf6>.

שאלה נוספת היא מה ההבדל בין "שיתוף פעולה" מלא ל"יוצא דופן" כפי שנכתב בנוסח המעודכן. יש הסבורים כי מדובר בשיתוף פעולה פרו אקטיבי, כלומר מסירת מידע רלוונטי מיוזמתה לא רק כאשר החברה נשאלת על אודותיו באורח ספציפי. וכן שימור, איסוף וגילוי של מסמכים רלוונטיים באופן מיידי וולונטרי. בנאום של העוזר לתובע הכללי במחלקה הפלילית מינואר 2023 הוסבר ששיתוף פעולה יוצא דופן הוא שיתוף פעולה מיידי וכזה שנמסרו בו פרטי אמת באופן עקבי, המוביל לראיות שהתביעה לא היה יכולה להגיע אליהן בדרך אחרת, או מספק תוצאות כמו עדות במשפט או מידע שמוביל להרשעות נוספות. ההבדל בין שיתוף פעולה מלא לבין שיתוף פעולה יוצא דופן אינו בסוג הפעולה, אלא במידתה. ראו Kenneth A. Polite Jr., Office of Public Affairs, U.S. Dep. of Justice, Assistant Attorney General, *Remarks on Revisions to the Criminal Division's Corporate Enforcement Policy*, Washington D.C (17 January 2023); <https://tinyurl.com/39r2944e>.

<https://ofac.treasury.gov/media/932036/download?inline> 186

Marshall Miller, Office of Public Affairs, U.S. Dep. of Justice, Associate Attorney General, *Remarks at the Global Investigations Review Annual Meeting*, New York (21 Sep. 2023), <https://tinyurl.com/3cvxt7h2> 187

ראו גם אמירה במאמר על חוק ה-FCPA, *Foreign Corrupt Practices Act*, 60 AM. CR. L. REV. 875, 934 (2023).

Degeorges, לעיל ה"ש 176, בעמ' 72–73. 188

לעובדות ולטעמי הגניזה.¹⁸⁹ עוד נטען כי התביעה הפלילית בארצות הברית פותרת את מרבית פעולות האכיפה שלה כנגד חברות בהסדרים המקילים בענישה, ובכך היא נמנעת מביקורת משמעותית של בתי המשפט, שכן בארצות הברית בתי המשפט נוטים שלא להתערב בשיקול דעת התביעה בעריכת הסדרים אלה והחלטותיהם הן לקוניות ולכן אינן יכולות לשמש כתקדימים. בנוסף, עריכת ההסדרים מתחשבת במצב החברה ומונעת קריסת חברות כפי שקרה לחברת ארתור אנדרסן במשבר אגרון.¹⁹⁰ הדבר נכון במידה דומה למכתבי החסינות שלא נדרש לאשרם בבית המשפט. בנוסף, קשה להתחקות אחר משקלם של השיקולים השונים שהביאו להחלטה, שכן הם מנוסחים באורח לקוני ואינם מפורטים.

במקביל לגיבוש כללי הגילוי העצמי בתביעה הפדרלית התגבשו כללי גילוי עצמי ב-SEC בתחילה רק ביחס לחברות, בדומה לתביעה הפדרלית, ולאחר מכן גם ביחס ליחידים. בשנת 2001 פרסמה רשות ניירות ערך דו"ח בעניינה של חברת Seaboard, המפרט את הגורמים הנשקלים על ידי בהחלטה האם לנקוט פעולת אכיפה כנגד חברה ומה יהיה היקף הסעד (relief) המבוקש (להלן – "דו"ח סיבורד"). אלה תלויים בטבע ההתנהגות הבלתי הולמת ובתגובת החברה לה. דו"ח סיבורד קבע 4 מדדים רחבים שבהם על סגל הרשות להתחשב בבואו לקבוע האם ואיך להפעיל את שיקול דעתם בהעברת המקרה לאכיפה. תחת ארבעת המדדים האלה הרשות גיבשה שאלות שונות שיש לשאול על מנת להעריך את ההתנהגות המפירה ואת תגובת החברה אליה.^{191,192}

1. האם ככלל תוכנית האכיפה הפנימית של התאגיד הייתה אפקטיבית והאם איתרה את ההפרה. במסגרת בחינת נהליו הפנימיים של התאגיד ייבחנו הסוגיות האם הייתה בו ככלל תרבות ציות; האם ההתנהגות המפירה קרתה עקב תרבות קלוקלת; מה היקף ההתנהגות המפירה בתאגיד; בכירות המפירים וטבע התנהגותם; משך ההתנהגות המפירה; והנזק שנגרם.

2. האם התאגיד יזם גילוי עצמי לרשות של ההפרה, ותוך כמה זמן מעת גילוי ההפרה? האם התאגיד גילה למוסדות החברה וכן ליועציה המשפטיים/החשבונאיים על אודות ההפרה; האם התאגיד דיווח לציבור; האם התאגיד ערך בדיקה חיצונית לפני הגילוי לרשות; והאם היא הייתה מעמיקה ומקיפה.

3. האם התאגיד תיקן באורח מלא את ביצוע ההפרה? האם התאגיד הפסיק באופן מיידי את ההתנהגות המפירה; האם החברה זיהתה אילו בעיות קשורות נוספות עלולות לקרות; אילו תהליכים נקטה החברה לשם פתרון הבעיות שנתגלו ולשם הצפת מידע חיוני/נדרש; האם

Jessica A. Roth, *Criminal Law, Prosecutorial Declination Statements*, 110 J. CRIM. L & CRIMINOLOGY 447, 478, 484 (2020).

Lauren Lang, *Note: It's All Fun and Games until Someone Gets Hurt: Lessons on FCPA Enforcement from Goldman Sachs and 1MDB Scandal*, 60 AM. CRIM. L. REV. 203, 208 (Winter, 2023).

Andrew Ceresney, Dir. Div. of Enf't, U.S. Sec & Exch. Comm'n, *The SEC's Cooperation Program: Reflections on Five Years of Experience*, Remarks at University of Texas School of Law's Government Enforcement Institute in Dallas, Texas (13 May 2015), <https://tinyurl.com/55pztzkz>.

Austin, לעיל ה"ש 134, בעמ' 4, 11 ו-35.

האחראים להתנהגות בלתי הולמת כלשהי עדיין מועסקים בחברה; אם כן – האם הם עדיין באותו התפקיד; האם נעשה שינוי או חיזוק של הבקורות והנהלים הפנימיים לשם מניעת הישנות ההתנהלות הבלתי הולמת; והאם התאגיד פיצה באופן ראוי את אלו שהושפעו/נפגעו מההתנהלות הבלתי הולמת.

4. האם התאגיד משתף פעולה באופן מלא עם הרשות בעת הגילוי, בחקירה ובהליך המשפטי? האם המידע הוא מלא ומקיף באופן שיסייע להליך האכיפה; האם התאגיד ערך בדיקה פנימית, האם הראה לרשות את ממצאיה; האם התאגיד היה פרו אקטיבי בגילוי ומסר מסמכים רלוונטיים שלא נדרש במפורש למוסרם; והאם התאגיד עודד את העובדים לשתף פעולה.

דו"ח זה קבע מאז את הקריטריונים ביחס לחברות ב־SEC והוכלל בתוך מדיניות מחלקת האכיפה של ה־SEC במדריך האכיפה.¹⁹³

בתחילת שנת 2010 מחלקת האכיפה של ה־SEC הפכה את דו"ח סיבורד למסמך רשמי ופרסמה תוכנית שיתוף פעולה – Cooperation Program והצהרת מדיניות, המפרטת את הקריטריונים לכריתת הסכמי שיתוף פעולה עם חברות, וגם עם יחידים. לגבי חברות היא אימצה את הקריטריונים של דו"ח סיבורד. לגבי יחידים התוכנית הגדירה 4 פרמטרים עיקריים בהערכת שיתוף פעולה:

1. הסיוע שניתן על ידי משתף הפעולה. דהיינו, טיב ואיכות שיתוף הפעולה.
 2. חשיבות הנושא שעל הפרק. במסגרת זו נשקלים שיקולים כגון סוג ההתנהגות המפירה והסכנה שנשקפה למשקיעים מן ההתנהגות המפירה.
 3. העניין שיש במקרה הנדון בהשתתף אחריות על יחידים. במסגרת זו נשקלים שיקולים כגון אשמת משתף הפעולה לעומת אשמת המפירים האחרים וכן האם נקט מאמצים לתיקון ההפרה.
 4. פרופיל משתף הפעולה. יישקלו שיקולים כגון היסטוריית הציות של המפר, האם יש חשש להזדמנות להתנהגות דומה בעתיד, האם הוא קיבל אחריות על הפעילות המפירה.¹⁹⁴ ציון כי רשות ניירות ערך הצהירה בסוף שנת 2021, מייד לאחר שינוי המדיניות של ליסה מונקו בתביעה הפדרלית, על כך שכללי מזכר מונקו מקובלים עליה.¹⁹⁵
- התמורה על עמידה בתנאי נוהל שיתוף הפעולה בתביעה הפדרלית בתיקי עבירות ניירות ערך ועבירות צווארון לבן עשויה להיות מתן חסינות על ידי מכתב חסינות הקרוי Declination, שבו התביעה מודיעה כי על פי שיקול דעתה היא החליטה שלא להעמיד לדין את החברה. מכתבי החסינות מתפרסמים עם תיאור קצר של העובדות מושא העניין ונימוק מדוע הוחלט

Enforcement Manual Chap. 6 Cooperation, 193
<https://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>
 194 Enforcement Manuel Chap. 6 28/11/17; Enforcement Cooperation Program 5/7/23
 ה"ש 174 ו-193, שני המסמכים מתוך אתר רשות ניירות ערך ה־SEC; Ceresney, לעיל ה"ש 191;
 Luke T. Cadigan, Michel McMahon, *Evaluating FCPA Pilot Program: A Look at SEC Involvement*, Law 360 (12.4.2017).
 Gary Gensler, Chair, SEC, *Prepared Remarks at the Securities Enforcement Forum*, 195
 .Washington D.C (4.11.2021), <https://tinyurl.com/ybk5yxej>

שלא להעמיד לדין את החברה. הם חתומים על ידי התביעה והחברה ונראים כמו הסדרים לסגירה מותנית של התיק בישראל. לעיתים הם מותנים בהשבת הרווחים האסורים שנתקבלו מן העבירה.

סוג נוסף של הטבה הוא הסדרים של סגירת התיק בתנאים בהסכמה כגון: Deferred Prosecution Agreement (להלן – DPA) – על פי הסכם כזה התביעה מגישה כתב אישום, אך ברזמנית מבקשת דחייה של ניהול התביעה עד למילוי התחייבויות החברה על פי ההסכם. לפיו, החברה צריכה להודות בעובדות הרלוונטיות, לשלם עיצום כספי בפועל או על תנאי, לשלם פעולה עם החקירה ולהתחייב לתיקון ההפרה ומניעת הישנותה וכן עמידה בדרישות ציות מסוימות. עם עמידתה של החברה בתנאים ייסגר התיק כנגדה וכתב האישום יימשך.

Non-Prosecution Agreement (להלן – NPA) – על פי הסכם זה התביעה אינה מגישה כתב אישום כנגד החברה בבית המשפט. התביעה שומרת על זכותה להגיש כתב אישום אם התאגיד לא יעמוד בהתחייבויות מסוימות במשך תקופה המוגדרת בהסכם. ההסכם עשוי לכלול אימוץ תוכנית אכיפה פנימית אפקטיבית להתמודדות עם הפרות/עבירות וכן סנקציות כספיות.¹⁹⁶ פרט לשני סוגים אלה ניתן לקבל במסגרת הסדרי אכיפה או הסדרי טיעון הקלות בצמצום אישומים ו/או בגובה הסנקציות וסוגיהן, למשל מתן הנחה בקנס.¹⁹⁷

גם ה-SEC משתמשת באותם כלים לתגמל שיתוף פעולה וגילוי עצמי של יחידים וחברות בחקירות שהיא מבצעת בתיקי ניירות ערך אזוריים ומנהליים. במישור הפלילי ה-SEC מפעילה בשלב החקירה הליך דומה למכתבי החסינות הקרוי Witness Assurance Letters, לפיו בהליכים מסוימים ובאישור עם התובע הפדרלי הרשות רשאית לתת חסינות מהעמדה לדין לעד גם בהליכים פליליים.^{198, 199}

ממחקר שנערך לאחרונה במכון פולק על פעולות האכיפה של רשות ניירות ערך האמריקאית בשנת 2023, עולה כי 69% מההסדרים שה-SEC כרתה נתנו הקלות או חסינות לחברות שפעלו לפי תוכנית שיתוף פעולה, כולל גילוי עצמי (102 מפירים), לעומת 61% בשנים האחרונות וכ-33% בשנת 2010. בשנת 2023 13% מהחברות שערכו הסדר במסגרת תוכנית שיתוף פעולה סיימו ללא עיצום, לעומת כ-4% בשנים 2014–2022. מתוך 102 הסדרים עם מפירים 16% מהם הודו באופן מלא בהסדר לעומת כל היתר ש"לא הודו ולא הכחישו".

196 DOJ, Justice Manual 9-47.120; DOJ and SEC, a Resource Guide to the U.S Foreign Corrupt Practice Act 75 (2012).

197 ב-CEP המעודכן ניתנו הפחתות גבוהות יותר במקרים שבהם החברה עומדת רק בחלק מכללי הגילוי העצמי או במקרים שבהם מתקיימת נסיבה מחמירה, למשל רצדיויזם; עד 75% הפחתה מהקנס מעל לקנס הנמוך בענישה ב-U.S. Sentencing Guide Lines במקום עד 50% מהקנס הנמוך ביותר, בגרסה הראשונה של ה-CEP. כאשר החברה שיתפה פעולה באורח מלא ותיקנה את ההפרה, אך לא גילתה באופן וולונטרי את ההתנהגות המפירה – תינתן הנחה של עד 50% מהקנס האמור, במקום 25% בגרסה הקודמת של ה-CEP.

198 Crimminis, לעיל ה"ש 57 בעמ' 352.

199 Duffy, לעיל ה"ש 14 בעמ' 164.

הדבר מבטא מגמה של העשור האחרון לדרוש בחלק מן ההסדרים הודאה, לאור ביקורת בתי המשפט.²⁰⁰

בנאום שנשא בשנת 2015 Andrew Ceresney, מנהל מחלקת אכיפה ב־SEC דאז, כחמש שנים לאחר פרסום מסמך תוכנית שיתוף הפעולה,²⁰¹ הוא הצביע על כך שה־SEC עשתה שימוש רב יחסית בהסדרים על פי תוכנית שיתוף הפעולה (80 הסדרים בחמש השנים הראשונות), לעומת הסדרים בודדים בלבד שלא במסגרת תוכנית שיתוף הפעולה. התוכנית אפקטיבית גם כאשר מדובר במישור האזרחי או המנהלי, ולא רק במישור הפלילי. לטענתו, **כלי זה סייע ל־SEC באכיפת תיקי שימוש במידע פנים**, שפוצחו בעקבות כריתת הסכמי שיתוף פעולה עם אחד או יותר מן המפירים בכל תיק. כאשר מדובר במפר מרכזי, שיתוף פעולה עשוי להביא להקלות, כדוגמת אי־העמדתו לדין על הפרות של חוק ניירות ערך עם יסוד נפשי של מודעות/פזיזות scienter. בנוסף לכך, בחלק מההסדרים ויתרה ה־SEC לחלוטין על עיצום כספי, דבר המהווה הקלה משמעותית בתביעות הרשות בארצות הברית. קרסני נתן בנאומו כמה דוגמאות לשיתוף פעולה בתיקי מידע פנים, של אחד המעורבים בתיק, שקידם מאוד את האכיפה באותם מקרים. למשל, מקבל טיפ שנתן מידע כנגד חבר דירקטוריון שמסר מידע פנים על מיזוג הולך וקרוב לו ולאדם נוסף, המעורב שגילה את ההפרה לרשות קיבל סנקציה כספית מופחתת בכ־75% מחבר הדירקטוריון שקיבל בנוסף גם מניעת כהונת נושא משרה בפועל וצו להשבט הרווחים האסורים. במקרה אחר, שבו היו מעורבים שישה אנשים שסחרו במניות EBAY עובר לרכישתה על ידי חברה אחרת, נעשה גילוי עצמי על ידי חלק מהסוחרים שנכרתו עימם הסדרים מופחתים. דבר זה הביא ל"פיצוח" התיק. בין היתר, המפר המרכזי איש הפנים הודה והושתת עליו 15 חודשי מאסר בפועל. במקרה זה הסכמי שיתוף הפעולה שנכרתו הביאו לסנקציות מופחתות ליוזמי הגילוי העצמי, אך האפשרות שהמעורב יצטרך להעיד במשפטם של אחרים בפרשה היא דבר המעורר לעיתים קושי, שכן, בחלק מהמקרים מדובר במקורבים שאמורים להעיד האחד כנגד השני. כאשר מפר משתף פעולה, עשויים לוותר לו על עונש של מניעת כהונת נושא משרה או שלילת/השעיית רישיון. שיתוף הפעולה נוגע באופן ישיר לשיקולים שמשקלים כאשר חושבים האם להטיל עונש כגון זה. קרסני הצביע על תופעה של עורכי דין המייצגים כמה מפירים שבסיטואציה של שיתוף פעולה עשויים להיות להם אינטרסים נוגדים, שכן בעניינו של היחיד (כמו התאגיד) יש צורך בפעולה מהירה של גילוי ושיתוף פעולה מצידו על מנת לקבל קרדיט מלא, והשאלה היא את עניינו של מי מבין החשודים יקדם עורך הדין במהירות.²⁰²

SEC Enforcement Activity: Public Companies and Subsidiaries, Fiscal Year 2023 Update, 200
CORNERSTONE RESEARCH & POLLACK CENTER FOR LAW & BUSINESS (Nov. 2023)

201 Ceresney, לעיל ה"ש 191.

202 ראו מאמר ביקורת שפורסם מייד לאחר נאומו של קרסני. צוין כי מדברי קרסני עולה כי ה־SEC תתייחס בחומרה למצב שבו החברה ידעה על ההפרה ולא דיווחה לה, דבר שיתבטא בהשתתפות עיצומים גבוהים יותר; כמו כן כי שיתוף הפעולה של החברה לא יימדד בעת שהיא פונה לראשונה ויוזמת גילוי עצמי, אלא רק בסוף החקירה של הרשות, דבר המצריך שיתוף פעולה מתמשך; ובנוסף כי למעשה מסמך תוכנית שיתוף הפעולה של ה־SEC אינו מבטיח באופן ברור וודאי הטבות והקלות לחברה אם תעמוד בנוהל. Vedder Thinking, Article: Is Cooperation Credit

בנאום שנשא במאי 2024, Grewal, מנהל מחלקת אכיפה ב־SEC, בפני חברי לשכת עורכי הדין האמריקאית,²⁰³ הדגיש הוא כי רשות ניירות ערך האמריקאית ממשיכה לעודד בעוצמה את החברות והיחידים ליזום גילוי עצמי לרשות. Grewal הזהיר כי אם מרשם אינו יוזם גילוי, הרי הוא לוקח סיכון או "הימור" מאחר שההתפתחות הטכנולוגית מביאה לכך שהשאלה משתנה מ"האם הרשות תאתר את ההפרה", ל"מתי הרשות תאתר את ההפרה". Grewal ציין חמישה עקרונות לשיתוף פעולה אפקטיבי עם הרשות: א. שיתוף הפעולה היעיל ביותר מתחיל מוקדם ולפני שהרשות מעורבת על ידי פיקוח עצמי. בהיבט של היחיד פיקוח עצמי משמעו להיות מעודכן בהתפתחויות המשפטיות והטכנולוגיות וכן בסיכונים. ב. כשגילית את ההפרה דווח מייד ללא עיכוב. ניתן לדווח לרשות גם כאשר לא בטוחים שבוצעה הפרה. יש לציין מה נותר לך לבדוק ולעדכן מאוחר יותר את סגל הרשות. ג. אל תסתפק בדיווח עצמי – תקן את ההפרה. התיקון צריך להיות פרו אקטיבי, ולא לתקן רק משום שהרשות הורתה. בהקשר של שימוש במידע פנים, יכול החשוד שהוא מנכ"ל במקביל לפנייה לרשות לתקן את נוהלי החברה העוסקים באיסור זה. ד. להיות פרו אקטיבי במהלך שיתוף הפעולה בחקירה כולל המצאת מסמכים שהרשות נדרשת להם. ה. שתף פעולה עם צוות הרשות לעיתים קרובות ובאופן מהותי.

הוא הצביע על כך שבהסדרי אכיפה אחרונים שכרתה הרשות היא לא השיתה כלל עיצומים על החברות בשל גילוי עצמי וכי נושא הגילוי העצמי הוא המרכיב החשוב ביותר במסגרת תוכנית שיתוף הפעולה.²⁰⁴ עוד ציין, כי כאשר בחברה מסוימת יש פנייה של מדליף לפי תוכנית ה־whistleblowers, החברה אינה יכולה לקבל הסדרים כגון DPA או NPA, אלא ההסדר יצטרך לכלול מרכיב של ענישה – עיצום כספי.

נוהל הגילוי העצמי במסגרת תוכנית שיתוף הפעולה של ה־SEC והתוכנית ככלל זכו לביקורת דומה לביקורת המוטלת על הנוהל של התביעה הפדרלית. נטען כי מדיניות הרשות אינה מפרטת במדויק מה ההטבות שהתאגיד, או היחיד, יקבל כאשר שיתף פעולה ויזם גילוי עצמי לפי תוכנית שיתוף הפעולה.

בנוסף, הרשות מעודדת גילוי עצמי יזום, אך ביחס לחברות, למשל, היא אינה נותנת הטבה מיוחדת על כך שהחברה יזמה גילוי, לעומת חברות אחרות אשר לא יזמו. יש בכך היעדר עקביות.²⁰⁵ ברוח זו נטען גם במאמר ביקורת משנת 2023 כי המקרים האחרונים של כריתת

Worth While? Considerations in Self Reporting to the SEC (30.8.2016; <https://tinyurl.com/5bx6s3vm>

203 Jimmy Fokas, Patrick T. Campbell & Kaily B. Sullivan, SEC ; 174 לעיל ה"ש Grewal, *SEC Enforcement Director Grewal Doubles Down on Encouraging Self Reporting* (20.5.24), <https://tinyurl.com/46m2shts>

204 גם במחקר שנעשה בשנת 2020 על ידי כמה מלומדים ביחס לסטטוס תוכנית שיתוף הפעולה שהשיקה רשות ניירות ערך בשנת 2010, נטען כי הרשות בהסדרים שכרתה במסגרת התוכנית התמקדה מאוד בשיקול הגילוי העצמי שעשו החברות כשיקול דומיננטי. Dixie L. Jhonson, Carmen J. Lawrence & Jamie Stanton, *The Evolution and 2020 Status of Cooperation in SEC Enforcement Investigation*, 75 THE BUSINESS LAWYER, 2427, 2447 (Fall 2020).

205 שם, בעמ' 2428.

הסדרי אכיפה על ידי ה-SEC מדגימים את התועלת המוגבלת מן הגילוי העצמי וחוסר העקביות. הובאו כדוגמה שני מקרי אכיפה שבהם בוצעו הפרות דומות על חוקי ניירות ערך, כאשר ההבדל העיקרי בין שני המקרים הוא כי חברה א' יזמה גילוי עצמי ואילו חברה ב' לא יזמה גילוי עצמי. על שתי החברות הושתה סנקציה של מינוי בודק חיצוני לאפקטיביות האכיפה הפנימית למשך שנתיים. חברה ב' קיבלה קנס גבוה משל חברה א', אך לא כפול בגודלו. מסקנת הכותבים הייתה כי על אף העידוד במסמכי המדיניות של ה-SEC לבצע גילוי עצמי, יתרונותיו נשארים מעורפלים. בין אם החברה יזמה גילוי עצמי ובין אם לאו, העיצומים הכספיים יהיו דומים, וכך גם הדרישות בעניין תיקון ביצוע ההפרה על ידי מינוי בודק חיצוני. לכן יש לשקול בזהירות גילוי עצמי.²⁰⁶

עוד נטען כי מתוך הסדרי האכיפה של הרשות קשה ללמוד מה הם הצעדים המיטביים שעל החברה או היחיד לנקוט כדי לקבל מקסימום קרדיט (מכתב חסינות). בחלק מן ההסדרים מופיע פירוט הצעד שננקט לתיקון ההפרה או מניעת הישנותה ובחלק מן ההסדרים הוא אינו מופיע.²⁰⁷ נטען כי תוכנית שיתוף פעולה שמתמדת ליזום גילוי עצמי דורשת עקביות, ציפיות של פעילי השוק ביחס להטבות שיינתנו והנחיה ברורה לציבור ביחס לסוג ההתנהגות שתקבל קרדיט.²⁰⁸

ביקורות נוספות הן כי קיים חשש כי במקרה של מדליף לפי תוכנית ה-*whistleblowers*, החברה לא תקבל חסינות לפי תוכנית שיתוף הפעולה. בנוסף, לאחר גילוי עצמי ראשוני יש צורך בפעולות נוספות לפי הנחיית הרשות שיש בהן עלויות וכן מאמץ מתמשך.

כללי גילוי עצמי באירופה – בשיטות המשפט באיחוד האירופי, בבריטניה, בקנדה ובאוסטרליה (ברשות התחרות) קיימים כללי גילוי עצמי שפרסמו הרשויות כעמדת סגל ו/או הנחיות, המעניקים לחברות ויחידים חסינות מפני העמדה לדין אזרחית על ידי הרגולטור ו/או הקלה בטיפול האכיפתי.²⁰⁹

במישור הפלילי, באנגליה המשרד לתרמיות חמורות – *Serious Fraud Office* (להלן – "SFO") פרסם בשנת 2020 פרק חדש במדריך ההפעלה שלו (*Operational Handbook*) ביחס לשיקול הדעת של תובע בכריתת הסכם DPA (כמשמעותו כאמור לעיל בארצות הברית). ציון כי הסמכות לכרות הסדרי DPA הייתה קיימת באנגליה עוד משנת 2014.²¹⁰ בשנת 2009 נחקק באנגליה חוק המעניק גם ל-FSA סמכות לתת חסינות ליחידים במהלך חקירת תיקים חמורים

David L. Axelrod, Celia Cohen, Keisha O. Coeman, Michael P. Robotti, R. Stephan Stigal & Brad Gershel, *The SEC Recent Personal Device Settlements Shed Light on the Question of Self Reporting* (14.4.23), <https://tinyurl.com/44kyd7vv>

שם, בעמ' 2427, 2449.

Matthew Bultman, *Companies Heed SEC Call for Self-Reporting, but Want Clearer Perks* (29/11/23), <https://tinyurl.com/3yxtez8b>

Duffy, לעיל ה"ש 14 בעמ' 162.

SFO Operational Handbook: Differed Prosecution Agreements (2020) – הכללים האנגליים – SFO & CPS Differed Prosecution Agreements Code of Practice (2014)

כגון תיקי שימוש במידע פנים. נושא שיתוף הפעולה והגילוי העצמי יובא בחשבון בקביעת הסנקציות גם בתיקים שבהם ישנה הודאת נאשם בעבירה זו.²¹¹ המשרד המקביל בצרפת The Parquet National Financier פרסם אף הוא בשנת 2019 הנחיות דומות לכריתת DPA (המכונים בצרפת CJIP).²¹² באירופה אין את הכללים הנוספים של הסכם NPA או מכתב חסינות Declination. באנגליה ניתן לתת לעד חסינות דה פקטו בהליכים פליליים, שמשמעותה הצהרה כי עדותו לא תוכל לשמש כנגדו בהליכים פליליים, אם כי ניתן יהיה לתובעו על מתן עדות שקר.²¹³

המדריכים האירופיים משקפים גישה של הרמוניה עם הקריטריונים של התביעה הכללית בארצות הברית וה-SEC ובכללם עידוד חברות לבצע גילוי עצמי, הכרה בכך שיכולות להיות חקירות מקבילות במדינות השונות באותו עניין וכן רצון לתת ודאות גדולה יותר ביחס למתן חסינות בנסיבות מסוימות. על אף הגישה ההרמונית, עדיין יש הבדל בין שלוש שיטות המשפט כך שחברות עשויות להיתקל בקשיים כאשר הן אמורות להחליט האם לבצע גילוי עצמי של התנהגות מפירה שעוברת על החוקים בכמה מדינות. באירופה, למשל, יש ציפייה ברורה להסרת חסיון עו"ד לקוח על ידי החברה בתהליך הגילוי, לעומת הגישה האמריקאית שאינה רואה זאת כתנאי לקבלת חסינות עקב גילוי עצמי, ולעומת זאת ההקלות המובטחות באירופה הן אמורפיות לעומת האמור ב-CEP. נשאלת השאלה האם החברה תוכל לעמוד בכללי הגילוי הן בארצות הברית והן באירופה ללא הסרת חסיון עו"ד לקוח. כאמור, יש הבדל גדול בין ההטבות המובטחות הניתנות בארצות הברית לבין הטבות פחות משכנעות ויותר נתונות לשיקול דעת באנגליה וצרפת. הצד המשותף הוא שלוש שיטות המשפט מביטחות הקלות על גילוי עצמי ושיתוף פעולה מלא.^{214, 215}

לסיכום, מסקירת השיטות השונות בעולם עולים כמה קווי בסיס החוזרים ונשנים בנוהלי גילוי עצמי. ראשית, בעבירות תאגידיות ובמקרים של שימוש במידע פנים על ידי כמה אנשי פנים ו/או מקורבים לחברה, מדובר בדרך כלל בכמה מעורבים והחסינות מוענקת תמיד לפונה הראשון. זאת על מנת ליצור תמריץ לפנייה יזומה לרשות על אודות הפרה/עבירה שהרשות למעשה אינה מודעת לה.

שנית, החסינות תינתן רק לגבי עניין שאין לגביו חקירה גלויה. בדין האמריקאי, בגרסאות המוקדמות יותר, היה תנאי נוקשה יותר, לפיו נדרש כי הגילוי יתרחש לפני שמחלקת חקירות גילתה על אודות האירוע. אך הכללת תנאי כה רחב פוגעת בתמריץ לבצע גילוי עצמי, שכן המפר אינו יודע אילו מקרים הרשות אכן טרם גילתה ואילו מצויים בשלב המודיעיני החסוי, אך הרשות למעשה יודעת על האירוע. לפיכך, בנסיבות אלה יחשוש המפר או המעורב מליוזם גילוי עצמי.

211 Duffy, לעיל ה"ש 14, בעמ' 162–163.

212 הכללים הצרפתיים – (2019) CJIP Implementations of PNF & AFA Guidelines.

213 Duffy, לעיל ה"ש 14, בעמ' 164.

214 Simon Airey et. Al., *Approaching Self Reporting and Cooperation Standards in US, UK and French Enforcement*, PAUL HASTINGS LLP (15.12.20).

215 Mcfadden, Thomson & Garfield, לעיל ה"ש 185.

שלישית, **לגבי מהות הגילוי העצמי ועיתויו**, בכל השיטות מדובר על עיתוי הגילוי ובכולן מדובר על סמיכות זמנים בין גילוי מעשה ההפרה/העבירה לבין הפנייה לרשות. ישנם הבדלים בין השיטות לגבי דרישת מיידיות הגילוי – בארצות הברית נושא זה מודגש, ואילו באירופה נדרש גילוי תוך זמן סביר, כאשר מצופה מן החברה לערוך בדיקה פנימית וניתן לה זמן מינימלי לגבש ממצאים ראשוניים.

רביעית, דבר נוסף המשותף לנוהלי הגילוי העצמי הוא שלגבי חברות אין די בגילוי עצמי לבדו על מנת להעניק חסינות, אלא יש צורך גם בתיקון מסיבי של ההפרה/העבירה ועריכת פעולות למניעת הישנותה הכרוכות בשיפור תוכנית האכיפה הפנימית בתאגיד וכן בשיתוף פעולה מלא ומתמשך עם הרשות.

בהפרות איסור השימוש במידע פנים, מדיניות זו של מתן הקלות בשל גילוי עצמי מיושמת בדרך כלל כלפי מי שמעורבותו או חלקו בהפרה הם נמוכים יותר. בהקשר של עבירת הפרת איסור השימוש במידע פנים כלי זה יחול למשל על מי שהיה מעורב בביצוע עבירה או הפרה של שימוש במידע פנים ומעוניין לקבל חסינות או עונש מקל, תוך כדי מתן מידע ביחס לשימושים במידע פנים שנעשו על ידי גורמים אחרים בפרשה, בין אם מדובר באיש הפנים שמסר לו מידע או במקורבים אחרים שקיבלו את אותו מידע מאיש הפנים ועשו בו שימוש. ייתכנו סיטואציות נוספות, כגון איש הפנים המסגיר את המקורבים שקיבלו ממנו מידע. כאשר מדובר בגורם שאינו מעורב בעצמו בהפרה/עבירה, למשל, אחד מעובדי החברה שאיתר כי בוצעה הפרה/עבירה כגון זו על ידי אחרים בחברה או אף על ידי החברה עצמה, יש להניח כי אותו גורם יהיה מעוניין בקבלת מענק בתוכנית המענקים למדליפים, ולא בקבלת חסינות שכן הוא אינו אחראי להפרה/עבירה. הדעה הרווחת היא כי אין זה נכון לתת חסינות למי שחלקו בהפרה גדול יותר מן המפר שלגביו הוא מעיד. דבר זה מעלה, במקרים שבהם מועבר מידע מאיש הפנים לאדם אחר שעשה בו שימוש, את השאלה הפילוסופית מי "אשם" יותר בביצוע ההפרה, נותן המידע או מקבלו? שאלת אשמתם היחסית של המעורבים היא שאלה הנוגעת במישרין לאינטרסים המוגנים ביסוד האיסור.²¹⁶ מצד אחד, אם המיקוד הוא על שיקול ההגינות כלפי ציבור המשקיעים והמדד הוא שיעור הרווח האיש, הרי שמקבל המידע שסחר תמיד יהיה אשם יותר, אלא אם כן איש הפנים, נותן המידע, מתחלק עימו ברווחים או מקבל טובת הנאה אחרת. מצד שני, ניתן לטעון שלולא איש הפנים שנתן את המידע העבירה/ההפרה לא הייתה מתרחשת, ולכן יש להתייחס אליו באופן שווה לעושה השימוש. יותר מכך, אם האינטרס המוגן הוא הענשת הפרת חובת האמון, הרי שאיש הפנים שנתן את המידע הוא זה שחב חובת אמון למשקיעים הקיימים והפוטנציאליים של החברה ולכן הוא זה שעשוי להפר חובת אמון. לפי גישה זו, אחריותו לביצוע ההפרה היא גבוהה יותר, גם אם העביר את המידע ללא שפעל בעצמו במסחר. בנוסף לכך, יש להתחשב בהיקף הפעילות וברווחים שהופקו, וההכרעה בדבר תלויה במידה רבה בעובדות התיק.²¹⁷ מניסיון הרשות האמריקאית נראה כי יהיה בכלי זה כדי

216 Duffy, לעיל ה"ש 14, בעמ' 166–170.

217 שם.

לתרום להגברת האכיפה בעבירה של שימוש במידע פנים, כמו גם בעבירות תאגידיות נוספות בדיני ניירות ערך.

5. שיפור מערכות הניטור והבקרה לאיתור פעולות חשודות במסחר

אחת הדרכים הננקטות על ידי רגולטורים במדינות שונות כדי לשפר את יכולת החקירה והאכיפה של עבירות או הפרות איסור השימוש במידע פנים היא שיפור מערכות הניטור והבקרה לאיתור פעולות חשודות במסחר. לעיתים קרובות, בסמוך לפרסום אירוע מהותי על ידי חברה נסחרת, נצפית תזוזה חריגה בשערי ניירות הערך. הרגולטור המאתר את החריגה על ידי מערכות ניטור משוכללות משתמש בראיה זו כבסיס לבדיקה/חקירה שבמסגרתה יברר מי הפועלים במסחר והאם יש להם קשר לגורמים בחברה הנסחרת, כך שייתכן שהחזיקו ברשותם מידע פנים עת ביצעו את הפעולה. המלומד Crimminis ציין כי בשל ההתקדמות הטכנולוגית בעשורים האחרונים, נעשתה כבדת דרך ביכולת לחקור ולאכוף תיקי מידע פנים, וזאת גם בהינתן קשיי החקירה והאכיפה האינהרנטיים לעבירה/הפרה זו. האכיפה התקדמה מאוד עקב היכולת לתפוס ולאתר אימיילים ורשומות על שיחות טלפון, לרבות במכשירים סלולריים, וכמו כן ההתקדמות במחשוב מסייעת לערוך ולהפיק מסמכים.²¹⁸ ישנן רשומות מי ערך את המסמך, מתי נערך ומתי שונה, ופרטים אלה נשמרים במשך שנים. אם מוחקים נתונים, טכנאי מחשב יכולים במקרים רבים לשחזר את הנתונים שנמחקו. ניתן לאתר היכן היה החשוד על ידי מכשירי איכון, ניתן לשחזר את התנועות שלנו על ידי תנועות בכרטיסי אשראי או במשיכת כספים בכספומט. גם צילומי מצלמות במרחב הציבורי מסייעים. אפשרויות רשות ניירות ערך להשיג ראיות ישירות ונסיבתיות התרחבו.²¹⁹

ה-SEC התמקדה בשנים האחרונות בפיתוח מערכות ממוחשבות לפיקוח על המסחר. המערכות של הרשות האמריקאית מתוכננות לאתר מסחר רווחי במיוחד ומסחר מתואם. נתונים אלה מאפשרים לאתר "טבעות" של שימוש במידע פנים. אחת הבעיות בשיטה האמריקאית היא שלרשות אין גישה ישירה לכל הבורסות והיא מקבלת את המידע לעיתים מכלי שני, דבר המביא לכך שהיא אינה מאתרת בזמן אמת את החריגות וההפרה.²²⁰ גם לרשות ניירות ערך ההודית אין סמכויות רחבות להשגת מידע על המסחר ועל טלפונים והיא נאלצת לבקש עזרה מרשויות אחרות בעלות סמכות, כמו רשות המיסים.²²¹

בשיטת המשפט בישראל, לרשות ניירות ערך יש גישה ישירה לנתוני המסחר בבורסה וביכולתה לקבל את נתוני המסחר מהבורסה.²²² החוק מאפשר קבלת כל נתוני המסחר בבורסה במערכות הרשות לשם בקרה על המסחר, ובמידת הצורך, חשיפת מבצע הפעולות. מבחינה זו, לרשות יש את האפשרות לערוך בקרת מסחר מתוחכמת על מנת לעמוד בקצב וביצירתיות של

218 Crimminis, לעיל ה"ש 57, בעמ' 350.

219 שם, בעמ' 351.

220 Andrew P. Osselar, Note: *Insider Trading Enforcement and Link Prediction*, 96 TEX. L. R. 399 (2017).

221 Sethi, Chanda & Agarwal, לעיל ה"ש 12, בעמ' 210.

222 ראו ס' 51 ו-1856 לחוק ניירות ערך.

מבצעי העבירות וההפרות. הנתונים מאפשרים לאתר פעילות של חשבון ספציפי (חשבון מוצפן), ולא רק פעילות ברמת חבר בורסה. הנתונים מגיעים מדי יום ומנותחים על ידי אלגוריתמים שפותחו ברשות על מנת לאתר פעילות חשודה לפי פרמטרים שונים. האלגוריתם מקשר בין דיווחים שונים המהווים אירועים מהותיים בחברה לבין הפעילות במסחר. החריגים שאותרו על ידי מערכות הבקרה על המסחר נבדקים על ידי אנליסטים של בקרת המסחר באמצעות בדיקות נוספות והעשרה של המידע. בנוסף לכך, לרשות יש מערכת מידע שמאפשרת לאתר קשרים בין ישויות שונות, ונראה כי מבחינה זו הרשות בישראל היא רשות מתקדמת שיש לה כלי איתור.

בהקשר זה, יש צורך לשמור על מערכת מעודכנת ומפותחת על מנת לשמר את היכולת לאתר עבירות/הפרות, כי העבריינים בתחום מתוחכמים וכל הזמן מנסים למצוא דרכים להתחמק מאיתור, כגון – פיצול הפעילות למספר רב של חשבונות שקשה לקשר אותם אליהם, על מנת לחמוק מתחת לרדאר על ידי ביצוע פעילות בהיקף גדול המפוצלת למספר רב של חשבונות קטנים בבעלות ישויות שונות. כמו כן, ביצוע דפוסי פעילות מתוחכמים שמתבססים על עסקאות אמיתיות שעל פניהן הן לגיטימיות, ורק באמצעות אלגוריתמים ייעודיים וניתוח המסחר כולו ניתן לאתר אותן. מעבר לקיומן של מערכות מתקדמות, יש חשיבות לפיתוח ושימור מומחיות וידע האנליסטים המאפיינים את האלגוריתמים השונים והבוחנים את תוצאות הבקרה על מנת שיפיקו את המרב מאותן מערכות.

6. שימוש בהאזנות סתר בתיקים פליליים

אמצעי זה נשקל בשיטות משפט זרות ובישראל אך ורק לגבי חקירות פליליות, ולא לגבי בירורים בהליכים אזרחיים/מנהליים. לפיכך, הוא יכול לסייע להוכחת ביצוע עבירות פליליות, ואין בכוחו לסייע בתיקים שנפתחו כתיקים מנהליים. האזנת סתר היא האזנה לשיחה ללא הסכמת אף אחד מן הדוברים בשיחה. אם אחד הצדדים לשיחה מסכים כי יאזינו לשיחה ו/או כי השיחה תוקלט או תועתק, אין מדובר בהאזנת סתר. שיחה למעשה כוללת לא רק האזנה לטלפון או לפלאפון, אלא גם לשיחה בעל פה, לתקשורת בפקס, או בין מחשבים.²²³ האזנת סתר עשויה לתרום להוכחת תיקי מידע פנים שכן היא מבוצעת לפני שהאדם יודע שהוא נחקר. בעניין זה מתעוררת השאלה האם שימוש במידע פנים הוא אכן התנהגות חמורה דיה המצדיקה שימוש באמצעים הפוגעים בחופש הפרט על מנת לאתר את ההתנהגות העבריינית. ברוב שיטות המשפט סבורים המלומדים מן התחום כי מדובר בהתנהגות הפוגעת חמורות באמון המשקיעים בשוק ההון וביעילותו, אם כי ישנם כמה מלומדים בארצות הברית הסבורים כי שימוש במידע פנים מייעל את השוק.²²⁴

223 ראו הגדרת "שיחה" בחוק האזנות סתר, התשל"ט-1979 "בדיבור או בבזק, לרבות בטלפון, בטלפון אלחוטי, ברדיו טלפון נייד, במכשיר קשר אלחוטי, בפקסימיליה, בטלקס בטלפרינטר, או בתקשורת בין מחשבים".

224 H.G. Manne, *Insider Trading and the Law* Professors, 23 VAND. LAW REV. 547, 549 (1970) ראו ספרו של פרופ' מאני - H.G. MANNE, *INSIDER TRADING & THE STOCK MARKET* (1966).

רשות ניירות ערך האנגלית אינה בעלת סמכות להאזין לשיחות טלפון ואינה יכולה לבקש זאת מהמשטרה. באוסטרליה נדרש, על מנת לקבל היתר להאזנת סתר על פי חוק הטלקומוניקציה, שיהיה מדובר בעבירה חמורה שבצידה לפחות 7 שנות מאסר, ואילו העונש על עבירת השימוש במידע פנים באוסטרליה הוא 5 שנים בלבד. לרשות ניירות ערך האוסטרלית סמכות להוציא רשומות טלפוניות מחברות הטלפון.²²⁵

בארצות הברית נעשה שימוש לראשונה בהאזנות סתר בתיק פלילי ענק של שימוש במידע פנים כנגד מנהל קרן גידור Galleon Group Hedge Fund בשם Raj Rajaratnam, שטוהר רשת של "מודיעים", אנשי פנים בחברות ציבוריות, בנקים, חברות ייעוץ, וכן במתווכים פיננסיים נוספים, כמו למשל דירקטור בגולדמן זקס, שהדליפו לו מידע פנים על מהלכים בחברות ציבוריות. מייד לאחר קבלת מידע הפנים ממקורביו ביצע Rajaratnam פעולות בניירות הערך של אותן חברות. Rajaratnam תיגמל את מוסרי המידע בכך שהעביר להם כספים תמורת ה"טיפים", עשה פעולות בשמו של אחד מאנשי הפנים והעביר לו רווחים בגינן, נתן טיפים למסחר למדליפי המידע וכן שימש כחבר אישי להם. חבר מושבעים מצא את Rajaratnam אשם בעבירות של קשירת קשר לבצע פשע של תרמית וכן בעבירות של שימוש במידע פנים בכמה אירועים שונים לאורך השנים 2003–2009. הושתו עליו באוקטובר 2011 11 שנות מאסר בפועל, תקופת המאסר הארוכה ביותר עבור סוג זה של עבירה. כן הוטל עליו קנס של 10 מיליון דולר והשבת כספים לנפגעים בגובה של 53.8 מיליון דולר.

עובר לתחילת ההליך הפלילי ובמקביל לו רשות ניירות ערך הגישה כנגד Rajaratnam תביעה אזרחית שבה חויב לשלם 92.8 מיליון דולר קנס אזרחי.²²⁶ החקירה בעניינו ארכה כ-32 חודשים והסתיימה במאסרו כאשר התקבל מידע מודיעיני שהוא חושד כי מאזינים לו ומתכוון להימלט מארצות הברית.²²⁷ אמצעי האזנת הסתר ננקט לאחר כמה שנים שבהן החקירה האזרחית וכן החקירה הפלילית בעניינו הגיעו למבוי סתום. ראשית, ה־SEC ניהלה חקירה אזרחית כנגד Rajaratnam שבה חקרה את החשוד, עובדיו ומקורביו. במסגרת החקירה הוציאה ה־SEC דרישות לקבלת מידע, יותר מ-200 צווים ומיליוני דפי מידע שכללו אימיילים, נתוני מסחר, רשימות משקיעים, רשימות אנשי קשר, הארד דיסק של מחשב החשוד, נתוני בנקים, יומני פגישות ורישומי שיחות טלפון, וזאת ללא שמצאה ממצאים ברורים להוכחת ההפרה. בשנת 2007 הופנה המקרה ל־FBI לביצוע במקביל של חקירה פלילית, אך לאור חוסר שיתוף פעולה של עדים והיעדר ממצאים ברורים מתוך החומר הרב שנתפס, נתקלה החקירה הפלילית, כמו גם האזרחית, במבוי סתום. החוקרים פנו בבקשה לבית המשפט לביצוע האזנות סתר

ראו לדוגמה כמה מאמרים התומכים בגישתו של פרופ' מאני: J. R. Macey, *Securities Trading: A Contractual Prospective*, 50 CASE W. RES L. REV. 269 (1999); D. W. Carlton & D. R. Fische, *The Regulation of Insider trading*, 35 STAN. L. REV. 857 (1983); Ayres & S. Choy, *Internalizing Outsider Trading* 101 MICH. L. REV. 313 (2002).

Duffy, לעיל ה"ש 14, בעמ' 170–171. 225

Verdict Form, United States v. Rajaratnam, 802 F. Supp. 2d 491 (S.D.N.Y., May 11 2011) 226
(No. 09-CR-1184) 2011 WL 1796430; Order Denying Judgment of Acquittal, United States v. Rajaratnam, 802 F. Supp. 2d 491, 495 (S.D.N.Y. 2011)

Anna Driggers, *Note: Rajaratnam's Historic Insider Trading Sentence*, 49 AM. CRIM. L. REV. 2021 (2012). 227

והסתמכו כבסיס לבקשה, בין היתר, על אימיילים לא ברורים בין Rajaratnam ליועצת לקרן גידור ושיחות טלפון ביניהם שלאחריהן ביצעו שניהם פעולות במסחר. החוקרים הפלייליים נתקלו בבעיה משפטית בקבלת ההיתר, שכן לפי החוק לא ניתן לבצע האזנת סתר על עבירות התרמית בני"ע ושימוש במידע פנים, ולכן נטען בבקשה להיתר להאזנת סתר כי בוצעו עבירות של קשירת קשר לבצע פשע כבסיס לבקשה. שכן, עבירת קשירת קשר נכללת בגדר העבירות שניתן לקבל בגינן היתר לביצוע האזנת סתר. העמדה לדין בשתי העבירות האמורות היא שכיחה בארצות הברית, במיוחד כאשר מדובר בכמה מקורבים שהמידע עובר ביניהם ועושים במקביל שימוש במידע פנים. בישראל יש מעט דוגמאות לסיטואציה האמורה, כמו למשל פסק הדין בעניין צבי רבין, בו העביר איש יחסי ציבור של חברות ציבוריות בכמה מועדים שונים מידע פנים למקורבו שפעל במסחר וכן עשה שימוש בעצמו במידע, במסחר בניירות ערך של החברות.²²⁸ יצוין כי כאשר הקשר בין המעורבים מתמשך והעבירה מושא הקשר מתבצעת, לא נוהגים בישראל להעמיד לדין על קשר לביצוע עבירה וכן על העבירה המושלמת, מושא הקשר, אלא כתב האישום מוגש על ביצוע העבירה המושלמת.

מכל מקום, האזנות הסתר הביאו לפריצת דרך בתיק Rajaratnam, הן מבחינת השגת ראיות לביצוע העבירות, שכן Rajaratnam קיבל את מידע הפנים שמכוחו פעל בדרך כלל באופן טלפוני, והן מבחינת קידום החקירה, כיוון שלאחר הצגת שיחות מפלילות החלו העדים לשתף פעולה וחלק מהם אף הסכימו להקליט שיחות עם החשוד.²²⁹ שותפיו של Rajaratnam לביצוע העבירות נעצרו אף הם והועמדו לדין. השפעת פסק הדין הייתה בכך שהסוחרים הבינו כי עשויים להאזין להם, ועליהם להיות זהירים יותר מאשר היה Rajaratnam, שלא העלה בדעתו, לפחות בהתחלה, כי מאזינים לשיחותיו. הרשות והתביעה הפדרלית, מצידן, יוכלו להשיג היתר להאזין רק כאשר מדובר במזימה רבת משתתפים לשימוש במידע פנים, שכן ההאזנה היא אמצעי חודרני.²³⁰

בישראל יש למחלקת חקירות ברשות ניירות ערך סמכות לקבל נתוני תקשורת. נתוני תקשורת הם ראיות דיגיטליות הנאגרות בידי חברות תקשורת כחלק אינטגרלי מפעילותן. אגירת המידע נעשית באופן המאפשר אחזור מידע, מיון וסינון גם לצורכי הרשות החוקרת. נתוני תקשורת הם למשל רישומים על שיחות טלפוניות בטלפון נייד או נייד. לצורך כך יפנה החוקר לבית המשפט לבקשת הצו על פי חוק סדר הדין הפלילי (סמכויות אכיפה – נתוני תקשורת), התשס"ז-2007. הבקשה תוגש לבית המשפט לפי סעיף 3 לחוק האמור, שבו מוגדרים התנאים והפרוצדורה הדרושה לקבלת הנתונים. בית המשפט רשאי על פי בקשה להתיר, בצו, לרשות החוקרת (כולל רשות ניירות ערך) קבלת נתוני תקשורת ממאגר מידע של **בעל רישיון בזק**, בדרך שייקבע בצו, אם שוכנע שהדבר נדרש למטרה מהמטרות המפורטות להלן, ובלבד שאין בקבלת נתוני התקשורת כאמור כדי לפגוע במידה העולה על הנדרש בפרטיותו של אדם: (1) הצלת חיי אדם או הגנה עליהם; (2) גילוי עבירות, חקירתן או מניעתן; (3) גילוי עבריינים

228 עניין **רבין ופן** (ערעור), לעיל ה"ש 105.

229 Driggers, לעיל ה"ש 227, בעמ' 2031–2033.

230 שם, בעמ' 2040.

והעמדתם לדין; (4) חילוט רכוש על פי דין. כאשר מבקשים להאזין לבעל מקצוע, לא יתיר בית המשפט קבלת נתוני תקשורת, אלא אם כן שוכנע בהסתמך על פירוט ברור לכך במסגרת הבקשה שיש יסוד לחשד שבעל המקצוע מעורב בעבירה שבקשר אליה הוגשה הבקשה. החוק מכיל הוראות לגבי המידע המפורט שיופיע בבקשה ולגבי המסמכים המצורפים על פי דין ומתווה את תוכן הצו עצמו. הצו יהיה בתוקף ל-30 יום.²³¹ במקרים דחופים רשאי קצין מוסמך לאשר קבלת נתוני תקשורת ללא צו שיפוטי, אם הדבר נדרש בלא דיחוי למניעת עבירה מסוג פשע, או לשם הצלת חיי אדם. חוק נתוני תקשורת מסדיר השגת נתוני תקשורת המוגדרים בחוק כנתוני זיהוי, נתוני מיקום ונתוני תעבורה מבעלי רישיון בזק. כל דבר הכולל את תוכן ההתקשרות עצמה – מה נאמר/מה הוקלד/מה נשלח – לא מוסדר בחוק זה. החוק מבסס את ההגנה על הזכות לפרטיות של החשוד ושל צדדים שלישיים שהם הנפגעים הפוטנציאליים כתוצאה מאיסוף הנתונים על ידי הרשות החוקרת, על ידי המשטרה ורשויות חוקרות אחרות. על פי הפסיקה בית המשפט נדרש להעריך עד כמה שניתן את מידת הפגיעה בפרטיות ולבחון האם הפגיעה בה אינה כזו העולה על הנדרש לצורך מתן הצו.²³²

החוק מתייחס לנתוני תקשורת שנאגרים אצל בעלי רישיון בזק (הכוללים גם את חברות הסלולר הגדולות).²³³ צו ביחס לחברות נוספות האוגרות נתוני תקשורת שאינן בעלות רישיון בזק, כגון חברות המפעילות אתר אינטרנט, מנועי חיפוש באינטרנט, פורטלים באינטרנט וחברות המספקות שירותי תא דואר אלקטרוני, ייעשה על פי סעיף 43 לפקודת סדר הדין הפלילי (מעצר וחיפוש) [נוסח חדש], התשכ"ט-1969. לפי סעיף זה רשאי השופט של בית המשפט לתת צו לכל אדם להמציא מידע אם הוא נדרש לצורכי חקירה או משפט.

לעניין האזנות סתר

האזנת סתר מבוצעת בישראל על פי חוק האזנת סתר, התשל"ט-1979, המבטא הסדר שתכליתו הגנה על הפרטיות וקביעת פרוצדורה ברורה לפגיעה בפרטיות, שכן האזנת סתר היא אמצעי פולשני. החוק מטיל איסור על האזנות סתר שלא על פי היתר כדין וקובע איזונים ובלמים. חלק מן האיזונים והבלמים הם העובדה כי יינתן היתר להאזנת סתר אך ורק לחקירת עבירות מסוג פשע, ולא לחקירת עבירות קלות יותר, בדומה לשיטות משפט זרות. בנוסף, מתבצע פיקוח של בית המשפט על ידי כך שהיתר להאזנת סתר יינתן רק על ידי נשיא בית המשפט או סגנו. המשטרה או גופי חקירה אחרים כמו רשות ניירות ערך או רשות התחרות רשאים לבקש היתר להאזנת סתר²³⁴ לצורך מניעת עבירות וגילוי עבריינים. היתר כזה, בכתב, מתקבל על ידי נשיא בית המשפט המחוזי או סגנו לאחר שהוצגו בפניו נימוקים לפגיעה בפרטיות למטרת

231 ראו ס' 6-8, 13 לחוק האזנת סתר; ס' 1, 3 לחוק סדר הדין הפלילי (סמכויות אכיפה נתוני תקשורת) התשס"ח-2007.

232 רע"פ 1089/21 מדינת ישראל נ' אליצור אטיאס, פס' 19 (נבו 14.3.2022).

233 הכוונה למי שקיבל רישיון כללי או מיוחד לביצוע פעולות בזק ולמתן שירותי בזק לפי חוק התקשורת (בזק ושידורים), התשמ"ב-1982. בעלי רישיון בזק הם: בזק, בזק בינלאומי, פלאפון, סלקום, פרטנר.

234 ס' 2א לתקנות האזנת סתר, התשמ"ו-1986 שכותרתו "הגשת בקשה על ידי רשות חוקרת אחרת".

מניעה מראש או גילוי בדיעבד של פשע,²³⁵ או לחקירה לצורכי חילוט רכוש הקשור בעבירת פשע.²³⁶ בית המשפט ישקול את מידת הפגיעה בפרטיות מול חומרת העבירה. טרם ההחלטה על הגשת בקשה להאזנת סתר תבחן מחלקת חקירות את ההיבטים המפורטים להלן ותשקול את חיוניות ההאזנה מול הפגיעה הצפויה בפרטיות מי שהצו נועד להאזין לו וסביבתו בגין ההאזנה: חומרת העבירה; הסיכוי לאסוף ראיות באמצעות האזנת סתר; עוצמת החשד; והתשתית הראייתית. במקרים דחופים רשאי המפקח הכללי של משטרת ישראל להתיר האזנה ל-48 שעות.

עד היום הופעלה הסמכות לבצע האזנת סתר בעבירות מידע פנים במקרים בודדים בלבד. הסיבות לכך הן: ראשית, לפני שנת 1998 עת תוקן חוק ניירות הערך והוחמרה הענישה בעבירת השימוש במידע פנים לחמש שנים, לא היו עבירות מידע פנים עבירות מסוג "פשע", ולא ניתן היה לקבל היתר להאזנת סתר בגינן. שנית, האזנת הסתר אינה אפקטיבית כאשר השימוש במידע פנים הוא אירוע חד-פעמי או כמעט חד-פעמי, כפי שהדבר בחלק לא מבוטל מן התיקים, שכן האזנת הסתר תתבצע לאחר האירוע שבו נעשה שימוש במידע ולא תניב דבר. ברבים מתיקי מידע פנים מתגלה העבירה לאחר שכבר בוצעה, ולא ניתן לבצע האזנות סתר רטרואקטיבית. מכאן שההאזנה תהא אפקטיבית רק כאשר מדובר בגורם סדרתי, כגון צבי רבין או Rajaratnam, שפעל לאורך זמן, בכמה אירועים של שימוש במידע פנים, שאז ניתן לאתר שיחות שבהן מועבר מידע פנים מן החשוד למקורבים וללכוד את ביצוע העבירה בזמן אמת.

ד. סיכום ותובנות

הקושי להוכיח את ההפרה או עבירת השימוש במידע פנים משותף לשיטות המשפט השונות וקיים ביתר שאת במישור הפלילי, שבו נדרש להוכיח יסוד נפשי של מחשבה פלילית וכן נטל ההוכחה הוא נטל כבד. עם זאת, גם במישורים האזרחי והמנהלי ישנם קשיים להוכיח את ההפרה ויש חוסר בהירות ביחס לעוצמת הראיות שיש להציג כדי לעמוד בנטל ההוכחה המקובל בהם, של הטיית מאזן ההסתברויות. ישנה גישה מקילה המסתפקת ביצירת רשימת פרמטרים (צ'ק ליסט) של ראיות נסיבתיות כתנאי להוכחה, ולעומתה ישנה גישה מחמירה הדורשת במישור האזרחי/המנהלי ראיות ברורות ומשכנעות, בדומה לרף נטל ההוכחה הגבוה יותר בעוללת התרמית בנזיקין.

כמפורט לעיל, ישנם כמה פתרונות להתמודדות עם קשיי ההוכחה של האיסור, חלקם כוללים שינוי חקיקתי ובחלקם די בפרסום הנחיות מאת הרגולטור. חלק מן הפתרונות כבר מיושמים בישראל מזה שנים, כגון מעקב וניטור המסחר, כאשר המאבק העיקרי הוא כי אמצעי המעקב יהיו מתוחכמים מספיק ויידעו להתמודד עם תחכום הולך וגובר של השחקנים בשוק. כך גם מבחינת החוק בישראל יש אפשרות להאזנת סתר במישור הפלילי במקרים המתאימים והחמורים יותר.

²³⁵ בירה שעונש המקסימום לגביה הוא מאסר 3 שנים ומעלה.

²³⁶ ס' 6(א) לחוק האזנת סתר.

נראה לאור נתוני האכיפה במישור הפלילי כי אין די בהגברת כלי החקירה, כגון שיפור מערכות המעקב וניטור המסחר או שימוש בכלי האזנת הסתר בתיקים פליליים, אלא יש להוסיף עליהם אמצעים נוספים לעידוד האכיפה של איסור השימוש במידע פנים. לאור קשיי הוכחה בהליכים הפליליים ניתן לקדם במקביל או בנפרד חלק מהפתרונות שטרם נוסו.

אציע לשקול טיפול אכיפתי מוגבר בהפרת האיסור בשימוש במידע פנים באמצעות ההליכים המנהליים במקביל להמשך טיפול במישור הפלילי במקרים החמורים, כאמצעי להגברת האכיפה ותוחלת ההעמדה לדין. סקירת שיטות משפט שהוסיפו את מסלולי האכיפה האזרחי או המנהלי (או שניהם) בנוסף למסלול האכיפה הפלילית מצביעה על כך שטיפול במקרי השימוש האסור במידע פנים באמצעות הליכים אזרחיים ו/או הליכים מנהליים עשוי לתרום להגברת אכיפת האיסור.

במסגרת שינוי בניתוב התיקים ינותבו חלק גדול יותר מתיקי מידע פנים למישור המנהלי. לפי גישה זו, יש לנתב את המקרים הקלים עד בינוניים למישור המנהלי ולאפשר לפסיקה במישור זה להתפתח ממקרה למקרה, תוך הדגשת טיבו השונה של ההליך המנהלי ומתן ביטוי לנטל ההוכחה הנדרש, הנמוך יותר במישור המנהלי, וכן ליסוד הנפשי של רשלנות בלבד. יש לתת את הדעת לאפיונו המיוחד של ההליך המנהלי מבחינת משכו כהליך יעיל יותר, ולנסות לשמור על יעילות זו בהתאם לכוונת המחוקק. יש לתת ביטוי בתיקים המנהליים שעוסקים בשימוש במידע פנים לחומרת ההתנהגות באופן יחסי על ידי השתת אמצעי אכיפה משמעותיים שיהלמו את מהות ההתנהגות המפירה. ניתן ללמוד מניסיון של שיטות משפט אחרות בתחום זה, ביחס לגובה העיצומים המוטלים בתיקי מידע פנים, העולה באופן ניכר על הרווח שהופק או מניעת הפסד למפר.

מן הזווית של ההליכים הפליליים, הלקח המרכזי שיש ללמוד משיטות המשפט הזרות הוא כי יש חשיבות קריטית להטלת עונשי מאסר בפועל בכלא במקרים המתאימים על ידי בתי המשפט, כאמצעי מרכזי להגברת ההרתעה בתחום זה, ויש לנסות וליצור סטנדרט ענישה גבוה יותר מזה הקיים כעת, בתיקים החמורים.

במקביל לצעד האמור, בהינתן שחלק ניכר מן התיקים ינותבו להליך המנהלי, שבו נטל ההוכחה נמוך מן הנטל הנדרש בהליך הפלילי, ניתן לבחון יצירת רשימת פרמטרים (צ'ק ליסט) להוכחה על בסיס ראיות נסיבתיות במישור המנהלי, שעם הוכחתם יעבור הנטל למפר לסתור את הראיות.

יש לסייג את בחינת הראיות הנסיבתיות על פי הרשימה בכך שהיא לא תוגדר כ"רשימה סגורה", אלא יש לשקול את הראיות בכל תיק בפני עצמן ולבחון את הסברי המפר. בנוסף לכך, אין לבחון את הפרמטרים ברשימה באופן טכני, אלא יש להסתכל על התמונה הכוללת העולה ממכלול הראיות. הסתכלות על מכלול הראיות והשתלבותן זו בזו בצד בחינה אינדוקטיבית כשיש כמה אירועים המלמדים זה על זה יכולות לסייע.

המסקנה כי בוצעה הפרה במישור המנהלי אינה צריכה להיות המסקנה היחידה האפשרית העולה מתוך הראיות, בדומה להליך הפלילי. אך כאשר עולות שתי אפשרויות מן הראיות שהוצגו על ידי שני הצדדים, יש לעמתן זו כנגד זו, ועל מנת לקבוע את אחריות המפר על הראיות לשכנע כי ההנחה שבוצע מעשה בניגוד לחוק גוברת על ההנחה שהמפר לא עבר על החוק.

במישור הפלילי בית המשפט קבע כי הוכחה על בסיס ראיות נסיבתיות היא אפשרית בעבירות השימוש במידע פנים, כבכל עבירה אחרת, אך דרש כי הראיות הנסיבתיות יובילו למסקנה אחת בלבד, כי התקיימה עבירה. כנגזר מכך, נדרשה הצטברות גבוהה מאוד של ראיות נסיבתיות על מנת להרשיע בהיעדר ראיות ישירות. הפרמטרים בפסקי הדין הפליליים בישראל דומים לרשימת הצ'ק ליסט בשיטות המשפט הזרות, אך הראיות הנסיבתיות החוזרות של קשר ויחסים בין המוסר למקבל, דפוס המסחר הקלסי, כמות וחריגות הפעילות במסחר ביחס לרגיל – אינן מספיקות במישור הפלילי. ואכן, ראיות נסיבתיות נוספות, כמו שיטתיות ופגמים משמעותיים במהימנות הנאשם, יכולות לחזק מאוד את הראיות כנגדו. בנוסף לכך, ראיות מינימליות על היתכנות להסבר חלופי מצידו של הנאשם יכולות להביא לזיכוי וכן ראיות העלולות להפחית בחשיבות של ראיה נסיבתית.

פתרונות נוספים שיש לבוחנם וטרם נוסו בארץ הם כללי גילוי עצמי לחברות ותוכנית מענקים למדליפים. פתרונות אלה ננקטים במקביל בשיטת המשפט האמריקאית ואכן היוו גורם ממריץ לביצוע חקירות בתחום דיני ניירות הערך ככלל, ובפרט בעבירות השימוש במידע פנים. דנתי באריכות בשני פתרונות אלה לעיל ולטעמי יש להעדיף את הכלי של כללי גילוי עצמי לחברות וליחידים המעניקים חסינות ו/או הקלות באכיפה. בפרק דלעיל שבו דנתי בפתרון הענקת פרסים/מענקים למדליפים הבעתי ספק אם התוכנית תניב בישראל את אותם פירות באופן שבו היא מניבה בארצות הברית. זאת בשל הבדל מנטליות מן האמריקאים, קוטנו של השוק העשוי להשליך על אפשרויות התעסוקה של המדליף לאחר שייחשף כי קיבל מענק, וכן הסיכוי הנמוך יותר לפניות כגון אלה בשוק ריכוזי של בעלי שליטה בישראל. בנוסף לכך, מאחר שהמענק נגזר מסכום העיצום, התמריץ להדליף עבור מענק קטן יותר בשל סכומי העיצום הקטנים יחסית המוטלים בהליכי האכיפה.

לטעמי, ניתן לבחון עיצוב כללי גילוי עצמי לחברות וליחידים בדיני ניירות ערך ובעבירות תאגידיות. עיצוב נזהל גילוי עצמי לחברות שיעניק לחברות חסינות או הקלות בהליכי האכיפה בדיני ניירות ערך עולה בקנה אחד עם עידוד עריכת תוכנית אכיפה פנימית אקטיבית בחברות המפוקחות לאורך השנים, על ידי רשות ניירות ערך. יש אימפקט לכלים השלובים הללו יחד. יש להדגיש כי בהקשר של חברה, אין די בגילוי עצמי לבדו על מנת להעניק חסינות, אלא יש צורך גם בתיקון מסיבי של ההפרה/עבירה ועריכת פעולות למניעת הישנותה הכרוכות בשיפור תוכנית האכיפה הפנימית בתאגיד וכן בשיתוף פעולה מלא ומתמשך עם הרשות עד לתום החקירה/הבירור המנהלי. הגילוי צריך להיות מקיף ולכלול פעולות של שימור, איסוף והפקה של מסמכים ומידע רלוונטי. לגבי יחידים, כללי הגילוי העצמי יכולים לתמרץ את היחידים המעורבים בעצמם בביצוע העבירות/ההפרות לצעוד צעד קדימה וליזום גילוי עצמי לרשויות תמורת העמדה לדין או קבלת הטבות משמעותיות באכיפה כנגדם. זאת לעומת המקרה של מדליפי הראיות, אשר פעמים רבות מוסרים מידע מפליל על אחרים ואינם מעורבים בעצמם בביצוע ההפרות, כאשר התמריץ בעניינם הוא מתן המענק. אולם, כפי שהוסבר לעיל, ייתכן שהתמריץ לא יהיה חזק דיו מבחינה חומרית ותופעות הלוואי להדלפה יהיו קשות מדי מכדי שתוכנית כגון זו תצלח בישראל. מכל מקום, על רשויות האכיפה להשתדל להפעיל כלים שונים ולהיות יצירתיות במאבק כנגד שימוש במידע פנים על ידי אנשי הפנים ומקורביהם.