המשפט והאתיקה בתחום התיווך הפיננסי*

עלי בוקשפן** ואסא כשר***

מאמר זה נועד להציע מסגרת אתית של ערכים ועקרונות אשר ינחו את פעילותם המקצועית של מתווכים פיננסיים. תחום התיווך הפיננסי, אשר לא ניתן להפריז בחשיבותו המרכזית לפרט, לחברה ולכלכלה, חווה בשנים האחרונות משברים חריפים ונמצא במרכזן של רפורמות משפטיות בלתי פוסקות אשר אין די בהן. בהתאם לכך, מאמר זה מתבונן בתחום התיווך הפיננסי מכיוונה של האתיקה המקצועית כנקודת מבט שונה מזו המשפטית ונוספת עליה, שיש בה, כך אנו מאמינים, כדי לשפר בצורה עמוקה, מקיפה, אמינה וארוכת טווח את יעדיהם של המקצועות השונים המרכיבים את תחום התיווך הפיננסי – ביניהם יועצי השקעות, משווקי השקעות, מנהלי תיקי השקעות, אנליסטים, ברוקרים ודילרים.

בפתח המאמר יש תיאור מפורט של ההסדרה המשפטית הנוהגת בעולם התיווך הפיננסי ודיון בחולשותיה. בהמשכו מוצגת סקירת מודלים נוספים להסדרת התיווך הפיננסי, מודלים אשר מאמצים ומעודדים מבני הסדרה והטמעה עצמיים המקובלים גם בעולמה של האתיקה המקצועית והארגונית, ועל כן עשויים לשמש כגורמים המשלבים בין עולם המשפט לעולם האתיקה, למרות הבידול הקיים בין עולמות אלו. לדעתנו, טוב יעשה המחוקק אם יעודד את ניסוחם העמוק והשיטתי של ערכים, עקרונות וכללים אתיים על ידי הארגונים והמקצועות העוסקים בתיווך הפיננסי ובקרבם, וזאת בדרך של מתן "גזרים" משפטיים לאלה שניסחו והטמיעו את הערכים, העקרונות והכללים האתיים הללו באופן אפקטיבי.

---

* ראשיתו של מאמר זה בעבודת מחקר שנעשתה על ידי המחברים לצורך הכנת הצעה לקוד אתי לחברי בורסה שאינם בנקים. במסגרת עבודה זו נפגשו המחברים עם רבים מחברי הבורסה שאינם בנקים, נציגי רשות ניירות ערך, נציגי הבורסה לניירות ערך בתל אביב ומנכ"ל משרד האוצר. תודתנו לאור דיסקין ולקובי יוזף על העזרה המצוינת שהושיטו במהלך הכנת המאמר.

** מרצה בכיר, בית ספר רדזינר למשפטים, המרכז הבינתחומי הרצליה.

*** פרופסור אמריטוס מהקתדרה לאתיקה מקצועית ולפילוסופיה של הפרקטיקה ע"ש לאורה שוורץ-קיפ ופרופסור אמריטוס לפילוסופיה, אוניברסיטת תל אביב, פרופסור לפילוסופיה במרכז האקדמי שלם בירושלים, חבר האקדמיה האירופאית למדעים, חתן פרס ישראל לפילוסופיה כללית, 2000.

חלקו השני של המאמר מתמקד בפן האתי של מקצועות התיווך הפיננסי ובתרומתה של האתיקה העסקית לניסוחן של נורמות התנהגות ראויות בקרב מקצועות אלו. בתוך כך יש בחלק זה דיון נרחב בעקרונות יסוד העומדים בתשתיתה של האתיקה המקצועית בכלל, והאתיקה המקצועית בתחום התיווך הפיננסי בפרט, בהבדלים העקרוניים בין עולם המשפט לעולם האתיקה ובתיאור המצב השורר בישראל כיום. חתירה להתנהלות אתית, השואפת ל״רף״ ולא ל״סף״ ההתנהגותי, עיקרה בהשבחת ההתנהלות הראויה בתחום התיווך הפיננסי, ואף שהיא תביא ממילא ליתר שמירה על החוק, זוהי רק תוצאת לוואי שלה.

בחלקו האחרון של מאמר זה מוצגים נדבכים מרכזיים של האתיקה במקצועות התיווך הפיננסי. המאמר מציג את הערכים והנורמות המרכזיים המשותפים לכל מקצועות התיווך הפיננסי וגם חלקים נכבדים של האתיקה הייחודית של כל אחד מהם בפני עצמו. ערך אחד ממלא תפקיד מרכזי בקו המחשבה שהוביל אותנו לנדבכים הללו של האתיקה במקצועות התיווך הפיננסי. זהו ערך הטיפוליות. אנחנו מציעים לחשוב על המתווך הפיננסי במונחים של טיפול פיננסי. כשם שרופא הוא מטפל רפואי, מתווך פיננסי הוא מטפל פיננסי. ההבדלים בין רפואה לבין תיווך פיננסי רבים, אבל הדמיון עמוק ומפרה ועליו עומד חלק גדול מן האתיקה של כל מקצוע תיווך פיננסי.

פתיחה. I. תיווך פיננסי – הפן המשפטי: א. חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ״ה–1995; 1. חובת רישוי ופעילות אסורה על בעל רישיון; 2. חובות אמון וזהירות. **ב. מודלים נוספים להסדרה עצמית של התיווך הפיננסי**; 1. הצעת החוק להסדרת המתווכים בהשקעות; 2. תכנית אכיפה פנימית בתחום ניירות הערך וניהול השקעות; 3. המסגרת המשפטית בארצות הברית. **II. תיווך פיננסי – הפן האתי: א. מהי אתיקה? ב. מהי אתיקה מקצועית? ג. מהי אתיקה מקצועית בתחום התיווך הפיננסי?** 1. טיפוליות פיננסית; 2. שירות שיפורי; 3. עסקיות. **ד. אתיקה בתחום התיווך הפיננסי בישראל – תמונת מצב. ה. מסגרת מוצעת לקוד אתי (ערכים ועקרונות) בתחום התיווך הפיננסי**; 1. החלק הראשון של הקוד האתי – תפיסת המקצועיות; 2. החלק השני של הקוד האתי – ייחודם של מקצועות התיווך הפיננסי; 3. החלק השלישי של הקוד האתי – ערכי המעטפת החברתית. **ו. מסגרת מוצעת לכללים אתיים בתחום התיווך הפיננסי**; 1. כללים שיחולו על כלל העוסקים במקצועות התיווך הפיננסי; 2. כללים אתיים ייחודיים למקצועות השונים. **סיכום.**

פתיחה

חשיבות מקומו של שוק ההון בחיי החברה, הכלכלה והפרט והצורך הדחוף בהסדרתו הנם עובדות שכמעט אינן מצריכות ראיה לאחר המשברים חובקי העולם שחווה שוק זה בשנים

האחרונות.[1] עיון בנתונים היבשים אכן מדגים עד כמה חשובה התכלית הציבורית־המשקית של שוק ההון[2] ועד כמה משפיעים אלה גם על החיים, הכבוד והרווחה של הפרט, אשר בדרך כזו או אחרת משקיע כיום את עיקר כספו בשוק ההון בעזרת מתווכים פיננסיים.[3] למרבה הצער, ובאופן בלתי נמנע, סוכנים מרכזיים ומשמעותיים אלו, שנועדו לטפל בעניינם של המשקיעים, חשופים לתמריצים רבים להתמקד בעניינם האישי ולנצל את חולשתם ותלותם ההולכת וגדלה של המשקיעים הפיננסיים. תמריצים אלה מתעצמים נוכח מורכבותו ותחכומו של שוק ההון המודרני, וכל זאת שעה שהניסיון מראה שכוחם של כוחות השוק ושל ההסדרה המשפטית

---

1 לדוגמה, ראו את דו״ח היחידה הכלכלית של מגזין האקונומיסט על אודות טיפוח סביבה אתית בפירמות פיננסיות: The Economist Intelligence Unit, A Crisis Of Culture – Valuing Ethics and Knowledge in Financial Services (2013), *available at* http://www.choosetosave.org/asec/Economist%20Intelligence%20Unit%20-%20Crisis%20of%20Culture%202013.pdf.

2 נתוני היקף סך תיקי ההשקעות והתפלגותם של 17 בתי ההשקעות המובילים בישראל על פי דירוג דן אנד ברדסטריט ישראל (נתוני שנת 2012, הסכומים הם במיליוני ש״ח – duns100.dundb.co.il/ts.cgi?tsscript=/2012h/e32a9).
סך הכול תיקי השקעות – 543,736.6
סך הכול השקעות כספי לקוחות – 244,303.4
סך הכול השקעות קרנות נאמנות – 134,481.8
סך הכול תעודות סל – 109,410
סך הכול קופות גמל – 169,264.5
לפי נתוני הרשות לניירות ערך יש כ־3,500 יחידים בעלי רישיון תקף של יועץ השקעות; 12 חברות בעלות רישיון תקף של ייעוץ השקעות; כ־650 יחידים בעלי רישיון תקף של משווק השקעות; 28 חברות בעלות רישיון תקף של חברה לשיווק; כ־950 יחידים בעלי רישיון תקף של מנהל תיקים; כ־150 חברות בעלות רישיון תקף של ניהול תיקים (הנתונים עדכניים לתאריך 26.3.2013; www.isa.gov.il/Default.aspx?Site=YOATZIM&ID=-13).

3 לאה פסרמן־יוזפוב **דיני ניירות ערך: חובת הגילוי** 69–70, 186–188 (טובה אולשטיין עורכת, 2009). פסרמן־יוזפוב מציעה כמה גורמים המובילים את המשקיעים כיום להסתמכות גדלה והולכת על עזרתם של מתווכים פיננסיים: היותם של ניירות ערך סחורות מורכבות, אשר מורכבותן הולכת ומתגברת; בניגוד לעבר, כיום רבים מהתאגידים הנסחרים עוסקים בתחומי הייטק קשים להבנה; התפתחויות שחלו במקצוע החשבונאות וקיומם של דו״חות חשבונאיים מורכבים. גורמים אלו, לצד המגוון הקיים באפשרויות ההשקעה, מובילים לכך שגם משקיע, בעל כישורים העולים על אלו של המשקיע הממוצע, אינו יכול להסתפק בקריאת מסמכי הגילוי התאגידיים על מנת לקבל החלטה בדבר ההשקעה הטובה ביותר, מה שמעורר את הצורך בהסתמכותם המתרחבת והולכת של המשקיעים על מתווכים פיננסיים. לדבריה, הדבר ניכר בעיקר בישראל, שבה רוב המשקיעים בוחרים לרכוש ניירות ערך באמצעות מתווכים פיננסיים, וגם אלו שמשקיעים באופן עצמאי עושים זאת בדרך כלל באמצעות מנהלי תיקים מקצועיים. מצב דומה קיים גם באירופה, בהבדל מארצות הברית, שם שיעור ניכר מכלל המשקיעים בניירות ערך הם משקיעים פרטיים הקונים את ניירות הערך שלהם בעצמם. בהקשר זה של הסתמכותם ההולכת וגדלה של המשקיעים על גורמים שונים בשוק ההון ניתן לעורר את השאלה עד כמה מתאים להשקיף גם על חברות דירוג ועיתונאים פיננסיים כ״מתווכים״ פיננסיים, השוו: ע״פ 1027/94 **זילברמן נ׳ מדינת ישראל** פ״ד נג(4) 502 (1999). שם נדונה חובת הגילוי של עיתונאי פיננסי אשר גם הוא עוסק, במובנים מסוימים, בסוג של תיווך, עיבוד והפצה של ידיעות העשויות להשפיע על ציבור המשקיעים ולהדריך אותו.

בעידודן של נורמות התנהגות ראויות בשוק ההון מוגבל מאד, וגם זאת בלשון המעטה.[4] במאמר זה נבקש, על כן, להוסיף את תחום האתיקה לניתוח המקובל בהסדרת התנהגותם של המתווכים הפיננסיים. נתמקד בו בתחום האתיקה של מתווכי ההשקעות בשוק ההון כמעין ״חוליה חסרה״, אשר יש בה כדי להשלים את נורמות ההתנהגות הראויות בשוק ההון ולהשביחן. לאור חשיבות פעילותם של המתווכים הפיננסיים לפרט, לכלכלה ולחברה ולאור גודלו ומורכבותו הרבה של שוק ההון וההתפתחויות הרבות שחלו בו, אין פלא שאלה מעסיקים רבות, ובצורה נמרצת, את המערכת המשפטית. אלא שבכך, כאמור, אין די, ועל כך יעידו המשברים החוזרים ונשנים של השנים האחרונות בשוקי ההון בארצות הברית ובישראל. במצב דברים זה נחוץ שבעתיים שילובה של מערכת אתית (המתעניינת ב״רף״ ההתנהגותי ובאידאל המעשי של מקצועות התיווך הפיננסי) בזו המשפטית (המתעניינת ב״סף״ ההתנהגותי שמתחתיו מצויים איסורים שבצדם סנקציה).[5] שילוב שכזה יסייע, לדעתנו, בהבנה עמוקה יותר של תחום התיווך הפיננסי ובחידוד ההגדרות של המקצועות השונים המרכיבים את התחום, וחשוב מכול, הוא יביא לשיפור האפיון המדויק של נורמות ההתנהגות המצופות מהמתווכים הפיננסיים ולהטמעתן האפקטיבית ובכך לפתרון משבר האמון החריף ששוק זה שרוי בו.[6]

במקום אחר עמדנו על ההתאמה והנחיצות של תחום האתיקה למגזר העסקי בכללותו.[7] תרומתו העיקרית של מאמר זה היא בהצגת דיון עקרוני בדבר חשיבותה של האתיקה בתחום התיווך הפיננסי ובדבר האידאל ההתנהגותי אשר ראוי שינחה את פעילותם המקצועית של השחקנים המרכזיים בתחום זה, ביניהם יועצי ההשקעות, משווקי השקעות, מנהלי תיקי השקעות, אנליסטים, ברוקרים ודילרים.[8] כינון המערכת האתית בתחום התיווך הפיננסי הוא כינונה של אחת משתי מערכות נורמטיביות שבלעדיהן לא תיתכן פעילות תקינה של מערכת

---

4 Dan Awrey, William Blair & David Kershaw, *Between Law and Markets: Is There a Role for Culture and Ethics in Financial Regulation?*, 38 DEL. J. CORP. L. 191 (2013).

5 אסא כשר ״אתיקה, משפט ושיפוט״ **ספר שמגר ב** 433, 440–445 (2003).

6 השוו דבריו של פרופ׳ מאיר חת בכתבתו של עידו באום ״יש משבר אמון חמור בשוק ההון; זה דבר שקשה לרפא ברגולציה״ **TheMarker** (29.7.2012) www.themarker.com/law/1.1788047.

7 עלי בוקשפן ואסא כשר ״אתיקה בחברות עסקיות: שיקולים משפטיים ומוסריים״ **משפט ועסקים ב** 159 (2005).

8 באופן טכני מקובל לתאר את שוק ההון כ״מקום המפגש בין היחידות החוסכות לבין היחידות המשקיעות במשק״, ואת תפקידם של המתווכים הפיננסיים הפועלים בשוק ההון כ״חוליית אמצע המתווכת בין אותן היחידות, באופן שיבטיח לחוסכים תשואה עבור נכונותם לדחות את השימוש במקורות, ושיעמידם לרשות המשקיעים המבקשים לעשות בהן שימוש. בהיות ההון הפיננסי תשומה חשובה ביותר לפעילות המשק, הן במגזר העסקי והן עבור הפרטים, ברור כי למתווכים הפיננסיים מקום מרכזי בפעילות הכלכלית, ותפקודם היעיל הוא תנאי הכרחי למיצוי פוטנציאל הצמיחה״ – הצוות הבין־משרדי לעניין הרפורמה בשוק ההון **דו״ח הצוות** 14 (ספטמבר 2004) (להלן: דו״ח ועדת בכר). בדומה, נהוג לומר כי ״קיומה של מערכת תיווך פיננסי חיוני ביותר לניהול כלכלה מודרנית. מוסדות בנקאים ומתווכים פיננסיים אחרים מסייעים להעברת כספים ממקורות שיש בהם עודפי היצע ליעדים שיש בהם עודפי ביקוש, ובכך עוזרים להקצאה אופטימאלית של משאבים במשק [...]״; דוד רוטנברג **ניהול בנקאי בישראל – ניהול נכסים, התחייבויות וסיכונים** 23 (2002).

מקצועית או ארגונית כלשהי, הלוא הן המערכת האתית והמערכת המשפטית הנוגעות לתחום. להלן נשוב לנקודה מכרעת זו ונבהיר מדוע שתי המערכות הללו חיוניות, מדוע הן נפרדות זו מזו ומדוע הן מתנהלות בדרכים שונות לחלוטין, אף שבאותה נשימה ניתן לומר כי קיימים ביניהן גם יחסי גומלין חשובים: האתיקה מסייעת לשמירה על החוק, ובה בעת החקיקה יכולה לעודד ניסוח והטמעה אפקטיבית של כללי אתיקה.

לדידנו, ניסוחם המפורט והמלא של כללים אתיים בתחומי פעילות אלה וכינונם של הסדרי הטמעה אפקטיביים ראוי שייעשו באופן עצמי בידי גופים מתאימים בשוק ההון, כגון בתי השקעות וחברי בורסה, ארגונים מקצועיים שבהם חברים המתווכים הפיננסיים או בידי גופים רגולטוריים, דוגמת רשות ניירות ערך או ״מועצת המתווכים בהשקעות״, גוף שבימים אלה מוצע להקימו בישראל.[9] עם זאת, קודם לעיסוק בניסוח המפורט והמלא יש לקיים דיון עקרוני, שיטתי ומקיף אשר יוכל לשמש נקודת מוצא בפיתוחה של תפיסה סדורה של ערכים, עקרונות וכללי התנהגות ראויים בקרב העוסקים בתחום התיווך הפיננסי. מאמר זה נועד לשמש נקודת מוצא כזו.

לצורך פיתוח טענותינו מאורגן המאמר כדלקמן: **החלק הראשון** של המאמר עניינו הסדרה המשפטית של תחום התיווך הפיננסי בישראל והוא כולל התייחסות למודלים אפשריים נוספים להסדרה עצמית של התחום, ביניהם הצעת חוק חדשה (הצעת חוק להסדרת המתווכים בהשקעות, התש״ע–2010) אשר מיועדת להחליף את החוק המרכזי המסדיר כיום את התחום בישראל (חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ״ה–1995). נוסף על כך יש בחלק זה דיון קצר בנוגע למדיניות החדשה ברשות ניירות ערך, המעודדת אימוצן של תכניות אכיפה פנימיות במסגרת דיני ניירות ערך, ולדין השורר בארצות הברית בנוגע לחלק ממקצועות התיווך הפיננסי, אשר מעודד שילובה של הסדרה אתית בצד ההסדרה המשפטית ואשר רוחו שורה במידה מסוימת על החקיקה המוצעת בישראל בתחום התיווך הפיננסי. דרכי הסדרה אלו מקרבות בין עולם המשפט לעולם האתיקה ויש בהן כדי לעודד ולסייע בשילובם של שני עולמות אלו. כך או אחרת, וכפי שעולה מהניתוח בחלק זה, אף ששוק ההון הנו בין המסגרות המפוקחות ביותר על ידי המערכת הרגולטורית, ואף שההסדרה המשפטית של תחום התיווך הפיננסי מנסה להיות מפורטת ביותר ואינה שוקטת על השמרים, מספק הפן המשפטי, בשל טבעו המובנה, פתרונות חלקיים בלבד בכל הנוגע להסדרת התחום האמור. פתרונות אלה פונים, כאמור, בחלקם לכיוונה של ההסדרה וההטמעה האפקטיבית העצמית, המקובלות בתחום האתיקה. הסקירה המובאת בחלק זה מכינה אפוא את הקרקע לתיאור התוספות האתיות הדרושות בתחום התיווך הפיננסי. **חלקו השני** של המאמר עניינו הפן האתי של תחום התיווך הפיננסי. האתיקה המקצועית חשובה, ובמיוחד בתחום התיווך הפיננסי, מפני שהעיסוק בה מחייב חידוד הזהות של כל מקצוע והנחיה ברורה ושיטתית כיצד להתנהל בו כראוי. אתיקה מקצועית אינה קטלוג מזדמן של כללים להדרכת ההתנהלות של אנשי המקצוע. אתיקה מקצועית ראויה לשמה משקפת תפיסה בדבר הזהות המקצועית שעל הפרק ומדריכה את אנשי המקצוע לממש בהתנהלותם את הזהות המקצועית שלהם באופן

---

9 ראו להלן, הטקסט הסמוך לה״ש 102.

מיטבי. כל ניסיון רציני לגבש אתיקה של מקצוע מסוים במסגרת הפעילות של שוק ההון אמור להתחיל במאמץ לגבש באופן שיטתי, מקיף ומוסכם תפיסה של זהות המקצוע – מה ייעודו, מה מטרותיו, מה אמצעיו, מה דרכי הממשק שלו עם לקוחות ובעלי מקצועות אחרים וכדומה. גיבוש כזה של הזהות יעזור להעמיק את ההכרה באמור להתרחש במסגרת תפקוד תקין של בעלי המקצוע ואת הבנתו. בכך יוכשרו תנאים טובים יותר גם לגיבוש הכללים, גם לתהליכי הטמעתם וגם לכינון מנגנונים של רגולציה מתאימה. כאשר תהליכי גיבוש נערכים באופן יסודי ושקוף, הם יוצרים תשתית ליצירת אמון של הלקוחות והקהל הרחב בתקינות השגרתית של פעילות אנשי המקצוע.

ההצדקות של מקומה החשוב של האתיקה בחברות עסקיות בכלל חלות גם כאשר על הפרק נמצא תחום מסוים של פעילות עסקית,[10] אלא שבמקרה זה יש להצדיק גם מרכיבים ייחודיים של האתיקה בתחום שעל הפרק; לעיסוק בתחום זה, במיוחד אם הוא מקצועי, יש זהות ייחודית שיש לגבשה כדי להדריך את ההתנהגות בהתאם לתפיסת הזהות, האמורה להיות מוכרת, גם מבפנים וגם מבחוץ. במאמר זה נבקש להציג את הזהות המקצועית של התיווך הפיננסי באמצעות המודל של יחס הטיפול שבין מטפל לבין מטופל בתחומים שונים של החיים.[11] בדרך כלל כשאנחנו מתבוננים בהקשר טיפולי אנחנו רואים (א) אדם במצב שבו הוא עומד בפני בעיה בתחום מסוים של חייו; (ב) אותו אדם סבור, בדרך כלל בצדק, שאינו יכול לפתור את הבעיה שלפניו בכוחות עצמו; (ג) הוא מבקש עזרה מאדם אחר, האמור לעזור לו לפתור את הבעיה; (ד) האדם האמור לעזור בפתרון הבעיה הוא בעל מקצוע בתחום של פתרון בעיות מן הסוג הזה; (ה) האדם האמור לעזור בפתרון הבעיה אמור לשאת באחריות מרכזית לאיכות הפתרון, במסירות, באמינות ובשקיפות. זהו המבנה של הקשר טיפולי גם בתחום הרפואה וגם בתחום הייעוץ הארגוני. אנחנו מציעים, בהמשך מאמר זה, שהמבנה הזה ישרת אותנו גם כשנחשוב על היחס הבסיסי שבין מתווך פיננסי לבין הלקוח שלו. מובן שהאנלוגיה אינה שלמה, כיוון שהתחומים שונים באופי הבעיות שכל אחד מהם עוסק בהן, אולם המבנה הכללי של ההקשרים מקביל ואפשר להשתמש בהקבלה הזאת כדי להסיק מסקנות בדבר הזהות המקצועית ובדבר כללי ההתנהגות הראויה. המבנה מוצג בפירוט בהמשך המאמר, לרבות המסקנות שהסקנו בדבר מסגרת האתיקה של מתווכים פיננסיים. **חלקו האחרון** של המאמר מוקדש לסיכום.

I. תיווך פיננסי – הפן המשפטי

סקירת המצב המשפטי הנוגע לתחום התיווך הפיננסי מעלה כי בישראל קיימת מערכת מסועפת של איסורים וכללים החולשים על התחום, אך נעדרת התייחסות שיטתית וסדורה לתחום

---

10 בוקשפן וכשר, לעיל ה״ש 7.

11 למען הדיוק נציין כי כוונתנו למונח הטיפול כפי שמשתמשים בו בהקשרים מקצועיים, כדוגמת רפואה וסיעוד, עבודה סוציאלית ופסיכולוגיה, ולא למונח הכללי המשמש לציון התעסקות בדבר מה (״הנושא בטיפול״).

התיווך הפיננסי, לזהות שלו ומתוך כך לאידאל המעשי של ההתנהגות בו. ייאמר כבר עתה כי הפירוט הרב שלהלן הוא חלק מהמסר. אמנם בפירוט זה יש כדי להקל על המשפטנים להתמצא בחובות המוטלות על תחום התיווך הפיננסי, אך באותה נשימה יש בו כדי להמחיש עד כמה מוגבלת ההסדרה המשפטית ביכולתה לשמש מקור השראה להתנהגות נורמטיבית אידאלית: אין בה כל התייחסות סדורה לתכלית עיסוקם של המתווכים הפיננסיים, והיא נעדרת הבחנה ברורה בין המקצועות השונים המרכיבים תחום זה על חובותיהם הייחודיות.

החוק המרכזי אשר מסדיר כיום את תחום התיווך הפיננסי בישראל הוא חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ״ה–1995 (להלן: חוק הסדרת העיסוק). ואולם, כפי שנראה להלן, החוק – שכשמו אכן מתמקד בעיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות – מוגבל למדי בכל הנוגע להגדרה מפורטת יותר של בעלי המקצועות השונים המרכיבים את תחום התיווך הפיננסי וביחס לנורמות ההתנהגות המצופות מהם.[12] מגבלות אלו יבואו במעט על פתרונן אם תתקבל הצעת החוק להסדרת המתווכים בהשקעות, התש״ע–2010 (להלן: הצעת חוק הסדרת המתווכים בהשקעות) אך גם באלו אין די מכמה טעמים. מדובר בעיקר בטעמים הנעוצים באופייה של ההסדרה המשפטית – ענפה ככל שתהיה – לעומת ההסדרה האתית ובכך שרבים מתחומי ההסדרה ממילא ייוותרו פתוחים לגמרי, גם במסגרת הצעת החוק האמורה, ויואצלו לרגולציה עצמית של מועצה ייעודית שתוקם. כאן ראוי להדגיש כי המערכת האתית אינה בגדר השלמה של המערכת המשפטית וגם זו אינה בגדר נגזרת פורמלית של המערכת האתית. אכן, חתירה להתנהגות אתית ממילא תסייע לשמירה על החוק, והחקיקה, מִצְדָה, עשויה לעתים לתמרץ הבנייתן של תכניות אתיקה, אך ביסודן המערכת האתית והמערכת המשפטית הן בעלות תפקידים שונים ואמצעים שונים לקידום הרצון למימושן המעשי. המערכת האתית אמורה לסמוך על תפיסת הזהות של כל מקצוע או עיסוק ולקבוע על יסודה ערכים ועקרונות הנגזרים מהם באופן שידריך את בעלי המקצוע או העיסוק בפעילותם. ככל שאלה יפעלו על פי העקרונות כך יבטאו כראוי את הערכים המכוננים את זהות פעילותם, וככל שיבטאו בפעילות זו את הערכים הללו כך ימלאו כראוי את תפקידם כבעלי המקצוע או העיסוק בתחום הרלוונטי. המערכת המשפטית, מטבעה, אינה עוסקת באפיון חיובי של זהות המקצוע או העיסוק, אלא רק בהסדרים פורמליים הקובעים את גבולות המותר והאסור בפעילות שעל הפרק. מכיוון שהמערכת המשפטית נשענת על כוח הענישה של העבריינים, מטבע הדברים התוויית הגבולות בין המותר לאסור נערכת בשולי התמונה, במקום שבו התנהגות אסורה מצדיקה ענישה ואין די בהדרכה חינוכית. נשוב ונעסוק בנושא זה גם להלן, במסגרת הדיון המפורט באתיקה של המקצועות והעיסוקים בתחום הנדון.

---

12 בשולי הדברים יש להעיר כי עולם התיווך הפיננסי מורכב ממקצועות מגוונים אך גם מגופים רבים, ביניהם בתי השקעות ובנקים. משכך, בצד הסדרת **המקצועות או העיסוקים** השונים המרכיבים את עולם התיווך הפיננסי יש צורך בהסדרה רגולטיבית ואתית ייחודית גם של **הארגונים** השונים העוסקים בתיווך פיננסי וליחסים בינם לבין עצמם. נושא אחרון זה הנו מחוץ לתחום הדיון במאמר זה, אשר מתמקד יותר בהסדרה **המקצועית** של תחום התיווך הפיננסי.

א. חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ״ה–1995

1. חובת רישוי ופעילות אסורה על בעל רישיון

נקודה מרכזית בהסדרת תחום התיווך על פי חוק הסדרת העיסוק, המשקפת את טעם החקיקה שלו, הנה חובת הרישוי. על תכלית זו עמד הנשיא ברק בבג״ץ **לשכת מנהלי ההשקעות בישראל נ׳ שר האוצר**,[13] בהתייחסותו למטרתו של חוק הסדרת העיסוק:

> הצורך להסדיר תחום זה בא בשל ההתפתחות הרבה שחלה בשנים האחרונות בשוק ההון בישראל. התפתחות זו הביאה בעקבותיה לריבוי אפשרויות ההשקעה הפתוחות בפני המשקיעים ולהתעניינותם הגוברת בתחום זה. נוצר מצב, שבו ציבור המשקיעים נזקק יותר ויותר להדרכה וייעוץ, תוך העברת הניהול של תיקי ההשקעות למומחה לדבר. היעדר הסדר יצר מציאות, שבה גורמים שאינם עונים לדרישות מינימליות של התאמה וכשירות פעלו בתחום ניהול תיקי ההשקעות. היעדר מערכת רישוי הביא לידי כך, כי גם אם מנהל תיקי השקעות נכשל בתפקידו, הוא יכול להמשיך בו ללא הפרעה. מנהל תיקים בלתי מיומן עשוי להסב ללקוחותיו נזק רב. הוא עלול לאיין את השקעותיו של הלקוח. הוא עלול – באותם מקרים שבהם הוא רשאי ללוות כסף מבנק בשם הלקוח [...] לגרום ללקוח לחוב כסף לבנק. הוא עלול לנצל לרעה את ההרשאה שהוענקה לו. מטרת החוק להבטיח, שהשירות של ניהול תיקי השקעות יהיה מהימן ומכוון להיטיב עם הלקוח. תכליתו של החוק להביא לידי כך שהשירות של ניהול תיקי השקעות יינתן על-ידי גורם כשיר ובעל השכלה ורמה מקצועית נאותה. החקיקה נועדה להגן גם, בין היתר, על ציבור של משקיעים ״לא מתוחכמים״ השמים מבטחם במנהלי תיקים. ההגנה על האינטרס של המשקיעים נועדה אף להגביר את השתתפותם בשוק ההון, אשר גודלו וחוסנו הינם אינטרס כלכלי של המדינה.[14]

חוק הסדרת העיסוק מורה על חובת רישוי לשלושת העיסוקים המנויים בחוק – ייעוץ השקעות, ניהול תיקי השקעות ושיווק השקעות,[15] וככל שאמורים הדברים במנהל תיקי השקעות, הוא

---

13 בג״ץ 1715/97 **לשכת מנהלי ההשקעות בישראל נ׳ שר האוצר**, פ״ד נא(4) 367 (1997).

14 שם, בעמ׳ 389–390.

15 ס׳ 2(א), 2(ב), 2(ב1) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ״ה–1995 (להלן: חוק הסדרת העיסוק). בהתאמה (להלן: ״בעל רישיון״ כמשמעות הביטוי בס׳ 1 לחוק האמור). ייעוץ השקעות או ניהול תיקי השקעות בעבור פחות מחמישה לקוחות במהלך שנה קלנדרית, בידי יחיד שאינו עוסק בייעוץ או ניהול תיקי השקעות, אינו מצריך רישוי (ס׳ 3(א)(3) לחוק הסדרת העיסוק). לצד זאת, יש להודיע ללקוח על היעדר הרישיון וכן על הנסיבות אשר הובילו לאובדן הרישיון (אם החזיק ברישיון כזה בעבר) – ס׳ 3(א)(2) לחוק הסדרת העיסוק. ייעוץ השקעות בכלי תקשורת אף הוא אינו מחייב רישיון כאמור.

מחויב לעבוד בחברה שאף היא בעלת רישיון לניהול תיקי השקעות.[16] התנאים למתן רישיון מנהל תיקים, יועץ או משווק כוללים, בין היתר, תקופת התמחות ועמידה בבחינות.[17] בחינות אלו כוללות בחינות יסוד בנושא דיני ניירות ערך ואתיקה מקצועית לשלושת הרישיונות וכן בחינות נוספות בהתאמה לרישיון הספציפי.[18]

שלושת העיסוקים הנדרשים ברישוי – ייעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות – מוגדרים כך בחוק האמור:

יועץ השקעות מוגדר בצורה רחבה וכוללנית "מי שעוסק בייעוץ השקעות",[19] **וייעוץ השקעות** מוגדר "מתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של ניירות ערך או של נכסים פיננסיים; לענין זה, 'ייעוץ' – בין במישרין ובין בעקיפין, לרבות באמצעות פרסום, בחוזרים, בחוות דעת, באמצעות הדואר, הפקסימיליה או בכל אמצעי אחר, למעט פרסום בידי המדינה או בידי תאגיד הממלא תפקיד על פי דין במסגרת תפקידו".[20]

משווק השקעות מוגדר "מי שעוסק בשיווק השקעות", **ושיווק השקעות** מוגדר "מתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של ניירות ערך או של נכסים פיננסיים, כשלנותן הייעוץ יש זיקה לנכס פיננסי".[21] בכל הנוגע למשווק השקעות, החוק מגביל את השימוש במילה "יועץ" או נגזרותיה, הן בשם שבו הוא מנהל את עסקו והן בפרסום מטעמו,[22] וזאת כדי להבחין בין משווק ההשקעות (בעל הזיקה לנכס הפיננסי) ליועץ השקעות.

מנהל תיקי השקעות מוגדר באופן רחב "מי שעוסק בניהול תיקי השקעות", **וניהול תיקי השקעות** מוגדר "ביצוע עסקאות, לפי שיקול דעת, לחשבונם של אחרים".[23] מנהל תיקי השקעות פועל על פי הרשאה שלקוחותיו נותנים לו – הוא קונה ומוכר בשמם ניירות ערך ונכסים פיננסיים. היקף שיקול דעתו תלוי בהסכם שבינו לבין שולחו, והוא משתנה ממקרה

נוסף על כך קיימים כמה חריגים נוספים שאינם נדרשים לענייננו (ס' 3(א)(4) לחוק הסדרת העיסוק).

16 ס' 2(ב) לחוק הסדרת העיסוק.

17 ס' 7(א)(4), 7(א)(5), 8(א)(4), 8(א)(5) לחוק הסדרת העיסוק.

18 ס' 7(א)–(ב) לתקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (בקשה לרשיון, בחינות, התמחות ואגרות), התשנ"ז–1997. בכל הנוגע לנושא מאמר זה ראוי במיוחד לשים לב לתוספת הראשונה, חלק ב', בתקנות האמורות, התוספת שעוסקת באתיקה מקצועית; נושא האתיקה המקצועית אשר נכלל בבחינות היסוד אינו דומה לאתיקה המקצועית שבה אנו דנים בחלקו השני של מאמר זה. תחת הכותרת "אתיקה מקצועית" בבחינות היסוד נכללים נושאים כלליים שעל הנבחן לגלות בקיאות בהם, ראו למשל: עבירות ניירות ערך לפי חוק ניירות ערך, התשכ"ח–1968; הבחנות בין ייעוץ השקעות לשיווק השקעות וחובת הנאמנות ללקוח. המדובר בבחינת בקיאות בהוראות החוק המהוות סף התנהגות ולכן, באופן טבעי, אינן מגיעות לתחום האתיקה המקצועית שהיא מעניינו של מאמר זה, שעיקרה הסדרה של תחום ההתנהגות הראויה של בעלי מקצוע.

19 ס' 1 לחוק הסדרת העיסוק.

20 ס' 1 לחוק הסדרת העיסוק.

21 ס' 1 לחוק הסדרת העיסוק.

22 ס' 20ב לחוק הסדרת העיסוק.

23 ס' 1 לחוק הסדרת העיסוק.

למקרה.[24] מנהל תיקי השקעות רשאי לעסוק בייעוץ השקעות או בשיווק השקעות, ובאחד מהם בלבד.

חוק הסדרת העיסוק מתמקד, בשל טבעו המשפטי, בעיקר באיסורים הנובעים מניגודי העניינים המובנים שבהם שרויים יועץ השקעות, משווק השקעות ומנהל תיקי השקעות. כך, למשל, מורה החוק כבר בסעיפיו הפותחים כי על יחיד בעל רישיון חל איסור להחזיק ו/או לרכוש ניירות ערך עבור עצמו,[25] ועל יחיד מנהל תיקי השקעות חל איסור לנהל תיק השקעות עבור בן משפחתו או עבור תאגיד שהוא או בן משפחתו הנם בעלי שליטה בו.[26] איסורים אלו, אף שתכליתם הברורה היא למזער את הפגיעה האפשרית בלקוחותיהם של המתווכים הפיננסיים,[27] חפים מאמירה ברורה, המנוסחת בלשון החיוב, המבהירה מהי למעשה תכלית עיסוקם של המתווכים הפיננסיים, על מקצועותיהם הפרטניים, בבואם בדברים על לקוחותיהם, ומה אמור לעמוד ביסוד התפיסה הנדרשת בדבר ההתנהגות הראויה שלהם במסגרת הממשק עם הלקוחות. חסרונן של אמירות ברורות ברוח זו עולה גם מיתר הסדריו המפורטים של חוק הסדרת העיסוק, שעיקרם מוצג להלן.

2. חובות אמון וזהירות

בפרק ג׳ לחוק הסדרת העיסוק מנויות כמה חובות קוגנטיות, דהיינו חובות שאין במתן הסכמת לקוח – בין שמראש, בין שבכתב, בין שבעל פה, בין שביחס לעסקה מסוימת או ביחס לסוגי עסקאות – כדי לפטור בעל רישיון מלמלא אותן.[28] למרות כותרת הפרק, ״חובות אמון וזהירות של יועץ השקעות, משווק השקעות ומנהל תיקי השקעות״, נקובות בו, בצד חובת האמון והזהירות, חובות פרטניות נוספות, דוגמת חובת התאמת השירות לצורכי הלקוח, חובת עריכת הסכם בכתב, חובת הגילוי הנאות, איסור העדפה, כללים בנוגע לסיכונים מיוחדים, חובת סודיות, הגבלת השימוש במילה ״ייעוץ״ ועוד.

---

24 עניין **לשכת מנהלי השקעות בישראל**, לעיל ה״ש 13, בעמ׳ 377.

25 ס׳ 4(א) לחוק הסדרת העיסוק.

26 ס׳ 4(ב) לחוק הסדרת העיסוק.

27 עניין **לשכת מנהלי ההשקעות בישראל**, לעיל ה״ש 13, דברי הנשיא ברק לאיסור הפעולה העצמית בעמ׳ 398: ״מטרתן של ההוראות בדבר איסור פעולה עצמית היא להגן על הלקוחות בדרך של הטלת מניעה מראש על מנהל תיקי השקעות מלעמוד במצב של ניגוד עניינים בין חובת הנאמנות כלפי לקוחותיו לבין האינטרס שלו לקידום ענייניו [...] אכן, עניין לנו בניגוד עניינים מובנה וחריף, שבו מנהל תיקי השקעות עלול לעשות פעולות בניירות הערך של לקוחות כדי להשפיע על הכדאיות של פעילות בניירות ערך של עצמו ושל בני משפחתו. דבר זה עלול לפגוע בלקוחות. דבר זה עלול להוות תמריץ למניפולציות בשערי ניירות הערך, הפוגעות ביציבות וביעילות של שוק ההון, ובאמון הציבור בו. האיסורים על פעולה עצמית שבחוק תיקי השקעות באו למנוע מצב זה״.

28 ס׳ 11(ב) לחוק הסדרת העיסוק.

חובת אמון – על בעל רישיון מוטלת החובה לפעול לטובת הלקוח באמונה ובשקידה,[29] ללא העדפת עניינו האישי או ענייניו של אחר על פני טובת לקוחם. כמו כן, אין להעדיף עניינו של לקוח אחד על פני ענייניו לקוח אחר.[30] מינונה של חובה זו, שאמנם מנוסחת בלשון חיובית, אך מתונה וכללית, נדונה בע״א 3654/97 **קרטין נ׳ עתרת ניירות ערך (2000) בע״מ**:[31]

> יצוין, כי ההיקף המוחשי של חובת הנאמנות המוטלת על שלוח אינו זהה בכל המקרים. הוא תלוי בטיב היחסים בין השולח לבין השלוח. בהקשר של השקעות בניירות ערך, החובות של הסוכן, היועץ או מנהל תיק ההשקעות כלפי לקוחו נקבעות בעיקר על־ידי מידת השליטה הנתונה לראשון בביצוע ההשקעות. ככל ששליטתו רבה יותר, כך האמון הניתן לו גדול יותר ואתו גדלה חובת הנאמנות המוחשית כלפי לקוחו.[32]

---

29 הביטויים ״באמונה ובשקידה״, כמונחים משפטיים־אתיים, מופיעים בכמה דברי חקיקה. כך, ס׳ 10(ב) לחוק הנאמנות, התשל״ט–1979 קובע כי: ״במילוי תפקידיו חייב הנאמן לנהוג באמונה ובשקידה כפי שאדם סביר היה נוהג באותן נסיבות״. סעיף זה פורש בפסיקה באופן הבא: ״מצוות סעיף זה לנאמן כי ישווה לנגד עיניו את טובת הנאמנות בלבד. שאם מוכתבת לו דרכו ואין הוא פועל על פי מצפונו ושיקול דעתו – לא באמונה הוא עושה״ (השופט גולדברג בבג״ץ 750/84 **כהן נ׳ ראש עירית רחובות** (פורסם בנבו, 18.9.1985)). הביטויים ״בשקידה״ ו״באמונה״ פורשו בפסיקה בהקשרם של כללי האתיקה של עורכי הדין. כך, בעל״ע 7/73 **פלוני נ׳ הוועד המחוזי של לשכת עורכי הדין**, פ״ד כח(1) 679 (1974) נדרש בית המשפט העליון לפרש את המושגים ״באמונה ובמסירות״. השופט ברנזון השתמש במינוח ״שקידה״ על מנת לפרש את הביטוי ״מסירות״ וקבע כי: ״׳אמונה׳ פירושה אמת ויושר, ו׳מסירות׳ פירושה חריצות ושקידה, דבקות ואדיקות, כשהאינטרס של הלקוח עומד בראש מעייניו ודאגותיו של עורך־הדין״. השופט אשר מתייחס למונח ״מסירות״ בצורה רחבה. בשולי הדברים נאמר כי החובות האלו מוטלות גם על חברי הבורסה מכוח תקנון הבורסה. ראו להלן ה״ש 93.

30 ס׳ 11(א) לחוק הסדרת העיסוק. במסגרת ההליכים המשמעתיים מכוח החוק (ראו הרחבה בהמשך) יש כמה החלטות משמעת אשר דנות בחשיבות חובה זו והיקפה: בתיק ועדת משמעת 1/2004 **היועץ המשפטי לממשלה נ׳ ספיר**, פס׳ 1, 8 (פורסם בנבו, 31.1.2005) נדון עניינו של ספיר, אשר הואשם בהפרת חובת האמונים, הפרת החובה לערוך הסכם בכתב עם לקוח לפני תחילת מתן השירות, הפרת החובה לדווח ללקוח על קיומו של ניגוד עניינים והאיסור לפעול בניגוד עניינים ללא אישור הלקוח. הוועדה הדגישה את החומרה שבהפרת חובות האמון, הקוגנטיות, ואת הפעילות בניגוד עניינים ללא אישור הלקוח. במקרה אחר, בתיק ועדת משמעת 1/2005 **היועץ המשפטי לממשלה נ׳ זינגר** (פורסם בנבו, 22.5.2004), נאשמו מנהלי תיקים בהפרת חובת האמון, חובת הזהירות והפרת החובה הספציפית אשר חלה על מנהלי תיקים – החזקה וניהול נפרד של נכסי הלקוח. באותו מקרה, מנהלי תיקי השקעות, פתחו וניהלו בחברה שבה עבדו חשבונות עבור עצמם ובני משפחתם תוך הסוואת הבעלות בחשבונות אלו ועל ידי פעולות אסורות יצרו תשואה גבוהה משמעותית לעומת התשואה שהושגה בחשבונות ההשקעה של לקוחות אחרים. הוועדה ציינה שמטרת החוק היא ״להבטיח שהשירות של ניהול תיקי השקעות יינתן ע״י בעל רישיון, מיומן ומהימן, כמו גם להגן על עניינם של ציבור המשקיעים, המפקידים את כספם בידי מנהלי התיקים, והם סומכים על אמינותם ומקצועיותם״ (פס׳ 7). באותו מקרה שללה הוועדה את רישיון ניהול התיקים של המורשעים לתקופות של 4 עד 10 שנים.

31 ע״א 3654/97 **קרטין נ׳ עתרת ניירות ערך (2000) בע״מ**, פ״ד נג(3) 385 (1999).

32 **שם**, בעמ׳ 397.

פסק דין זה חשוב בקביעתו העקרונית אשר לפיה קיימות דרגות שונות של חובות אמון המוטלות על בעלי המקצועות השונים, אף שאין הדבר עולה מפורשות מהחוק.[33] לאור מדרג זה נראה כי חובת האמון הגבוהה ביותר תחול על זה השולט ומשפיע בצורה המרבית על נכסי הזולת,[34] דהיינו מנהל תיקי השקעות, אשר על פי תפיסת חוק הסדרת העיסוק הוא משמש כשלוח של לקוחותיו.[35] ככזה, אין ספק שעליו להימנע במסגרת תפקידו ממצבים שיש בהם ניגודי עניינים.[36] מנהל תיקי השקעות אמון על נכסי לקוחותיו, אין הוא רשאי לעשות בהם כעולה על רוחו ועליו לפעול מתוך נאמנות, תוך דיכוי תמידי של האינטרסים הפרטיים שלו ככל שהם עלולים להתנגש עם רצון הלקוח או טובתו.[37]

חובת התאמת השירות לצורכי הלקוח – על בעל רישיון לברר עם הלקוח את מטרות ההשקעה, את מצבו הכספי ואת שאר הנסיבות הצריכות לעניין, ככל שהלקוח הסכים למסור מידע זה, ולהתאים ללקוח את הייעוץ או השיווק וכן את אופי העסקאות אשר מבוצעות עבורו.[38] הוראות מפורטות לעניין חובות אלו פורסמו על ידי הרשות לניירות ערך לפי סעיף

---

33 שם. השוו גם לע״פ 5052/95 **ואקנין נ׳ מדינת ישראל** פ״ד נ(2) 642, 654 (1996). ״[...] דין כללי הוא – המעוגן בסעיף 12 לחוק החוזים (חלק כללי) – כי במסגרת משא ומתן לכריתת חוזה יש לנהוג בתום לב [...] חובה זו היא בעלת עוצמה רבה כאשר בין הצדדים קיימים יחסי אמון שמקורם בדין שליחות כללי – כגון חובת הנאמנות של שלוח לשולח [...] או בדין (חקוק או הילכתי) ספציפי שעניינו יחסים מיוחדים בין הצדדים, כגון יחסים בין לקוח לבין יועץ בענייני ניירות ערך״.

34 השוו ע״א 817/79 **קוסוי נ׳ בנק י.ל. פויכטנגר בע״מ**, פ״ד לח(3) 253 (1984). דוגמה חקוקה למדרג האמור ניתן למצוא בהתייחסות ל״סיכונים מיוחדים״ – על מנהל תיקי השקעות חל איסור לבצע עסקה הכרוכה בסיכון מיוחד ללא אישור מראש בכתב. יועץ ומשווק צריכים במקרה כזה להודיע ללקוח מהו הסיכון כפי שקבוע בס׳ 18(ב) לחוק הסדרת העיסוק. ראו גם ס׳ 8(1) לחוק השליחות, התשכ״ה–1965.

35 עניין **קרטין**, לעיל ה״ש 31, פס׳ 12 ואילך. השופט אנגלרד דן בחובות השונות אשר מוטלות על מנהל תיקי השקעות וקובע כי הוראות החוק בנוגע לניגוד עניינים אינן מהוות חידוש עקרוני לחובות הנובעות מחוק השליחות אלא הן קפדניות יותר, מפורטות ומדוקדקות בתוכנן (שם, פס׳ 14–15).

36 ס׳ 15(א) לחוק הסדרת העיסוק וכן ס׳ 8(1) לחוק השליחות.

37 עניין **קרטין**, לעיל ה״ש 31, בפס׳ 14 וכן אהרן ברק ״ניגוד אינטרסים במילוי תפקיד״ **משפטים** י 11 (1980). כך, בת״א (שלום ת״א) 41633/00 **בייר נ׳ אורן את בלאו ניירות ערך והשקעות בע״מ** (פורסם בנבו, 10.2.2003), במסגרת הסכם תנאים לניהול תיק השקעות בניירות ערך, התובע לא נתן הרשאה למנהלי תיק ההשקעות לפעול באשראי במסגרת תיקו ואף אסר על כך מפורשות. אף על פי כן, מנהלי תיק ההשקעות פעלו הן בניגוד להסכם בכתב בעניין עסקאות באשראי והן בניגוד לס׳ 11 ו־26 לחוק הסדרת העיסוק וביצעו עסקאות באשראי. השופט הסתמך על הלכת **קרטין** ופסק פיצוי לתובע תוך חיוב אישי של מנהלי תיק ההשקעות. מנהל התיק עדיין חשוף לתביעה, אך ברור שלא בכל מקרה של הפסדים בתיק ההשקעות. בת״א (שלום ת״א) 18138/01 **פאלח נ׳ חודור**, פס׳ 8 (פורסם בנבו, 28.2.2006) ציין בית המשפט כי ״שוק ני״ע הוא שוק שיש בו סיכון כשם שיש בו סיכוי. מנהל תיק השקעות אינו סוכן ביטוח ואינו יכול להבטיח רווחים בכל מחיר, כל עוד הוא פועל במסגרת ההרשאה שניתנה לו, הוא אינו צריך לפצות את המשקיע על הפסדים שנגרמו לו, ועל עוגמת נפש, שנגרמת לכל משקיע שמפסיד כספים, כחלק אינטגרלי מעצם ההפסד״.

38 ס׳ 12 לחוק הסדרת העיסוק.

28(ב) לחוק הסדרת העיסוק.[39] הוראות אלו חלות על מנהלי תיקים, משווקי השקעות ויועצי השקעות באשר לבירור צרכים והנחיות של לקוחות יחידים (לא תאגידים). וכך התייחסה הרשות לניירות ערך למשמעותן של הוראות אלו:

> המגמה העומדת ביסוד ההוראות היא להבטיח עד כמה שניתן, את ביצוע הליך הבירור וההתאמה לצרכי הלקוח הן מצד בעל הרישיון והן מצידו של הלקוח ששיתוף הפעולה שלו חיוני. ההנחה היא כי לבעל הרישיון השפעה מהותית על נכונות הלקוח לשתף פעולה ועל הצלחת ביצוע ההליך. השפעה זו הינה תוצאה ישירה של הרצינות בה נוהל ההליך והדרך בה הוסברה ללקוח חשיבות ביצוע ההליך כגורם שהשפעתו רבה על איכות השירות שיקבל. לפיכך לדוגמה, כאשר על בעל הרישיון ״להסביר״ ללקוח דבר מה שקבוע בהוראות ההסבר יכלול מתן פרטים על הנושא, מתן דוגמאות והדגשים ובמידת הצורך גם נימוקים מפורטים. כמו־כן על בעל הרישיון להפעיל שיקול דעת בבחירת השאלות שהתשובות עליהן דרושות לו לצורך התאמת התיק ללקוח הספציפי.[40]

במסגרת הוראות אלו ניתן לראות, בין היתר, את הגדרתו של תוכן הבירור כהליך אשר יותאם לנסיבות הרלוונטיות ללקוח;[41] על בעל הרישיון להסביר ללקוח כי אי־מסירת פרטים או מסירת פרטים חלקיים עשויות לפגוע ביכולתו של בעל הרישיון להתאים את השירות שיינתן לצרכיו,[42] ועל השאלות להיות מוצגות באופן פשוט וברור, ללא הגדרות כוללניות או מעורפלות.[43] הוראות החוק מפרטות נושאים שחובה לכלול בתשאול הלקוח, וזאת במטרה להכירו באופן שיסייע במתן השירות. הרשימה כוללת שאלות בנושאי נתונים אישיים, מצב כספי, נזילות, ניסיון קודם בפעילות בשוק ההון, יחס לסיכון, הגדרות של מטרות פיננסיות ושיקולים פיננסיים והרכב התיק הרצוי. עם זאת, ההוראות מדגישות את העובדה שמדובר ברשימה שאינה סגורה ויש להרחיבה בכל עניין הדרוש לשם קבלת תמונה מלאה בנוגע למאפייני הלקוח והעדפותיו.[44]

בהמשך מוצגות ההוראות החלות על בעל רישיון בעת קביעתה של מדיניות ההשקעה בתיק. בין היתר, הן מורות על קביעתן של כמה דרגות סיכון אפשריות בתיקי השקעה וסיווג הלקוח לאחת מדרגות סיכון אלו.[45] נוסף על כך, בעל רישיון מחויב לספק הסברים בדבר

---

39 רשות ניירות ערך ״הוראות לבעלי רישיון בקשר לבירור צרכיו והנחיותיו של הלקוח, התאמת השירות לצרכים והנחיות אלו לפי ס׳ 12 לחוק ורישום הפרטים לפי ס׳ 13 לחוק (נוסח חדש – 2010)״ www.chamber.org.il/images/Files/3091/IsaFile_5529.pdf (להלן: הוראות לבעלי רישיון).

40 שם, בעמ׳ 2.

41 שם, ס׳ 10.

42 שם, ס׳ 11.1.

43 שם, ס׳ 11.3.

44 שם, ס׳ 11.2.4.

45 שם, ס׳ 11.3.1.

הסיכונים שאליהם נחשף הלקוח.[46] פרק נפרד מוקדש למקרה שבו הלקוח מסרב למסור פרטים ועל המאמץ הסביר הנדרש מבעל הרישיון לקבל פרטים אלו גם במקרה שכזה.[47]

חובת עריכת הסכם בכתב – על בעל הרישיון לערוך הסכם בכתב עם הלקוח קודם לתחילתו של מתן השירות,[48] והפרת חובה זו מלווה בסנקציה משמעותית. על הסכם זה לכלול, בין היתר, את הצרכים וההנחיות של הלקוח.[49] כאשר מדובר בהסכם בין לקוח למנהל תיקי השקעות חלה חובה לכלול ייפוי כוח המפרט את היקף הסמכות ושיקול הדעת המוקנים לאותו מנהל תיקים.[50]

חובת הגילוי הנאות – על יועץ ו/או משווק השקעות חלה חובה לגלות ללקוח, בגילוי נאות, את כל העניינים המהותיים לייעוץ או לשיווק הניתן על ידיו ולעסקה המוצעת.[51]

ניגוד עניינים – באם נודע לבעל רישיון על ניגוד עניינים בינו, או בין התאגיד המורשה שבו הוא עובד, לבין הלקוח, בין שבמתן שירות לאותו לקוח דרך כלל ובין שבנוגע לעסקה ספציפית, חייב בעל הרישיון להודיע ללקוח בכתב או באמצעות שיחה טלפונית, אשר תירשם על ידי בעל הרישיון, על קיום ניגוד העניינים. כמו כן עליו להימנע מלבצע כל פעולה שיש בה ניגוד עניינים, אלא אם הסכים לכך הלקוח מראש, בכתב או באמצעות שיחת טלפון אשר נרשמה על ידי בעל הרישיון, ביחס לאותה עסקה.[52]

איסור העדפה – במתן ייעוץ השקעות או בניהול תיקי השקעות אסור לבעל רישיון להעדיף ניירות ערך או נכסים פיננסיים שלו או של תאגיד הקשור לתאגיד שבו הוא עובד, בשל הקשר האמור.[53] כמו כן חל איסור על מנהל תיקים להזמין עבור לקוח ניירות ערך שתאגיד קשור אליו או תאגיד הקשור לתאגיד שבו הוא עובד משמשים חתם להצעתם, אלא אם כן הסכים לכך הלקוח מראש בכתב. נוסף על כך חלה חובת דיווח ללקוח על הזמנה כאמור במסגרת 30 ימים מיום ביצוע העסקה.[54]

---

46 כך, בת״א (שלום ת״א) 151454/02 **שויר נ׳ אורן את בלאו ניירות ערך והשקעות בע״מ** (פורסם בנבו, 10.10.2004) חתמה לקוחה על הסכם לביצוע עסקאות באופציות וחוזים עתידיים מבלי שהבינה כלל את מהות המונחים הללו. מנהל תיק ההשקעות של הלקוחה אישר כי לא חשב שללקוחה הייתה הכשרה בתחום, ולמרות זאת לא שאל אותה מה הרווחים שהיא מבקשת לעשות ולא הדגיש בפניה את הסיכון המיוחד שכרוך באופציות וחוזים עתידיים (פס׳ 9), וכך לא התאים את ההשקעה לצורכי הלקוח ולא מילא אחר הוראות החוק. בית המשפט קבע שבמקרה כזה, שבו ניכר חוסר הסבר מינימלי מצד מנהל תיק ההשקעות, ומדובר בתיק שמתנהל בסיכון גבוה, ״מצופה מיועץ השקעות סביר להסביר ללקוח באופן בסיסי, כי מדובר בתיק בסיכון גבוה״. באותו מקרה אף חרג מנהל התיקים מההסכם בכתב, ונקבע כי חברת ההשקעות פעלה באמצעות אותו מנהל תיקים בחריגה מהרשאה וברשלנות.

47 הוראות לבעלי רישיון, לעיל ה״ש 39, בפרק ה׳.

48 ס׳ 13(א) לחוק הסדרת העיסוק.

49 ס׳ 13(ב)(2) לחוק הסדרת העיסוק.

50 ס׳ 13(ג)(1) לחוק הסדרת העיסוק.

51 ס׳ 14(א) לחוק הסדרת העיסוק.

52 ס׳ 15(א) לחוק הסדרת העיסוק.

53 ס׳ 16(א) לחוק הסדרת העיסוק.

54 ס׳ 16(ב) לחוק הסדרת העיסוק.

חובות נוספות החלות על שיווק השקעות – נוסף על החובות הכלליות של הגילוי הנאות, שנמנו לעיל, חלות חובות נוספות על משווק השקעות, מנהל תיקים שהוא תאגיד קשור לגוף מוסדי או משווק ומנהל תיקים העוסק בשיווק השקעות.[55] חובות אלו כוללות, בין היתר, הבאה לידיעת הלקוח, באמצעות שלט בולט וברור (או לפי הוראות יו״ר הרשות), את דבר העיסוק בשיווק השקעות ולא בייעוץ השקעות או את דבר היותו תאגיד קשור לגוף מוסדי או למשווק, לפי העניין, וכן את הגופים המוסדיים שהוא בעל זיקה לנכסים הפיננסיים שלהם.[56] כמו כן יש לגלות ללקוח, בלשון המובנת לו, בעל פה ובמסמך בכתב אשר יימסר ללקוח לפני ההתקשרות עמו, וכן לפרסם באתר האינטרנט את דבר העיסוק בשיווק השקעות ולא בייעוץ השקעות או את דבר היותו תאגיד קשור לגוף מוסדי או למשווק, לפי העניין, וכן את הגופים המוסדיים שהוא בעל זיקה לנכסים הפיננסיים שלהם. נוסף על כך עליו לגלות את הזיקה שיש לו לנכסים הפיננסיים, את מהותה ואת דבר העדפתו בנוגע לאותם נכסים פיננסיים.[57] על משווק השקעות בכלי התקשורת לכלול הודעה אם יש או אין לו עניין אישי בנושא, וכן הודעה ששיווק השקעות אינו בגדר תחליף לשיווק המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.[58]

איסור תמריצים – חל איסור על בעל רישיון, או אחר מטעמו או בעבורו, לקבל טובת הנאה, במישרין או בעקיפין, בקשר עם ייעוץ השקעות, שיווק השקעות, ביצוע עסקה או הימנעות מביצוע עסקה, זולת שכר והחזר הוצאות מהלקוח כפי שנקבע בהסכם בכתב.[59]

על **יועץ השקעות** חלה הגבלה נוספת ונאסר עליו להתקשר עם גוף מוסדי בהסכם למתן שירותים, שאינו במהלך העסקים הרגיל של יועץ ההשקעות, שאינו בתנאי שוק או שעשוי להשפיע באופן מהותי על רווחיות יועץ ההשקעות, רכושו או התחייבויותיו, אלא אם כן קיבל אישור בכתב, מראש, של יו״ר הרשות.[60]

---

55 ס׳ 16א(א) לחוק הסדרת העיסוק.

56 ס׳ 16א(א)(1) לחוק הסדרת העיסוק.

57 ס׳ 16א(א)(2) לחוק הסדרת העיסוק.

58 ס׳ 16א(ד) לחוק הסדרת העיסוק.

59 ס׳ 17(א) לחוק הסדרת העיסוק. יש כמה חריגים נוספים לאיסור הנ״ל, לדוגמה שיווק השקעות, ביצוע עסקה או הימנעות מביצוע עסקה, על ידי בעל רישיון משווק, בנכסים פיננסיים שיש לבעל הרישיון זיקה אליהם – ס׳ 17(ב)(2) לחוק הסדרת העיסוק.

60 ס׳ 17ב(א) לחוק הסדרת העיסוק. בדברי ההסבר להצעת החוק שבמסגרתה הוסף הסעיף הוטעמה מטרת המגבלה כך: ״כדי למנוע קשרים מיוחדים בין יועץ ההשקעות ובין גוף מוסדי, קשרים אשר עלולים לגרום לחוסר אובייקטיביות בייעוץ הניתן על ידי יועץ ההשקעות, מוצע לקבוע כי באשר לשירותים הניתנים על ידי בעל רשיון יועץ לגוף מוסדי (כמו שרותי קניה ומכירה של ניירות ערך ומטבע חוץ, שירותי ניהול חשבונות עו״ש ופקדונות), על היועץ לקבל את אישורם של יושב ראש הרשות, ואם היועץ הוא תאגיד בנקאי – גם של המפקח על הבנקים, על כל עסקה והסכם שלו למתן שירותים כאמור אשר אינה במהלך העסקים הרגיל של יועץ השקעות, שאינו בתנאי שוק או שהוא עשוי להשפיע באופן מהותי על רווחיות היועץ״ (דברי הסבר להצעת חוק להגברת התחרות וצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס״ה–2005, ה״ח 688, 714, הצעה לתיקון עקיף של ס׳ 9 ו־17ב לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, השיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ״ה–1995).

עניין נוסף שהוא רלוונטי ליועצי השקעות מובא בדברי ההסבר להוראות ליועצי השקעות בקשר להשתתפות בכינוסים וקבלת מוצרים פרסומיים ממנהלי נכסים פיננסיים שפורסמו על ידי הרשות לניירות ערך.[61] ההוראות מדגישות כי האיסור החל על יועץ השקעות בדבר קבלת טובת הנאה ממנהלי הנכסים הפיננסיים מוחלט וכוללני.

סיכונים מיוחדים – על יועץ השקעות ועל משווק השקעות חלה החובה להודיע ללקוח על עסקה הכרוכה בסיכון מיוחד.[62] מנהל תיקים אינו רשאי לבצע עבור לקוח עסקה הכרוכה בסיכון מיוחד מבלי שהלקוח נתן, בכתב, אישור מראש לביצוע אותה עסקה או עסקאות הכרוכות באותו סוג סיכון.[63] עסקה בעלת סיכון מיוחד מוגדרת בצורה רחבה וכוללת, בין היתר, עסקה בחוזה עתידי, באופציה או בנייר ערך אשר בתשקיף צוין כי ההשקעה בו כרוכה בסיכון מיוחד. כאמור, מדובר ברשימה ארוכה שאינה סגורה.[64]

חובת סודיות – על בעל הרישיון לשמור בסוד מידע שהביא הלקוח לידיעתו, לרבות מסמכים וכל פרט אחר המתייחס לפעולות שבנוגע אליהן עסק בייעוץ או בשיווק כלפי הלקוח. חריג לכך מתקיים בה במידה שקיים הסכם ויתור מפורש של הלקוח על חובת הסודיות כלפיו.[65]

חובת זהירות – על בעל רישיון מוטלת החובה לנהוג בעסקו זהירות ורמת מיומנות שבעל רישיון סביר היה נוהג בהן באותן הנסיבות. כמו כן מוטלת עליו החובה לנקוט את כל האמצעים הסבירים להבטחת ענייניהם של לקוחותיו.[66]

הגבלת השימוש במילה ״ייעוץ״ – חל איסור על משווק השקעות ומנהל תיקים העוסק בשיווק השקעות להשתמש במילה ״ייעוץ״ או בכל מילה הנגזרת ממנה בשם שבו הם מנהלים את עסקיהם או בפרסום מטעמם.[67]

חובות נוספות – על בעל רישיון חלות חובות נוספות, המפורטות בחוק, כביטוח, הון עצמי, ערבות בנקאית וכדומה.[68]

כללים מיוחדים אשר חלים על מנהל תיקים – על מנהל תיקים לקיים כמה כללים מיוחדים המוגדרים בחוק הסדרת העיסוק. בין היתר, עליו להחזיק ניירות ערך ונכסים פיננסיים של לקוחותיו בנפרד מניירות הערך והנכסים הפיננסיים שלו;[69] עליו להחזיק את ניירות הערך והנכסים הפיננסיים של כל לקוח בנפרד מאלו של לקוחות אחרים; עליו לקבל החלטות על ביצוע עסקאות עבור כל לקוח בנפרד ולנהל רישום נפרד עבור כל אחד מלקוחותיו. עם זאת,

---

61 רשות ניירות ערך ״הוראות ליועצי השקעות ומנהלי תיקים ללא זיקה בקשר להשתתפות בכנסים וקבלת מוצרים פרסומיים ממנהלי נכסים פיננסיים (נוסח חדש – 2013)״ www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7790.pdf (להלן: הוראות ליועצי השקעות).

62 ס׳ 18(א) לחוק הסדרת העיסוק.

63 ס׳ 18(ב) לחוק הסדרת העיסוק.

64 ס׳ 18(ג) לחוק הסדרת העיסוק.

65 ס׳ 19(א) לחוק הסדרת העיסוק.

66 ס׳ 20 לחוק הסדרת העיסוק.

67 ס׳ 20ב לחוק הסדרת העיסוק.

68 ס׳ 20ג(ב) לחוק הסדרת העיסוק.

69 ס׳ 22(1) לחוק הסדרת העיסוק.

ביצוע עסקאות בהוראה מרוכזת הוא אפשרי.[70] כמו כן עליו לבצע עסקאות עבור לקוחותיו בנפרד מהעסקאות אשר הוא מבצע לחשבונו.[71] איסור נוסף שחל על מנהל תיקים הוא שימוש בנכסי הלקוח שלא לצורך ביצוע עסקאות עבור אותו לקוח בהתאם להסכם שנערך ולייפוי הכוח שקיבל.[72] במסגרת איסור זה, מנהל השקעות אינו רשאי לבצע עסקה עם לקוח ולא להפיק טובת הנאה מנכסי לקוח, אלא אם כן התקבלה הסכמה מראש ובכתב לאותה עסקה או טובת הנאה.[73] מנהל תיקי השקעות אינו רשאי להתנות את שכרו ברווח אשר הפיק הלקוח בעסקה או בכמה עסקאות שבוצעו עבור הלקוח.[74]

חובת רישום – על בעלי רישיון מוטלות חובת רישום. לצד החובה לנהל רישום של כל פעולת ייעוץ אשר ניתנה ללקוח[75] יש התייחסות ספציפית בחוק לחובת רישום של כל פעולת שיווק אשר נעשתה על ידי משווק השקעות[76] ושל כל עסקה שבוצעה עבור לקוח על ידי מנהל תיקים.[77] יש לשמור רישומים אלו לתקופה של שבע שנים לפחות.[78] חובות רישום אלו מלוות בחובות דיווח שונות ללקוח ולרשות לניירות ערך, חלקן תקופתיות וחלקן לפי דרישה.[79]

סנקציות ואכיפה מכוח חוק – בעל הרישיון נתון לפיקוח הרשות לניירות ערך במילוי חובותיו במסגרת חוק הסדרת הייעוץ.[80] החוק כולל רשימת עבירות משמעת, ובכלל זה עבירות ספציפיות על פי סעיפי חוק מסוימים וכן עבירות סל כמעשה או מחדל המהווה התנהגות שאינה הולמת בעל רישיון.[81] החוק מקים ועדת משמעת המוסמכת לדון בעבירות המשמעת[82] ולהטיל עונשים מינהליים במסגרתה – החל בהתראה ונזיפה, דרך קנסות וכלה בביטול הרישיון.[83] החוק מסדיר גם את הפן העונשי – עבירה על סעיפי חוק מסוימים עשויה להוביל אף לעונשי מאסר.[84]

---

70 ס׳ 22(2) לחוק הסדרת העיסוק.
71 ס׳ 22(4) לחוק הסדרת העיסוק.
72 ס׳ 23(א) לחוק הסדרת העיסוק.
73 ס׳ 23(ב) לחוק הסדרת העיסוק.
74 ס׳ 24 לחוק הסדרת העיסוק.
75 ס׳ 25(ב) לחוק הסדרת העיסוק.
76 ס׳ 25(ב1) לחוק הסדרת העיסוק.
77 ס׳ 25(א) לחוק הסדרת העיסוק.
78 ס׳ 25(ד) לחוק הסדרת העיסוק.
79 ס׳ 26–27 לחוק הסדרת העיסוק.
80 ס׳ 28(א) לחוק הסדרת העיסוק.
81 ס׳ 30 לחוק הסדרת העיסוק.
82 ס׳ 32 לחוק הסדרת העיסוק.
83 ס׳ 35 לחוק הסדרת העיסוק. דוגמה לפעולותיה של ועדת המשמעת ניתן לראות בתיק משמעת ניירות ערך 1/2009 **היועץ המשפטי לממשלה נ׳ לוי** (פורסם בנבו, 21.9.2009). במקרה זה בעל רישיון יעוץ השקעות, ששימש כיועץ השקעות בבנק, לא הסביר ללקוחותיו כי יפעל בכתיבת אופציות וכתוצאה מפעילות זו עלול להיגרם להם הפסד שאינו מוגבל לסכום השקעתם ועלול להיות גבוה בהרבה. במהלך פעילותו חרג היועץ מהרשאת הלקוחות ברכישת אופציות בסכומים גבוהים מהסכומים שאישרו ופעל גם בכתיבת אופציות, תוך כדי כך שלא ציין עובדות אלו ונוספות (היעדר אמצעים מתאימים וזמן הדרוש לביצוע פעולות מסוימות) בפני לקוחותיו.

הנה כי כן, הסקירה המפורטת של חוק הסדרת העיסוק מעלה כי למרות קביעה ענפה של חובות ואיסורים קונקרטיים, עדיין קשה למצוא בהם אמירה שיטתית וסדורה ביחס לזהות המקצועית ומתוך כך לבסיס התפיסה בדבר ההתנהגות הראויה הנדרשת מבעלי מקצועות התיווך הפיננסי, על סוגיהם השונים ובהתאם להגדרתם הספציפית.[85] כך הדברים בכלל וכך בפרט בנוגע לשתי החובות העיקריות הקבועות בחוק הקיים – חובת האמון וחובת הזהירות. לפי חובות אלו, המנוסחות בלשון שיש בה גם מן החיוב, ״בעל רשיון יפעל לטובת לקוחותיו באמונה ובשקידה, לא יעדיף ענייניו האישיים או ענייניו של אחר על פני טובת לקוחותיו, ולא יעדיף ענינו של לקוח אחד על פני לקוח אחר״ (חובת האמון) ו״בעל רשיון ינהג בעיסוקו בזהירות וברמת מיומנות שבעל רשיון סביר היה נוהג בהם בנסיבות דומות, וינקוט את כל האמצעים הסבירים להבטחת ענייניהם של לקוחותיו״ (חובת הזהירות), אך חסרה בהן הצגה ברורה של זהות של כל אחד מן העיסוקים המוסדרים.[86] חובת האמון וחובת הזהירות החלות על בעלי העיסוקים הללו חלות גם על בעלי עיסוקים אחרים ולכן אין בהן כדי לאפיין את הזהות הייחודית של העיסוקים שלפנינו. כדי לאפיין את הזהות הזאת יש צורך לאפיין את תכלית הממשק עם הלקוח ואת טיב האמצעים האמורים להינקט כדי להשיג את התכלית האמורה. החובות שהחוק מציין אינן תורמות לאפיונים הדרושים. האתיקה המקצועית שנדון בה בחלק השני של המאמר מנוסחת על ידי הארגון הרלוונטי או אלה העוסקים במקצועות הפרטניים ומספקת מענה לנושאים אלו ונוספים. נרחיב את הדיבור בעניין זה להלן.

ב. מודלים נוספים להסדרה עצמית של התיווך הפיננסי

ההסדר המשפטי שהוצג לעיל, הסדר המבוסס על חקיקה מפורטת, אינו ההסדר היחיד המוכר בתחום התיווך הפיננסי. מבנה הסדרה נוסף הוא זה המבוסס על הסדרה עצמית, בין שזו וולונטרית לגמרי ובין שהיא נעשית במסגרת החוק ובחסותו. בתת־פרק זה מוצגות דוגמאות מספר למודלים אפשריים בתחום ההסדרה העצמית של מקצועות התיווך הפיננסי, מודלים אשר מקרבים בין תחומי המשפט והאתיקה ומאפשרים את שילובם. המודל הראשון הנו זה המובא בהצעת החוק להסדרת המתווכים בהשקעות, שלפיה תוקם מועצת המתווכים בהשקעות. זו תקבע, בין היתר, כללי אתיקה מקצועית וכללים בעניין חובותיהם וזכויותיהם של המתווכים הפיננסיים בקשר למילוי תפקידיהם המקצועיים. המודל השני, שניצניו קיימים כבר היום בישראל, נשען על יוזמתה של הרשות לניירות ערך לעודד אימוצה של תכנית אכיפה פנים־

כתוצאה של כך הפסידו שלושה מלקוחותיו סכומי כסף גבוהים מאשר אישרו להשקעה. במסגרת עסקת טיעון בוטל רישיונו של היועץ לתקופה של 10 שנים והוא נקנס בסך 65,000 ש״ח.

84 ס׳ 39 לחוק הסדרת העיסוק.

85 כך, למשל, ראינו כי החוק דן ב״בעל רשיון״, דהיינו בעל רישיון של יועץ השקעות, משווק השקעות ומנהל תיקי השקעות, לא פעם בנשימה אחת ללא הבחנה מקצועית בין השלושה.

86 להרחבה בדבר הצורך בדבר פירוט תוכנן של חובות אלו ראו בטיוטה להערות הציבור, של הרשות לניירות ערך, שפורסמה לאחרונה תחת הכותרת ״רשימת מעשים המעידים על הפרת חובות אמון וזהירות״ www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7267.pdf.

מוסדית וולונטרית, המספקת תמריצים משפטיים ומינהליים לגופים שיאמצו אותה. המודל השלישי הוא זה הקיים בארצות הברית ביחס לברוקרים. מדובר במודל הסדרה וולונטרי הנשען על ארגון בשם FINRA, ארגון לפיקוח עצמי (SRO – Self-Regulation Organization), זאת לעומת מודל ההסדרה האתית הנוגע ליועצי השקעות וחברות השקעה, שאינו וולונטרי ומגובש בחקיקה.

נקדים ונאמר כי לדעתנו יש להעדיף, בצורה כזו או אחרת, מודלים כאלה על פני המודל המשפטי הקיים כיום בישראל. המודל הישראלי מעגן בחקיקה ובאופן קשיח את חובות המתווכים הפיננסיים, זאת, בין היתר, מתוך היכרותם ההדוקה של הארגונים המקצועיים המסדירים את התחום עם ייחודיותם של המקצועות השונים הקיימים במסגרתם, כמו גם עם הנורמות המתאימות והראויות להסדרתם של מקצועות אלו.[87] במודל ההסדרה העצמית טמונה בשורה הן ביחס לתוכן ההסדרה והן ביחס לפוטנציאל הטמעתה האפקטיבית; ככלות הכול, אין כמו אלו העוסקים במקצוע או בארגון מסוים כדי להכיר בצורה המיטבית והקרובה ביותר את נשואי ההסדרה ואת פעילותם. עם זאת, וכפי שנראה להלן בדיון במודל השלישי, יש להימנע ממעורבות־יתר משפטית בנושא ההסדרה האתית, אשר עשויה להוביל בסופו של דבר לתפיסה צרה של העולם האתי כתחום אינסטרומנטלי לתחום המשפטי.

1. הצעת החוק להסדרת המתווכים בהשקעות

בימים אלו נדונה הצעת חוק חדשה להסדרת המתווכים בהשקעות, אשר פורסמה בשנת 2010 על ידי מחלקת ההשקעות של הרשות לניירות ערך.[88] בחלק זה נתמקד בשלושת נושאי הליבה של הצעת החוק הקשורים לענייננו של מאמר זה – **ראשית**, בהגדרות של מקצועות שונים בתחום התיווך הפיננסי; **שנית**, במועצת המתווכים בהשקעות; **שלישית**, בחובות ספציפיות של המתווכים בהשקעות. כפי שנראה להלן, מחד גיסא הצעת החוק מפרטת יותר, בהשוואה לחוק הקיים, את המקצועות השונים המרכיבים את תחום התיווך הפיננסי, אך מאידך גיסא מעמעמת את חובות האמון והזהירות המוטלות על העוסקים בתחום ומותירה את מלאכת קביעתם של תוכני ההסדרים השונים, בהתאם למקצועות התיווך הפיננסי השונים, למועצה שתקום בעקבות החוק.[89] לפיכך ניתן לומר כי אף שההצעה משפרת מעט ובאופן פוטנציאלי את ״גוף״ ההסדרים הנורמטיביים בתחום התיווך הפיננסי, היא עדיין חסרה את ״נשמתו״ ו״רוחו״ של התחום אשר יצא נשכר מאוד באמצעות הסדרה אתית.

---

87 להרחבה ולנימוקים נוספים ראו בוקשפן וכשר, לעיל ה״ש 7, בעמ׳ 171–177, 190–192.

88 הצעת חוק להסדרת המתווכים בהשקעות, התש״ע–2010 www.isa.gov.il/Download/Isa File_5073.pdf (להלן: הצעת חוק להסדרת המתווכים בהשקעות).

89 מסקירת המשפט האנגלי נראה כי מנגנון דומה קיים גם שם. ה־Financial Conduct Authority, גוף שאיננו ממשלתי אך מתפקד כרגולטור של כל נותני השירותים הפיננסיים, אחראי, בין היתר, על קידום התחרות בין מוסדות המספקים שירותים פיננסיים, הגנה על השוק ועל אינטרס הצרכנים, וכל זאת על ידי פיקוח והסדרה של הסקטור וטיפוח וניסוח של סטנדרטים התנהגותיים וכללים אתיים. למידע נוסף על אודות ה־FCA ודרך פעילותו ראו www.fca.org.uk.

הסיבות אשר הובילו לניסוחה של הצעת החוק – שאמורה להחליף את חוק הסדרת העיסוק[90] – מובאות בדברי ההסבר לה. בין היתר מנומק הצורך באימוצה של הצעת החוק בגידולו והתפתחותו של שוק ההון מאז נכנס לתוקפו חוק הסדרת העיסוק ובשינויים המבניים שנעשו בעקבות ״ועדת בכר״,[91] אשר גרמו להפיכת בעלי הרישיון לגורם חשוב ביותר בתפקוד השוק. כמו כן, ההצעה נועדה להסדיר תחום שאינו מוסדר בחוק הקיים – תחום התיווך הפיננסי, שאין בצדו הפעלת שיקול דעת בבחירת ניירות הערך או הנכסים הפיננסיים נשוא העסקה המוצעת, או הפעלת שיקול דעת בהיקף מצומצם יותר, דהיינו עיסוק בביצוע עסקאות עבור אחר (**ברוקראז׳**) וכן ביצוע עסקאות עבור לקוח מול הנוסטרו[92] של המתווך (פעילות כדילר).[93] קושי נוסף בחוק הקיים, שהצעת החוק באה לתת לו מענה, הוא חסרונן של הבחנות

---

90 הצעת חוק להסדרת המתווכים בהשקעות, לעיל ה״ש 88, ס׳ 60.

91 ועדת בכר, בראשותו של ד״ר יוסי בכר ששימש כמנכ״ל משרד האוצר, הוקמה ביוזמתו של שר האוצר לשעבר בנימין נתניהו בשנת 2004, במטרה לנסח רפורמות שיגבירו את התחרותיות בשוק ההון. במסגרתן של אלה נמנה גם צמצום ניגודי העניינים המובנים בפעילותם של הגורמים הפעילים בשוק ההון, קרי, הסדרת פעילותם של המתווכים הפיננסיים. חברי ועדה נוספים היו הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון, יו״ר הרשות לניירות ערך, המפקח על הבנקים, המשנה ליועמ״ש (כלכלי-פיסקלי), המשנה לנגיד לבנק ישראל והממונה על ההגבלים העסקיים. המלצות הוועדה התגבשו לכלל סדרת חוקים שאושרו בכנסת 2005 ויושמו הלכה למעשה במהלך 2006–2007. ראו משרד האוצר **דין וחשבון הצוות הבין-משרדי לעניין רפורמה בשוק ההון** (2004).

92 בתקנות ניירות-ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש״ל–1970 מוגדר חשבון נוסטרו חשבון ״המוחזק בידי תאגיד בנקאי או מבטח, לפי העניין, בעבור עצמו או בידי תאגידים בשליטתו, למעט החזקות באמצעות ויחד עם חברות לניהול קרנות להשקעות משותפות בנאמנות, קופות גמל או חברות לניהול קופות גמל והחזקות ביטוח חיים משתתף ברווחים, הנמצאים בשליטת התאגיד הבנקאי או המבטח, או המנוהלים על ידו, במישרין או בעקיפין״. כלומר, מדובר בחשבון שהחברה או חבר הבורסה מנהלים בו את תיק ההשקעות הפרטי שלהם, ואין הם רשאים לבצע פעולות למען לקוחותיהם בחשבון זה.

93 למען שלמות התמונה נציין כי כיום מוסדרים הברוקרים במסגרת הבורסה לניירות ערך. המסחר בבורסה מתבצע בין חברי הבורסה השונים (בנקים וחברים אחרים שאינם בנקים, המכונים ״ברוקרים״), אשר מעבירים פקודות קנייה ומכירה למחשב הבורסה עבור לקוחותיהם. נכון להיום, התפלגות חברי הבורסה הנה 12 בנקים ישראלים, 12 ברוקרים, ובהם שני בתי השקעות בינלאומיים, שני בנקי חוץ וחבר רחוק אחד (Merrill Lynch International). הברוקרים, לפיכך, הנם חברות אשר עיקר עיסוקן הוא עסקי ניירות ערך עבור אחרים – הבורסה לניירות ערך ״חברי הבורסה״ /www.tase.co.il/TASE/AboutTASE/TASEMembers/Membership; פעילותם של חברי הבורסה רחבה ביותר – מחזור המסחר בניירות ערך בחודשים ינואר עד ספטמבר 2011 עמד על 1,260.2 מיליארדי ש״ח לפי נתוני הבורסה לניירות ערך כפי שפורסמו ב-30.9.2011; הבורסה לניירות ערך ״מחזורי המסחר בניירות הערך, 1993 עד 2011״ (2011), /www.tase.co.il .NR/rdonlyres/E17552DD-9EB7-41C9-A03D-8C406B7ADB16/0/Stat_l11_2011.pdf
בתקנון הבורסה ניתן למצוא תנאי כשירות ספציפיים עבור חברי בורסה (פרק ב), תחומי פעילות מותרים (פרק ג); חובותיהם של חברי הבורסה כלפי הבורסה וכלפי חבריה (פרק ד) וכללי התנהגות של חברי הבורסה כלפי לקוחותיהם (פרק ה), ובכלל זה חובת **נאמנות** וחובת **זהירות**: ״חבר יפעל בנאמנות לטובת לקוחו תוך התחשבות בטובת הלקוח ובהסתמך על שיקולים מקצועיים בלבד״ (פרק ה, ס׳ 25(א)); ״חבר ינהג בעיסוקו בזהירות וברמת מיומנות שחבר סביר היה נוהג בהם בנסיבות דומות, וינקוט בכל האמצעים הסבירים להבטחת עניניהם של לקוחותיו״ (פרק ה, ס׳ 25(ב)). בהמשך ניתן למצוא את החובה לפעול לטובת לקוחותיו באמונה ובשקידה,

מספקות בין סוגים שונים של עיסוקים.[94] להלן מוצגים עיקרי ההצעה הנוגעים לנושא מאמר זה.

ראשית, פרק ההגדרות מכיל הגדרות נוספות אשר תורמות להבחנה בין המקצועות השונים: החוק המוצע מביא עמו הגדרה כללית – ״**מתווך בהשקעות**״. **תיווך השקעות** כולל בתוכו: ייעוץ השקעות אישי; ייעוץ השקעות כללי; שיווק השקעות אישי; שיווק השקעות כללי; ניהול תיקי השקעות; ברוקראז׳; מסחר בנכסים; משמורת ניירות ערך.[95]

ברוקר מוגדר מי שעוסק בברוקראז׳;[96] **ברוקראז׳** – קבלת הוראות לצורך ביצוע עסקאות **עבור אחרים** או ביצוע עסקאות עבור אחרים שלא בדרך של מסחר בנכסים, והכול ללא שיקול דעת בנוגע לזהות הנכס נשוא העסקה.[97]

דילר הוא מי שעוסק במסחר בנכסים; **מסחר בנכסים** הוא ביצוע עסקאות בנכסים **לחשבון עצמו**, באמצעות ברוקר או בדרך אחרת.[98]

נוסף על כך, יש הפרדה בין הגדרת **יועץ השקעות אישי**, דהיינו מי שעוסק בייעוץ השקעות אישי ללקוח מסוים ביחס להשקעותיו, לבין **יועץ השקעות כללי**, שעוסק בייעוץ השקעות אחיד אשר ניתן למספר רב או לא ידוע של אנשים, למשל באמצעות כתיבת אנליזה.[99]

לא להעדיף את ענייניו האישיים או עניינו של אחר על פני טובת לקוחותיו ולא להעדיף עניינו של לקוח אחד על פני לקוח אחר (פרק ה, ס׳ 25(ג)). בתקנון מודגש כי הוראות פרק ה חלות על חבר הבורסה **נוסף** על הוראות שחלות עליו על פי חוק הייעוץ (פרק ה, ס׳ 39) – מצב זה רלוונטי לחבר בורסה בעל עיסוק נוסף כיועץ השקעות, משווק השקעות או מנהל תיקי השקעות. פרק ו לתקנון מסדיר את נושא הפיקוח והבקרה על קיום תקנון הבורסה והנחיותיה בידי חברי בורסה, ופרק ז דן בעבירות המשמעת ובשיפוט משמעתי. ראו תקנון הבורסה לניירות ערך www.tase.co.il/TASE/AboutTASE/RegulationInIsrael/TASERegulations.

94 הצעת חוק להסדרת המתווכים בהשקעות, לעיל ה״ש 88, בעמ׳ 1.

95 שם.

96 שם, ס׳ 1.

97 שם.

98 שם.

99 שם; לאחרונה הונחה על שולחן הכנסת הצעת חוק נוספת בעניין זה – הצעת חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, (תיקון – פעילות מתן ייעוץ השקעות), התשע״א–2011 www.knesset.gov.il/privatelaw/data/18/3183.rtf. הצעת החוק אושרה במליאת הכנסת בקריאה טרומית בתאריך 6.7.2011 והועברה לדיון בוועדת הכספים. בדברי ההסבר להצעת החוק עולה הטענה כי יש צורך בקביעת הבחנה בין ייעוץ השקעות לבין ייעוץ השקעות כללי, ובהתאמה בין שיווק השקעות לבין שיווק השקעות כללי – וכן הצורך בהסדרה נפרדת לשירות הכללי, המותאמת לנסיבותיו ומאפייניו הייחודיים. ס׳ 1(1) להצעת החוק מציע לתקן את ס׳ 1 לחוק הקיים ולהגדיר ״ייעוץ השקעות כללי״ כ״ייעוץ השקעות שאין בו כדי להיחזות לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים של אדם מסוים, ולמעט ייעוץ השקעות הכולל תקשורת בין אישית בין נותן הייעוץ לבין מקבלו״. לפי דברי ההסבר להצעת החוק, המבחן העיקרי שלפיו ייעוץ השקעות ייחשב לכללי הוא כאשר הוא אינו נחזה לייעוץ המיועד לאדם מסוים ומתחשב בנתונים של אדם מסוים. הסבר זהה ניתן לתיקון המוצע בס׳ 1(5), המציע להגדיר ״שיווק השקעות כללי״ כ״שיווק השקעות שאין בו כדי להיחזות לשיווק השקעות המתחשב בנתונים של אדם מסוים, ולמעט שיווק השקעות הכולל תקשורת בין אישית בין נותן הייעוץ לבין מקבלו״.
סוגיה מרכזית אשר עולה בהצעת החוק הנה מתן פטור מרישוי למתן שירותיים כלליים (ייעוץ השקעות כללי ושיווק השקעות כללי) לאור העובדה שפעילויות של מתן שירותי ייעוץ השקעות

הפרדה דומה מתקיימת בין משווק השקעות אישי לבין משווק השקעות כללי.[100]

ניהול תיקי השקעות מוגדר כביצוע עסקאות, לפי שיקול דעת, עבור אחרים.[101]

שנית, פרק ב׳ לחוק המוצע עוסק **במועצת המתווכים בהשקעות**[102] (להלן: המועצה). בדברי ההסבר להצעת החוק מתייחסת הרשות לניירות ערך בהרחבה למועצה זו ומציעה כי למעֵט יועצי השקעות ומשווקי השקעות העוסקים בייעוץ אישי, ואשר עדיין יחויבו ברישוי פרטני, ״יתר המתווכים בהשקעות יהיו חייבים לפעול באמצעות תאגיד, כך שהפיקוח על היחידים העוסקים בתיווך בהשקעות ייעשה על ידי פיקוח של התאגידים על המועסקים בהם״. עדיין, ״על כל התאגידים העוסקים ב׳תיווך בהשקעות׳ תחול חובת חברות במועצה. חברות זו, אשר תהיה תנאי לעיסוק, תחליף את חובת הרישוי הקיימת היום בחוק הייעוץ. חובת החברות תחול באופן שוויוני בנוגע **לכל סוגי התיווך** ועל כל המבקשים לעסוק בעיסוקים אלה, כולל בנקים המספקים שירותי ייעוץ השקעות. **כל מתווך המבקש להצטרף כחבר במועצה יחויב**

כללי ושיווק השקעות כללי שונות במהותן משירותי ייעוץ ההשקעות ושיווק ההשקעות הקלסיים שנועדו ללקוח מסוים. בכך יש הרחבה של הפטור מרישוי שחל כיום על ייעוץ השקעות בכלי תקשורת (עמ׳ 11 להצעת החוק). בעמ׳ 8 להצעת החוק קיימת התייחסות לאנליסטים, המנתחים את פעילותה השוטפת של החברה ו/או את שווי החזקותיה ונכסיה, ובהתאם לתוצאות ניתוח זה מובאת המלצה על ביצוע פעולה ביחס לניירות הערך של החברה הנסקרת. עבודת אנליזה נכללת כיום בהגדרת ייעוץ השקעות, אך מאחר שהיא מיועדת לרוב לקהל יעד רחב, לקבוצת לקוחות לא סגורה אשר הנמנים עמה אינם ידועים מראש, חלק מהוראות החוק אינן רלוונטיות בקשר אליה. לצד זאת מוצע להחיל חובות רלוונטיות לנסיבות שבהן ניתנים שירותים של ייעוץ או שיווק כלליים: מתן הודעה שמדובר בייעוץ או שיווק השקעות כללי שאינו מהווה תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתוני האדם הספציפי ובצרכיו (ס׳ 3ב(א)(1) להצעת החוק); גילוי של כל ניגוד עניינים (ס׳ 3ב(א)(2) להצעת החוק); גילוי נאות של כל העניינים המהותיים לייעוץ ההשקעות או לשיווק ההשקעות הניתן (ס׳ 3ב(א)(3) להצעת החוק); מתן פרטים מזהים על נותן ייעוץ או שיווק ההשקעות, לפי העניין, לרבות פרטים רלוונטיים על אודות כישוריו, השכלתו וניסיונו המקצועי (ס׳ 3ב(א)(4) להצעת החוק). כמו כן, ס׳ 3ב(ב) להצעת החוק קובע כי במתן ייעוץ או שיווק השקעות כללי, בין בידי בעל רישיון ובין שלא בידי בעל רישיון, לא יהיה פרט מטעה. בס׳ 3ב(ג) יש הרחבה נוספת לחובת הגילוי: הסעיף קובע כי ״הרשות רשאית ליתן הוראות למי שעוסק בייעוץ השקעות כללי או בשיווק השקעות כללי, הנוגעות לגילוי שיינתן במסגרת ייעוץ ההשקעות הכללי או שיווק ההשקעות הכללי, בין בידי בעל רשיון ובין שלא בידי בעל רשיון, והכל כדי להבטיח את השמירה על עניינו של הציבור״.

100 הצעת חוק להסדרת המתווכים בהשקעות, לעיל ה״ש 88, בעמ׳ 1.

101 שם.

102 שם, ס׳ 2–14. ״מוקמת בזה המועצה, שתאגד את כלל המתווכים בהשקעות בישראל ותשקוד על רמתם וטהרתם של העוסקים בתחום זה, והכל תוך שמירת עניינו של ציבור המשקיעים באמצעות המתווכים בהשקעות, כנקבע בחוק זה״ (שם, ס׳ 2(א)); ארגון ה־FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) האמריקני מהווה מודל למועצה המוצעת. FINRA הנו תאגיד פרטי אשר אחראי על הרגולציה הפיננסית של ברוקרים והוא הרגולטור העצמאי הגדול ביותר בארצות הברית אשר אמון על חברות העוסקות בניירות־ערך. המטרה של FINRA היא הגנה על המשקיע האמריקני על ידי דאגה לכך ששוק ההשקעות יפעל בצורה הוגנת. FIRNA מפקחת על כ־4,500 ברוקרים ומעסיקה כ־3,000 עובדים (FINRA About FINRA www.finra.org/AboutFINRA/ (last visited June 2, 2012).

להגדיר מראש באיזה סוג או סוגי תיווך הוא מבקש לעסוק וקבלת התאגיד כחבר במועצה תהיה לפי סוג התיווך המבוקש״.[103]

תפקידי המועצה יהיו מגוונים, ובין היתר יכללו קביעת כללים בנוגע להתנהגות מול הלקוחות, קביעת כללים בכל התחומים הנוגעים לפעילותם של המתווכים בהשקעות ושל מתמחים, לרבות כללי **אתיקה מקצועית** וכללים בעניין חובותיהם וזכויותיהם בקשר למילוי תפקידיהם המקצועיים.[104]

במילים אחרות, על פי החוק המוצע ההסדרה המשפטית והאתית של תחום התיווך הפיננסי צפויה להשתנות בצורה דרסטית. המועצה תשמש תחליף לחובת הרישוי הקיימת כיום, וחברות במועצה תהיה חובה לתאגידים העוסקים בתיווך בהשקעות, שיצטרכו להגדיר מראש את הזיהוי המקצועי הספציפי של כל מתווך פיננסי ולעמוד בכמה תנאים אשר יבטיחו ״יושרה, הבטחת הבנה פיננסית ומתן כרית ביטחון ללקוחות״.[105] מכאן שהפיקוח על היחידים העוסקים בתיווך השקעות, המחויבים על פי הצעת החוק לפעול באמצעות תאגיד, ייעשה באופן כפול – הן על ידי התאגידים המעסיקים אותם והן על ידי המועצה המפקחת על התאגידים החברים בה.[106]

שלישית, פרק ה׳ לחוק המוצע עוסק בחובות ספציפיות של המתווכים בהשקעות.[107] חובות הפרק כוללת חובות כלליות אשר חלות על כלל המתווכים הפיננסיים: חובת אמון וחובת זהירות כללית;[108] איסור הטעיה;[109] איסור תמריצים,[110] וכן חובות אשר חלות על מתווכים ספציפיים;[111] סעיף 40 לחוק המוצע מאפשר **למועצה** לקבוע מגוון כללים בנוגע לסוגי מתווכים שונים, לרבות כללים בדבר אמון וזהירות,[112] גילוי נאות[113] והוראות הנוגעות לדרכי הפרסום והשיווק.[114]

ככל שאמורים הדברים בחובות האמון והזהירות, החובות המרכזיות על פי חוק הסדרת העיסוק, ניתן להבחין בהצעת החוק בהתייחסות שונה מזו הקיימת בחוק כיום. סעיף 31(א) להצעת החוק קובע חובת אמון וזהירות המנוסחת במאוחד ובכלליות רבה: ״מתווך בהשקעות יפעל לטובת לקוחותיו באמונה ובשקידה״. לעומת התייחסות לקונית זו לחובות המשפטיות

---

103 הצעת חוק להסדרת המתווכים בהשקעות, לעיל ה״ש 88, בעמ׳ 3 (ההדגשות הוספו).
104 שם, בעמ׳ 4.
105 שם.
106 בכל הנוגע למתכונת הקוד האתי ותכנית האתיקה אשר ראוי כי יאומצו על ידי תאגידים כאלו, ראו הצעת חוק פרטית של חבר הכנסת אריה אלדד – הצעת חוק לטיפוח אתיקה בארגונים עסקיים, התשס״ט–2009, knesset.gov.il/privatelaw/data/18/322.rtf.
107 הצעת חוק להסדרת המתווכים בהשקעות, לעיל ה״ש 88, פרק ה.
108 שם, ס׳ 31(א).
109 שם, ס׳ 32.
110 שם, ס׳ 34.
111 לדוגמה: החלת הוראות החוק המוצע על **דילר** נוסף על הוראות החלות עליו מכוח חוק ניירות ערך – שם, ס׳ 41.
112 שם, ס׳ 40(1).
113 שם, ס׳ 40(6).
114 שם, ס׳ 40(15).

המרכזיות החלות על המתווך הפיננסי, ניתן לראות בחוק הקיים התייחסות נפרדת לחובת האמון בסעיף 11(א): ״בעל רשיון יפעל לטובת לקוחותיו באמונה ובשקידה, לא יעדיף עניניו האישיים או עניניו של אחר על פני טובת לקוחותיו, ולא יעדיף ענינו של לקוח אחד על פני לקוח אחר״, והתייחסות נפרדת לחובת הזהירות בסעיף 20: ״בעל רשיון ינהג בעיסוקו בזהירות וברמת מיומנות שבעל רשיון סביר היה נוהג בהם בנסיבות דומות, וינקוט את כל האמצעים הסבירים להבטחת עניניהם של לקוחותיו״. עם זאת, ואף על פי שהחוק הקיים מרחיב יותר בחובות האמון והזהירות, ניתן לראות בהצעת החוק ניצן פוטנציאלי להרחבה עתידית של חובת האמון, חובת הזהירות וכן של כללי אתיקה מקצועית, בידי המועצה. מדברי ההסבר לחוק המוצע עולה שחקיקת משנה מפורטת עתידה לערוך הסדרה ספציפית בדבר חובות וכללי התנהגות לכל אחד מהעיסוקים.[115] סעיף 40 להצעת החוק מאציל סמכות למועצה שעתידה לקום ומאפשר לה לקבוע חובות נוספות שיחולו על המתווכים בהשקעות – המועצה רשאית לקבוע חובות וכללים שונים בנוגע לסוגי פעילויות, סוגי מתווכים, סוגי לקוחות, סוגי נכסים וסוגי התקשרויות. חובות וכללים אלו עשויים להוביל גם הם לרזולוציה ממוקדת יותר של ההסדרים, שיחולו בהתאם לסוגי מקצועות התיווך השונים, ולקדם חובות אמון וזהירות רחבות ומדויקות יותר מהמצב הקיים כיום. עם זאת, הדברים עדיין לוטים בערפל ומצדיקים ביתר שאת התייחסות אתית מפורטת לתחום התיווך הפיננסי.

2. תכנית אכיפה פנימית בתחום ניירות הערך וניהול השקעות

מודל רגולטורי נוסף המשפיע על ההסדרה המשפטית והאתית של תחום התיווך הפיננסי טמון במשתמע מיוזמתה של רשות ניירות ערך לעודד את אימוצה של תכנית אכיפה פנימית בתחום ניירות הערך וניהול השקעות. בחודש אוגוסט 2011 פרסמה הרשות לניירות ערך מסמך שכותרתו ״קריטריונים להכרה בתכנית אכיפה פנימית בתחום ניירות הערך וניהול השקעות״,[116] שבו הציעה מנגנון משפטי וולונטרי המעניק ״גזר״ משפטי ומינהלי לאלו שיבחרו לאמצו. הרציונל שבבסיס ההצעה היא העובדה שתכנית אכיפה פנימית נתפסת כצעד ראוי של התאגיד, לטובת ציבור המשקיעים בו וציבור לקוחותיו, לטובת התאגיד עצמו ולטובת הנהלתו ועובדיו.[117] בהתאם לכך מבטיחה רשות ניירות ערך כי יישומה בפועל של תכנית אכיפה אפקטיבית על ידי התאגיד יכול שייזקף בידיה לזכות התאגיד, או יחידים בו, במסגרת שיקול דעתה ביחס להפעלת סמכויותיה האכיפתיות מכוח הדין – דהיינו בהליך פלילי (במסגרת גיבוש המלצותיה של הרשות לניירות ערך לפרקליטות בנוגע לאחריות הנגזרת של דירקטורים ומנהלים, וביחס לתחולת ההגנה בסעיף 40(2) לחוק הסדרת העיסוק – ״שנקטו את

---

115 שם, בעמ׳ 2.

116 רשות ניירות ערך ״קריטריונים להכרה בתכנית אכיפה פנימית בתחום ניירות הערך וניהול השקעות״ (2011) www.isa.gov.il/Download/IsaFile_5913.pdf.

117 שם, בעמ׳ 2.

כל האמצעים הסבירים כדי למנוע את העבירה״)[118] ובהליך מינהלי (במסגרת גיבוש עמדתה של הרשות לניירות ערך ביחס לאמצעי האכיפה המינהלי שיש להשתמש בו בהתאם לחוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע״א–2011).[119]

המנגנון האמור, אשר מעודד ייסודם של מכניזמים פנימיים ומניעתיים לרגולציה עצמית ("Self-Policing/Regulation") של הגופים המפוקחים על ידי רשות ניירות ערך, מאמץ למעשה כלי מרכזי מעולמה של האתיקה המקצועית והתאגידית – מנגנון שאותו מאמץ ומיישם התאגיד באופן שוטף כדי להבטיח את הטמעתם האפקטיבית והמתמשכת של כללים אתיים.[120] עם זאת, תכליתה של התכנית שמציעה הרשות לניירות ערך אינה אתית אלא משפטית ועיקרה באיתור הפרות ועבירות ומניעתן ובמאמץ לוודא תרבות של ציות של התאגיד ושל היחידים בו לחוקי ניירות הערך, ובכללם חוק הסדרת העיסוק.[121] לענייננו, מבורכת המגמה המכירה ביתרונותיה של מחשבה מניעתית המשתמשת בשיטת ה״גזר״ במקום בשיטת ה״מקל״ והענישה. גישה כזו פועלת באופן עמוק וטוב יותר בטיפוח וולונטרי ואוטונומי של הטמעת תרבות המכבדת כללי התנהגות ראויה, לעומת גישה סנקציונית המופעלת אקס־פוסט על ידי בעלי סמכות שיפוטית או מינהלית.[122] עם זאת, לגישתנו, מנגנון כזה יהא ראוי, עמוק ומועיל יותר – גם למטרותיו המשפטיות המוצהרות – ככל שיפעל להטמעתם של עקרונות אתיים מעבר לדרישות המשפטיות. העקרונות האתיים הם עקרונות התנהגות חיוביים המוסיפים על הנדרש על פי החוק, ומוצדקים על פי הבנה מעמיקה, סדורה ושיטתית של זהותו של המקצוע או העיסוק. ככאלה, ממילא תבטיח הטמעתם האפקטיבית גם את ההתרחקות המתמדת ממעבר על הוראות החוק. בכך עשויה הרשות לניירות ערך להכיר בתכנית האמורה כאפקטיבית יותר מתכנית אכיפה פנימית שנועדה להבטיח ציות לחוק גרידא. במסמך שהוציאה רשות ניירות ערך יש כמה אמות מידה לכך שתכנית האכיפה הפנימית תהיה אפקטיבית,[123] אך יחד עם זאת קובעת הרשות לניירות ערך כי כל תאגיד יכול לתפור תכנית כזו על פי מידותיו ונסיבותיו

---

118 שם, בעמ׳ 2–3; ס׳ 40(2) לחוק הסדרת העיסוק; בדומה להוראות בס׳ 53(ה) לחוק ניירות ערך ובמסגרת הליך מנהלי בעניין אחריות מנהל כללי ושותף תבחן הקמת החזקה שבס׳ 52סד(ג) לחוק ניירות ערך.

119 להרחבה על טעמי החוק ומנגנוניו ראו לאה פסרמן־יוזפוב ״מאמר דעה: מהפכת האכיפה המנהלית בשוק ההון״ **המכון הישראלי לדמוקרטיה** (2010).

120 בוקשפן וכשר, לעיל ה״ש 7.

121 קריטריונים להכרה בתכנית אכיפה פנימית בתחום ניירות הערך וניהול השקעות, לעיל ה״ש 116, בעמ׳ 2.

122 בוקשפן וכשר, לעיל ה״ש 7.

123 אמות המידה ליעילותה של תכנית אכיפה פנימית הן: (א) אחריות הדירקטוריון וההנהלה לגיבוש, אימוץ ויישום של תכנית האכיפה; (ב) התאמת התכנית לתאגיד ולנסיבותיו הייחודיות, לאחר בדיקת הפעילות העסקית וביצוע סקר ציות בתחום דיני ניירות הערך; (ג) קביעת נהלים וסדרי טיפול – הרשות מדגימה נושאי נהלים רלוונטיים לתאגיד בתחום ייעוץ ההשקעות וניהול תיקים: מניעת הפרות הקשורות לאי־התאמת השירות לצורכי הלקוח, מניעת פעולות בניגוד עניינים וכדומה; (ד) החלת התכנית על כל דרגי התאגיד; (ה) מינוי ממונה על האכיפה; (ו) הטמעה נאותה של התכנית בכל הדרגים; (ז) פיקוח ועדכון; (ח) טיפול הולם בכשלים והפרות והפקת לקחים מהם – קריטריונים להכרה בתכנית אכיפה פנימית בתחום ניירות הערך וניהול השקעות, לעיל ה״ש 116, בעמ׳ 5–13.

הייחודיות.[124] הדעת נותנת כי אם יאמץ התאגיד תרבות של ציות גם לנורמות אתיות (שעניינן ״רף״ התנהגותי) ולא רק משפטיות (שעניינן ״סף״ התנהגותי), עשויה תכנית האכיפה של התאגיד והעיסוק להיחשב ראויה, אפקטיבית ומועילה יותר.[125]

3. המסגרת המשפטית בארצות הברית

עיון במשפט האמריקני מעלה כי חלקים מהסדרתם של מקצועות התיווך הפיננסי נעשים במתכונת המקובלת בעולמה של האתיקה המקצועית תוך החלת כללים וולונטריים על העוסקים במקצוע.

בארצות הברית, באופן דומה במקצת למודל המוצע בהצעת החוק להסדרת המתווכים בהשקעות, הדין מתמקד במסגרת החקיקתית. הוא אינו מפרט דיו את זהויות המקצועות השונים בתחום התיווך הפיננסי, אך מותיר הרבה ממלאכת ההסדרה המשפטית והאתית להסדרה עצמית של ארגונים רגולטיביים, ארגונים מסחריים ואיגודים מקצועיים בתחום התיווך הפיננסי. במסגרת דיון זה נתמקד בשני נושאים עיקריים הנוגעים בטענה הכללית של מאמר זה בדבר הצורך בזיהוי מקצועי פרטני והסדרה פנים־מוסדית. ראשית, נדון בהבחנה הקיימת בארצות הברית בין המקצועות השונים המרכיבים את תחום התיווך הפיננסי ובהסדרה המשפטית בהתאם למקצועות השונים, ושנית, נבחן את דרישות החוק האמריקני לביצוע הסדרה פנים־מוסדית בקרב יועצי השקעות, חברות השקעה וברוקרים, תוך התמקדות בדרישה לכונן קוד אתי בקרב חלק מהעוסקים בתחום התיווך הפיננסי. ההסדרים המובאים להלן אינם מוצעים לאימוץ כמות שהם אף שיש בהם כדי להאיר באור נוסף את טענתנו – שתפותח בחלק הבא שעניינו אתיקה מקצועית – בדבר החשיבות של זיהוי פרטני של מקצועות התיווך הפיננסי ובדבר היתרונות בהסדרה עצמית של הענף המקצועי שבו מדובר.

(א) חלוקה מקצועית – ברוקרים מול יועצי השקעות

בכל הנוגע להפרדה בין בעלי המקצועות השונים המרכיבים את תחום התיווך הפיננסי, גם בארצות הברית לא מתקיימת הפרדה ברורה ומפורטת דיה בין בעלי העיסוקים השונים. כך,

---

124 שם, בעמ׳ 3. על הדמיון לדין הנוהג בארצות הברית ראו להלן פרק ה.

125 השוו להצעת חוק לטיפוח אתיקה בארגונים עסקיים, לעיל ה״ש 106. בדברי ההסבר להצעת החוק נאמר כי ״מטרת חוק זה היא לעודד ארגונים עסקיים המספקים שירותים או מוצרים לציבור להביא לקבלתו של קוד אתי ולהטמעתו במסגרת תוכנית אתיקה פנימית יעילה. תוכנו הספציפי של הקוד האתי ייקבע על־ידי הארגונים עצמם, תוך יישומם של עקרונות יסוד בסיסיים בתחום האתיקה, בהתאם לאופיו של הארגון וטיב העניינים שבהם הוא מעורב. ההנחה היא כי באימוצו של קוד אתי והטמעתם היעילה של עקרונות אתיים בקרב הארגון, יש לתרום גם להעלאה משמעותית ברמת השמירה על החוק במסגרת פעולות הארגון. חשיבותו של החוק המוצע היא פועל יוצא מחשיבות פעולתם של ארגונים במסגרת החברתית הכוללת, המקרינה על חיי היומיום של הפרט בחברה המודרנית. מתן משמעות משפטית להתנהגות אתית יכולה לעודד התנהגות אתית בקרב ארגונים והפועלים מטעמם ולהביא בכך לרווחת הפרט והחברה כאחד״. להרחבה ראו: בוקשפן וכשר, לעיל ה״ש 7, בעמ׳ 175, 206–207. ראו גם אביבה גבע ורות פלאטו־שנער ״קוד אתי – מה הוא מוסיף על הרגולציה של הבנקים?״ **מחקרי משפט** כז 261, 286–311 (2011).

לדוגמה, יש יועצי השקעות המשמשים בפועל גם כאנליסטים או כמנהלי תיקי השקעות וברוקרים ואשר נותנים ללקוחותיהם המלצות קנייה.[126] עם זאת, הבחנה מקצועית מרכזית בארצות הברית, הגוררת מקור הסדרה משפטית שונה, היא ההבחנה בין יועץ השקעות לבין ברוקר/דילר:

יועץ השקעות (Investment Adviser) – מוגדר בארצות הברית במסגרת Investment Advisers Act of 1940,[127] כמי שעוסק בייעוץ לאחרים, בין במישרין ובין על דרך פרסום, בדבר ערכם, כדאיות רכישתם או מכירתם של ניירות ערך. ההגדרה כוללת גם אדם אשר מספק ניתוח לניירות ערך כחלק מעיסוקו הרגיל. כאשר יועץ השקעות מנהל למעלה מ־25 מיליון דולר, עליו להיות בעל רישיון מטעם הרשות לניירות ערך, ואילו בסכום נמוך מכך די ברישיון מדינתי.[128]

ברוקר/דילר (Broker/Dealer) – ברוקר מוגדר בחוק ניירות הערך משנת 1934 ובחוק יועצי ההשקעות משנת 1940 באותו האופן – מי שעוסק במסחר בניירות ערך עבור אחר אך אינו בנק.[129] דילר מוגדר בחוק יועצי ההשקעות משנת 1940 כמי שעוסק בקנייה ובמכירה של ניירות ערך עבור עצמו דרך ברוקר או בכל דרך אחרת ושאינו בנק, חברת ביטוח או חברת השקעות וכן כמה חריגים נוספים.[130] בעוד יועצי ההשקעות רשומים ברשות לניירות ערך, רשומים הברוקרים בגוף פרטי למחצה שהתפתח מתוך תאגיד שהוקם מכוח תיקון לחוק ניירות ערך משנת 1938,[131] FINRA (Financial Industry Regulatory Authority),[132] תאגיד פרטי האחראי על הרגולציה הפיננסית של ברוקרים הסוחרים בניירות ערך בבורסה בשם לקוח, והם כפופים לכללי הרגולציה שלו. לגוף זה סמכויות רגולטוריות לקבוע כללים ולהטיל עיצומים כספיים על הברוקרים החברים בו ואף להשעות אותם מפעילותם. בין היתר, ארגון ה־FINRA מפעיל זרוע של בוררות בין לקוחות לבין הפירמות של הברוקרים.[133]

---

126 James J. Angel & Douglas McCabe, *Ethical Standards for Stockbrokers: Fiduciary or Suitability?*, 10–12 *available at* http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1686756.

127 Investment Advisers Act of 1940, §202(a)(11) (2005).

128 החוק מכיל כמה סייגים המוציאים אנשים מסוימים מתוך הגדרה זו. חריג בולט קובע כי ברוקר או דילר, אשר מעניקים שירות בהתאם להגדרה לעיל אך באופן שנועד לביצוע עבודתם בלבד וללא תמורה נוספת בעבור שירות זה, לא יענו על הגדרת ״יועץ השקעות״.

129 "Broker" means any person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others, but does not include a bank Securities Exchange Act of 1934 § 3(a)(4)(a) (2006); Investment Advisers Act of 1940 §202(a)(3) (2006).

130 Investment Advisers Act of 1940 § 202(a)(7) (2012), "'Dealer' means any person regularly engaged in the business of buying and selling securities for his own account, through a broker or otherwise, but does not include a bank, insurance company, or investment company, or any person insofar as he is engaged in investing, reinvesting or trading in securities, or in owning or holding securities, for his own account, either individually or in some fiduciary capacity, but not as part of a regular business"; ראו הגדרה דומה: Securities Exchange Act of 1934 § 3(a)(5)(a) (2012).

131 Maloney Act, Pub. L. 75-719, 52 Stat. 1070 (1938).

132 ראו לעיל ה״ש 102.

133 להרחבה על פעילותה של FINRA ראו Barbara Black, *Punishing Bad Brokers: Self-Regulation and FINRA Sanction*, 8 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 23 (2013).

קווי הדמיון בין השירותים הניתנים על ידי ברוקרים לבין השירותים הניתנים על ידי יועצי ההשקעות יוצרים בלבול בקרב אוכלוסיית המשקיעים.[134] לחוסר הקוהרנטיות יש נפקויות בעלות משמעות, שכן רוב הנורמות המשפטיות אינן חלות על ברוקרים אלא על יועצי השקעות בלבד. כך, במסגרת החובות המצומצמות יותר שחלות על הברוקרים, חברי FINRA, קיימת חובת ״התאמה״ של הפעולה ללקוח הספציפי. חובה זו חלה על המלצת רכישה, מכירה או החלפה של נייר ערך והיא נשענת על אמונה, מבוססת עובדתית, של הברוקר או הדילר שההמלצה תואמת את מצבו הכספי של הלקוח, אחזקותיו וצרכיו.[135] במסגרת חובה זו יש לבצע מאמץ סביר על מנת לברר את מצבו הפיננסי של אותו לקוח ספציפי (בחריג ללקוחות מוסדיים), את סטטוס המס ויעדי ההשקעה שלו וכן כל אינפורמציה בעלת רלוונטיות בנוגע אליו.[136] הברוקר אינו יכול להסתמך רק על המידע שבידיו, אלא מוטלת עליו ״חובת עשה״ לבירור האינפורמציה הדרושה. לעומת זאת, על יועצי ההשקעות מוטלת חובה מוגברת לפעול גם בהתאם **לאינטרס הטוב ביותר** עבור הלקוח, ולא להסתפק בהתאמה בלבד.[137] את מקור החובה הזאת ניתן לייחס לחובת הנאמנות (Fiduciary duty) העולה מחוק יועצי ההשקעות, כפי שפירשה בית המשפט העליון האמריקני.[138]

---

134 Angel & McCabe, לעיל ה״ש 126, בעמ׳ 10–12.

135 SR-FINRA-2010-039, http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@rulfil/documents/rulefilings/p121835.pdf.

136 שם.

137 Angel & McCabe, לעיל ה״ש 126, בעמ׳ 15. במאמר זה מציגים הכותבים כמה מקרים אשר בהם פעולה על פי עקרון ההתאמה בלבד עשויה להיות רחוקה מהאינטרס הטוב ביותר עבור הלקוח, ולאמתו של דבר היא קרובה לאינטרס הטוב ביותר של הברוקר. הכותבים מדגימים את ניגודי העניינים המובנים באמצעות האופנים השונים ליצירת רווחים מצד ברוקרים (עמלות המושגות ממסחר במניות, רווח ממכירת מניות מהחשבון העצמי של הברוקר ותשלום עבור זרימת הזמנות דרך ברוקר אחר), והדרישה העיקרית לניגודי עניינים אלו טמונה בעיקר בחובת הגילוי.

138 ראו גם דברים שנשאה Lori A. Richards שכיהנה כמנהלת של ה־Office of Compliance Inspections and Examination ב־U.S. Securities and Exchange Commission בוועידה השמינית של ה־Investment Adviser Compliance בשנת 2006: “But first, I'd like to look more closely at the concept of fiduciary duty. Many different types of professions owe a fiduciary duty to someone – for example, lawyers to their clients, trustees to beneficiaries, and corporate officers to shareholders. Fiduciary duty is the *first principle* of the investment adviser – because the duty comes not from the SEC or another regulator, but from common law. Some people think ‘fiduciary’ is a vague word that’s hard to define, but it’s really not difficult to define or to understand. Fiduciary comes from the Latin word for ‘trust’. A fiduciary must act for the benefit of the person to whom he owes fiduciary duties, to the exclusion of any contrary interest. Now, some might wonder why the concept of fiduciary duty came to be applied to advisers. *The Investment Advisers Act does not call an adviser a fiduciary. In fact, that word does not appear in the Act. But, the Supreme Court recognized congressional intent and held that the Advisers Act*: ‘reflects a congressional recognition of the delicate fiduciary nature of an investment advisory relationship, as well as a congressional intent to eliminate, or at least to expose, all conflicts of interest which might incline an investment adviser – consciously or unconsciously – to render advice which was not disinterested’ And, the Court said that: investment advisers are fiduciaries with ‘an affirmative duty of ‘utmost good faith and full and fair disclosure of all material facts’ as

(ב) הסדרה פנים־מוסדית

לדעתנו, הסדרת המקצוע צריכה להתבצע באופן השואב השראה מהמצב בארצות הברית ושואל ממנו היבטים מספר בשני עניינים עיקריים: בכל הנוגע להצהרה החוקית בדבר החשיבות בקביעת קודים אתיים (כנדרש ביחס ליועצי השקעות ולחברות השקעה) ובכל הנוגע להסדרה עצמית וולונטרית על ידי גורמים מתוך התעשייה (כפי שמתקיים על ידי ארגון FINRA ביחס לברוקרים). לדידנו, המצב הראוי צריך שיכלול שני מרכיבים עיקריים שיפורטו בדיון הבא: וולונטריות של השחקנים המעורבים והסדרה פנים־מוסדית של ענפי התחום.

הדין האמריקני דורש מדיניות ציות פנים־מוסדית[139] בקרב יועצי השקעות, חברות השקעה[140] וברוקרים.[141] מיועצי השקעות ומחברות השקעה דורש החוק לכונן קוד אתי,[142]

---

well as an affirmative obligation 'to employ reasonable care to avoid misleading' [...] clients"; Lori A. Richards, *Speech by SEC Staff: Fiduciary Duty: Return to First Principles* (2006), *available at* http://www.sec.gov/news/speech/spch022706lar.htm#2 (ההדגשות הוספו).

ראו גם SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180 (1963): "investment advisers could not 'completely perform their basic function – furnishing to clients on a personal basis competent, unbiased, and continuous advice regarding the sound management of their investments – unless all conflicts of interest between the investment counsel and the client were removed'".

139 דרישות אלו נחלקות לשלושה ראשים – אימוץ מדיניות ציות לחוק, מינוי ממונה ציות ובדיקה תקופתית: (1) **אימוץ מדיניות ציות לחוק** – דרישה זו באה לידי ביטוי בתקנה משנת 2003 שפרסמה הרשות לניירות ערך (SEC), תקנה הדורשת אימוץ מדיניות של ציות לחוק (compliance institutions) (Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. 2204, Investment Company Act Release No. 26,299, 68 Fed. Reg. 74,714 (Dec. 24, 2003)). הדרישה חלה הן על יועצי השקעות מורשים והן על חברות לייעוץ השקעות, וכוללת אימוץ נהלים כתובים ומדיניות ברורה למניעת הפרות של חוקי ניירות ערך. מטרת המדיניות היא הגנה על משקיעים באמצעות מנגנונים פנימיים לשיפור הציות לחוק. הרשות מצפה כי יזוהו הפרות שהתרחשו בעבר לצורך הפקת לקחים שיובילו למניעה אפקטיבית בעתיד. החזון הרגולטורי אשר מגולם בתקנה הנו שהמדינות והנהלים שיאומצו יהיו ספציפיים ופרטניים, ועל כן רלוונטיים ויעילים בעבור החברה הספציפית (Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers, Investment Advisers Act Release No. 2204, Investment Company Act Release No. 26,299, 68 Fed. Reg. 74,714 (Dec. 24, 2003), 74715–74716). הוראה דומה, אך ממקור נורמטיבי שונה, חלה על ברוקר ו/או דילר החבר ב־FINRA – SR-FINRA-2008-3130. (2) **מינוי ממונה ציות** – הדין דורש מחברת השקעות למנות ממונה ציות. ממונה הציות אמון, בין היתר, על תכנית מדינות הציות של החברה (ראו לעניין זה את הסעיף הקודם) – 17 C.F.R. § 270.38a-138a-1(a)(4) (2005). לממונה זה תפקיד במסגרת אכיפת הקוד האתי בחברה. החובה למנות ממונה ציות חלה גם על **ברוקר־דילר** SR-FINRA-2008-3013, ועל **יועצי השקעות** (17 C.F.R. § 206(4)-7(c)). (3) **בדיקה תקופתית** – חובה זו חלה על יועצי השקעות (17 C.F.R. § 275.206(4)-7(b) (2005)), ומורה לערוך בדיקה עצמית ותקופתית – בתדירות שאינה פוחתת מפעם בשנה. על הבדיקה לבחון הלימה של המדיניות והנהלים אשר נקבעו בתכנית המדיניות והנהלים, בנוסף לבדיקת האפקטיביות של יישומן. חובה זהה חלה גם על ברוקר ו/או דילר SR-FINRA-2008-3012 וגם על חברות השקעות (17 C.F.R. § 270.38a-1(a)(3) (2005)).

140 חוק חברות ההשקעה האמריקני משנת 1940 מגדיר כמה חלופות להימצאות תאגיד תחת הגדרה של חברת השקעות (Investment Company) אשר עוסקת בעיקר בהשקעה ומסחר של ניירות ערך

אך לא כן ביחס לברוקרים, שכן ארגון FINRA אינו מציב דרישות דומות. אם כן, הקוד האתי נדרש על פי חוק בנוגע לחלק מהעוסקים בתחום התיווך הפיננסי, ובנוגע להם הוא מדגים את חשיבות השילוב בין ההסדרה המשפטית לבין ההסדרה האתית. שילוב שכזה מבורך בעינינו אך אין בו די, וחשוב כי תבוצע ״חלוקת עבודה״ נכונה בין מקורות ההסדרה השונים בשל אופיים השונה.[143] כאן המקום לציין כי למרות הקריאה מצד הרשות לניירות הערך האמריקנית לכונן קוד אתי טוב על ידי הצבת ״רף״ אתי ולא להסתפק ביצירת ״מדריך ציות לחוק״, בפועל רוב הקודים אינם מתייחסים בהרחבה לדרישות הקיימות בלאו הכי מכוח הדין.[144]

א. חברות השקעות – על חברת השקעות לאמץ קוד אתי כתוב,[145] אשר הוראותיו עומדות

Investment company act of 1940, § 3. (a)(1)(A)–(C): "(A) is or holds itself out as being) engaged primarily, or proposes to engage primarily, in the business of investing, reinvesting, or trading in securities; (B) is engaged or proposes to engage in the business of issuing face-amount certificates of the installment type, or has been engaged in such business and has any such certificate outstanding; or (C) is engaged or proposes to engage in the business of investing, reinvesting, owning, holding, or trading in securities, and owns or proposes to acquire investment securities having a value exceeding 40 per centum of the value of such issuer's total assets (exclusive of Government securities and cash items) on an unconsolidated basis").

141 **יועצי השקעות** – מקור החובה הנו Investment Advisers Act of 1940 §206(4) – 7; **חברות השקעה** – מקור החובה הנו Rules Investment Company Act of 1940 §38a – 1; Compliance Procedures and Practices of Certain Investment Companies; **ברוקרים** – מקור החובה הנו SR-FINRA-2008-3012. Supervisory Control System, וכן SR-FINRA-2008-3130, Annual Certification of Compliance and Supervisory Processes.

142 למקור החובות ראו Investment Advisers Act of 1940, §204A (2004)-1 – Investment Adviser וכן Codes of Ethics Investment Company Act of 1940, §17j-1(c)(1)(i) (2004) – Personal Investment Activities of Investment Company Personnel.

143 ראו להלן הדיון בחלק II.א (״מהי אתיקה״).

144 להרחבה ראו ה״ש 145; הטקסט הסמוך לה״ש 155; הטקסט הסמוך לה״ש 162.

145 17 C.F.R. § 270.17j-1(c)(i) (2005). כדוגמה לקודים אתיים של שלושה בתי השקעות, מתוך רשימה של שבעת בתי ההשקעות המובילים, כפי שפורסם במגזין Forbes בשנת 2009 (www.forbes.com/2009/05/05/zacks-stocks-analysts-brokerage-analysts-09-best-brokerages.html) ראו את הקוד האתי ליועצי השקעות של מריל לינץ׳ – www.ml.com/media/83880.pdf; הקוד האתי של חברת UBS – www.ubs.com/1/e/about/code_of_conduct.html; והקוד האתי של Raymond James – http://www.raymondjames.com/about/corporate_governance_employee.htm. אנו סבורים כי הקודים הללו אינם כוללים את התוכן הנדרש מקוד אתי ראוי בהתאם לסטנדרטים שהועלו במאמר זה. עם זאת ראויה לציון חיובי ההתייחסות בהם לכך שאינטרס הלקוח ממוקם בראש מדרג האינטרסים שיש לשקול – ראו למשל את הקוד של מריל לינץ׳, אשר בבסיסו עומדת התפיסה כי אינטרס הלקוח עומד, תמיד, בראש סדר העדיפויות – "This IA [investment advise] Code of Ethics is based on the fundamental principle that MLPF&S [Merill Lynch Pierce Fenner & Smith Ltd.] and its associates must put client interests first"; ובהמשך "an adviser that owes its clients an affirmative duty of utmost good faith to act solely in the best interests of the client and to make full and fair disclosure of all material facts, particularly where MLPF&S's interests may conflict with that of the client's" (עמ׳ 2, 5). נדגיש כי שונה דעתנו בכל הנוגע לקודים האתיים של האיגודים

במבחן הסבירות ושמטרתו למנוע מ״אנשי גישה״[146] לקחת חלק בהתנהגות אסורה.[147] התנהגות כזו כוללת, בין היתר: פעולות שמטרתן הונאת החברה,[148] הצהרה כלפי החברה על טענות עובדתיות שאינן נכונות[149] ולקיחת חלק בפעילות מניפולטיבית כלפי החברה.[150] הקוד צריך לקבל את אישורו של דירקטוריון החברה,[151] כולל רוב של דירקטורים שאינם בעלי עניין בחברה, ואותה הדרישה קיימת גם בנוגע לשינויים בתוכן הקוד. החוק דורש לערוך סקירה תקופתית,[152] לכל הפחות פעם בשנה, אשר תוצג בפני מועצת המנהלים. על מועצת המנהלים לשקול הכנת דו״ח בכתב שיכלול, בין היתר, הצגת דילמות אתיות שעלו באותה התקופה וכן הפרות חמורות של הקוד האתי ודרכי הטיפול שננקטו בתגובה.[153] נוסף על כך קיימת חובה לתעד ולשמר עותק של הקוד האתי לתקופה מינימלית של חמש שנים,[154] וכן יש לתעד הפרות של הקוד ואת התגובות שננקטו עקב הפרות אלו.[155] הרשות לניירות ערך מדגישה את העובדה שאין אפשרות לחוקק חוק אשר ״מכסה״ את כל האפשרויות, ומכאן חשיבותו הגדולה של הקוד האתי – שכן זה מנוסח על ידי החברה ולכן מותאם לאופיו של הארגון הספציפי בהתאם לגודלו ולבעיות הייחודיות העשויות לעלות בו.

החוק מכיל הגדרות רבות, ובין היתר הוא מגדיר את ״אנשי הגישה״ ו״אנשים בפיקוח״. עם זאת, חלק מהקודים הספציפיים בחרו להרחיב את תחום ההגדרות מעבר להגדרת החוק.[156]

ב. יועצי השקעות – גם על יועצי השקעות מורשים, או כאלו אשר נדרשים להחזיק ברישיון, חלה חובה לנסח קוד אתי כתוב ולאוכפו.[157] הקוד חייב לכלול, לכל הפחות, את הרכיבים הבאים:

1. קביעת סטנדרטים של התנהלות עסקית,[158] אשר חייבים לשקף את חובת האמונים של היועץ ושל אנשיו שנתונים לפיקוח (Supervised Persons).[159]

המקצועיים המנויים להלן בה״ש 186, אשר התאמתם לסטנדרטים המוצגים במאמר זה גבוהה באופן ניכר – להרחבה ראו להלן ה״ש 186.

146 ״אנשי גישה״ (Access Persons) מוגדרים ככאלו אשר נחשפים לאינפורמציה בנוגע לפעולות בניירות ערך או אשר מקבלים החלטה בדבר פעולה בניירות ערך (17 C.F.R. § 270.17j-1(a) (2005)). כמה בעלי תפקידים נמנים במפורש בהגדרה: מנהל, שותף, יועץ השקעות וחתם ראשי.

147 17 C.F.R. § 270.17j-1(b) (2005).

148 17 C.F.R. § 270.17j-1(b)(1) (2005).

149 17 C.F.R. § 270.17j-1(b)(2) (2005).

150 17 C.F.R. § 270.17j-1(b)(4) (2005).

151 17 C.F.R. § 270.17j-1(c)(1)(ii) (2005).

152 17 C.F.R. § 270.17j-1(c)(2)(ii) (2005).

153 17 C.F.R. § 270.17j-1(c)(2)(ii)(A) (2005).

154 17 C.F.R. § 270.17j-1(f)(A) (2005).

155 17 C.F.R. § 270.17j-1(f)(B) (2005).

156 ראו להלן ה״ש 186, 188.

157 17 C.F.R. § 275.204a-1(a) (2005).

158 17 C.F.R. § 275.204a-1(a)(1) (2005).

159 החוק מגדיר ״אנשים נתונים לפיקוח״ כמי שיש להם גישה אל מידע, שאינו נגיש לציבור, בדבר פעולות של קנייה ומכירה של ניירות ערך עבור לקוחות או בדבר תיקי השקעות אשר מוחזקים בידי חברת ההשקעות 17 C.F.R. § 275.204a-1(e)(1)(i)(A) (2005). בעלי גישה אל המלצות

2. קביעת הוראות המחייבות את אלו הנתונים לפיקוח (Supervised Persons) לפעול בהתאם לדיני ניירות ערך הפדרליים.[160] בדברי ההסבר לתקנות מודגש כי דרישות אלו הנן הסף החוקי הנדרש, ולכן יש חופש להציב סטנדרטים גבוהים יותר.[161] בדברי הסבר אלו הרשות מעודדת את היועצים ומפצירה בהם להשקיע מחשבה מעמיקה בהכנת הקוד האתי ולא להסתפק ביצירת ״מדריך ציות לחוק״, אלא לשאוף להצבת רף אתי של סטנדרטים ואידאלים יסודיים ככנות, פתיחות, יושרה ואמון. קוד אתי טוב מבהיר לעובדים בצורה אפקטיבית את ערכי הארגון והאידאלים שנחרתו על דגלו, שלאורם העובדים מצופים לנהוג. כאמור, קוד כזה מתפרס מעבר לדרישות החוק.[162]
3. דרישה מכל אנשי הגישה למסור דיווח תקופתי על אחזקותיהם ועל עסקאות שביצעו בניירות ערך, ועל יועץ ההשקעות חובה לסקור דיווחים אלו.[163] היקף הדיווח המינימלי הנדרש במסגרת הקוד מפורט בחוק.[164] במסגרת דרישה זאת ממליצה הרשות לניירות ערך כי הקוד ידרוש צמצום למינימום של הגישה למידע אשר טרם פורסם לציבור – דוגמת המלצות העתידות להתפרסם על ניירות ערך.[165] הגישה למידע כזה תותר רק למי שחייב לקבל אותו לצורך ביצוע עבודתו. התפיסה הנה שהגבלת הגישה למידע מהווה קו הגנה ראשון כנגד שימוש לרעה.
החוק דורש כי ממונה הציות, או אדם אחר אשר הוגדר לצורך כך, יבצע סקירה תקופתית שמטרה לאתר עסקאות אסורות ודפוסי מסחר אסורים. הרשות לניירות ערך מציגה מודל מוצע לחברות השקעה[166] וממליצה לכלול בקוד האתי נהלים לעסקאות פרטיות של העובדים.[167]
4. על הקוד האתי להחיל הוראה, שתחול על כל האנשים הנתונים לפיקוח, הדורשת דיווח על כל הפרה של הקוד האתי.[168] הדיווח יימסר לממונה הציות הראשי, וכן לכל אדם

הניתנות ללקוחות בדבר ניירות ערך ייחשבו גם הם כאנשים נתונים לפיקוח (17 C.F.R. § 275.204a-1(e)(1)(i)(B) (2005)). כאשר מדובר במצב שבו ייעוץ השקעות הנו העיסוק העיקרי של הגוף, אזי כל המנהלים והשותפים נחשבים כאנשים נתונים לפיקוח (17 C.F.R. § 275.204a-1(e)(1)(ii)).

160 17 C.F.R. § 275.204a-1(a)(2) (2005).

161 SEC Release Nos. IA-2256, IC-26492; File No. S7-04-04, *available at* http://www.sec.gov/rules/final/ia-2256.htm#P65_10475: "Advisers are free to set higher standards for their employees, such as those established by professional or trade groups".

162 שם: "A good code of ethics should effectively convey to employees the value the advisory firm places on ethical conduct, and should challenge employees to live up not only to the letter of the law, but also to the ideals of the organization".

163 17 C.F.R. § 275.204a-1(a)(3) (2005).

164 17 C.F.R. § 275.204a-1(b) (2005).

165 SEC Release Nos. IA-2256, לעיל ה״ש 161.

166 17 C.F.R. § 270.17j-1 (2005).

167 נהלים אלו כוללים, בין היתר: צורך באישור מוקדם בכתב – בטרם יהיה רשאי עובד, הנגיש למידע פנים, לבצע עסקה פרטית; הנחיית העובדים להציע ללקוח לממש כל הזדמנות חדשה להשקעה בטרם יהיו רשאים לממשה לטובתם האישית – SEC Release Nos. IA-2256, לעיל ה״ש 161.

168 17 C.F.R. § 275.204a-(a)(4) (2005).

אחר אשר הוסמך לצורך כך בקוד.[169] הרשות מייחסת לדיווח חשיבות רבה וממליצה ליצור אווירה של ביטחון ופתיחות[170] באמצעות הגנה על מתלוננים ומתן אפשרות לדיווח אנונימי. אין דרישה לאימוץ מנגנון ענישה, אך מיוחסת חשיבות למנגנון כזה ככלי להגברת הציות.[171]

5. דרישה לספק עותק של הקוד האתי לכל אחד מהאנשים הנתונים לפיקוח ודרישה לקבל מכל אחד מהם אישור בכתב על קבלת הקוד.[172] אף על פי שהחוק מסתפק בחלוקת עותקי הקוד בלבד, הרשות מדגישה את חשיבות הטמעת הקוד בקרב העובדים. ההטמעה תתבצע באמצעות הדרכה נאותה של התכנים, העקרונות והנהלים שהקוד מכיל.[173] הרשות ממליצה לערוך פעילות רענון תקופתית בקרב העובדים במטרה לחזק את המחויבות לקוד ולהפנמת תכניו.

לבסוף, לרשות ניירות ערך נתונה הסמכות לפעול כנגד חברות ופרטים הכפופים לפיקוח רגולטורי אם אלו מפרים את החוקים והכללים שקבעה.[174] סמכות זו כוללת, בין היתר, הטלת קנסות. הרשות לניירות ערך משתמשת בסמכות זו כדי לאכוף את הדרישות שמציב הקוד האתי.

הדגמת השימוש בכלי אכיפה זה לשם אכיפת החובה לאמץ קוד אתי והסנקציה בגין הפרה של הקוד האתי עצמו עולה מכמה מקרים אשר טופלו במסגרת אגף האכיפה של הרשות לניירות ערך. במקרה אחד חרגה חברה, אשר הייתה רשומה כיועצת השקעות משנת 1990, מהוראות החוק מכיוון שהקוד האתי שלה לא הכיל את כל התכנים הנדרשים. לאחר שקיבלה התראה מהרשות לניירות ערך בדבר תזכורת לאימוץ הקוד האתי כנדרש, הורה ממונה הציות של החברה לעובדיו לשנות את התאריכים על גבי המסמכים כך שיעלה מהם שהקוד אומץ והוחל על פי דרישות הרשות לניירות ערך. החברה נקנסה בשל כך בסך של 20,000 דולרים, וממונה הציות הודח מתפקידו ונקנס אישית בסך של 10,000 דולרים.[175] במקרה אחר, מנהל תיקי השקעות בחברה שרשומה כיועצת השקעות ביצע במשך ארבע שנים יותר מ־3,500 עסקאות פרטיות בניגוד להוראותיו של הקוד האתי של החברה שבה עבד. עקב הפרת כמה סעיפים בקוד האתי של החברה, המורים בין היתר על הצורך באישור מקדמי על מנת לבצע עסקאות פרטיות בניירות ערך, ננקט נגד המנהל הליך מנהלי על ידי הרשות לניירות ערך.

---

169 שם.

170 שם, בחלק E.

171 שם; יש לציין כי עונש אינו מכשיר הטמעה של ממש, להרחבה ראו אסא כשר ״אתיקה מקצועית״ **סוגיות אתיות במקצועות הייעוץ והטיפול הנפשי** 15, 23–26 (גבי שפלר, יהודית אכמון וגבריאל וייל עורכים, 1993).

172 17 C.F.R. § 275.204a-1(a)(5) (2005).

173 SEC Release Nos. IA-2256, לעיל ה״ש 161, בחלק F.

174 SEC *About the Division of Enforcemen, available at* http://www.sec.gov/divisions/enforce/about.htm.

175 Consulting Services Group, LLC, Securities Act Release No. 56,612, Investment Advisers Act Release No. 2669 (Oct. 4, 2007) – https://www.sec.gov/litigation/admin/2007/34-56612.pdf.

כתוצאה של מעשיו הוטל עליו עיצום כספי בסך של 100,000 דולרים ונאסר עליו לתפקד בתפקידי יועץ השקעות, מנהל וחתם.[176]

מהסקירה דלעיל על אודות המצב השורר בארצות הברית ניתן להסיק כי התערבות־יתר משפטית בנושא הקוד האתי המקצועי עשויה להוביל לניסוחו של קוד אתי ״דק״ המשמש לאמתו של דבר כ״מדריך ציות לחוק״. טענתנו, כפי שהיא מפותחת בחלק הבא, הנה כי העולם המשפטי והעולם האתי נבדלים זה מזה, וככל שהחקיקה תהא מעורבת יותר בנושא האתי כך עשוי להיווצר עמעום בין התחומים. במובן זה יש יתרון בהסדרה פנים־מוסדית וולונטרית, כגון זו הקיימת בהסדרת הברוקרים על ידי FINRA. מכל מקום, הצעתנו היא ללמוד מסקירת המודלים בחלק זה על אודות **אופן** ההסדרה האתית הרצויה. מובן שאין במודלים אלו כדי ללמד על **תוכן** ההסדרה האתית הרצויה, ועניין זה מפורט בחלק הבא.

II. תיווך פיננסי – הפן האתי

פרט למערכת המשפטית קיימת מערכת נורמטיבית נוספת, היא המערכת האתית, אשר ראוי שתפעל בד בבד עם המערכת המשפטית ומחוצה לה לצורך הבנייתם העמוקה והשיטתית של דפוסי התנהגות ראויים. אכן, מהדיון עד כה עולה כי תחום התיווך הפיננסי אפוף בהסדרה משפטית מפורטת, אלא שלהסדרה כזו מגבלות אינהרנטיות שיידונו להלן. גם עולם המשפט עצמו החל להכיר בחשיבות שילובן של שתי המערכות בתחום התיווך הפיננסי. כך עולה מהחקיקה האמריקנית, הדורשת אימוצם של קודים אתיים על ידי יועצי השקעות וחברות השקעות;[177] כך עולה גם מהצעת החוק להסדרת המתווכים בהשקעות, התש״ע–2010,[178] וכך משתמע מתכנית האכיפה הפנימית בתחום ניירות ערך וניהול השקעות שמעודדת הרשות לניירות ערך.[179]

לאור חסרונה בישראל של מערכת אתית שיטתית וסדורה בתחום התיווך הפיננסי מוצע בחלק זה מתווה מושגי בסיסי וקווי מתאר אשר יסייעו בהבנת האתיקה של התחום, על המקצועות והעיסוקים של הפעילים בו. מתווה זה יוכל לשמש כנקודת מוצא בהסדרתו המפורטת יותר של התחום על ידי הגורמים המקצועיים, המסחריים והרגולטוריים הנוגעים בדבר. לשם הבהרת יסודותיו של המתווה המוצע, סדר הדיון יהיה במבנה הבא:

א. מהי אתיקה?
ב. מהי אתיקה מקצועית?
ג. מהי אתיקה בתחום התיווך הפיננסי?

---

176 Brod, Investment Advisers Act Release No. 2673, Investment Company Act Release No. 28022 (Oct. 24, 2007) – https://www.sec.gov/litigation/admin/2007/ia-2673.pdf. להרחבה ראו Black, לעיל ה״ש 133.

177 ראו לעיל טקסט הסמוך לה״ש 139.

178 ראו לעיל טקסט הסמוך לה״ש 88.

179 ראו לעיל טקסט הסמוך לה״ש 116.

לאחר מתן תשובות כלליות, מפורטות ככל הדרוש, לשאלות אלה, ולאחר סקירה על מצב ההסדרה האתית הקיימת היום בתחום התיווך הפיננסי בישראל, נציע מסגרת של מושגים ונורמות לקוד אתי בתחום התיווך הפיננסי ומסגרת של כללים אתיים מפורטים יותר בחתך המקצועות השונים המרכיבים את תחום התיווך הפיננסי.

א. מהי אתיקה?

אתיקה ניתנת להגדרה כ"תפיסה סדורה בדבר ההתנהגות הראויה", וביתר פירוט – "תפיסה סדורה של האידאל המעשי של ההתנהגות בתוך מסגרת מוגדרת של פעילות אנושית מיוחדת".[180]

כללי אתיקה, לפי הגדרה זו, אינם כללי מוסר ואינם כללי משפט, הגם שייתכנו זיקות שונות בין כללי אתיקה לבין כללי מוסר וכללי משפט.

כללי מוסר אמורים להדריך את הרצון, הכוונות והמעשים ביחסים שבין אדם לאדם. לדוגמה, עיקרון של שמירה על כבוד האדם באשר הוא אדם הוא עיקרון מוסרי. לעומת זאת, כללי אתיקה אמורים להדריך את הרצון, הכוונות והמעשים ביחסים שבין אדם בתור בעל מקום מסוים בתוך מסגרת מוגדרת של פעילות אנושית מיוחדת לבין אדם אחר, גם הוא בתור בעל מקום מסוים בתוך אותה מסגרת מוגדרת. מסגרת זו יכולה להיות מקצועית, כדוגמת מסגרת הטיפול הרפואי, היא יכולה להיות ארגונית, כדוגמת מסגרת הפעילות המשטרתית, והיא יכולה להיות תפקודית, כדוגמת הפעילות של שר או של חבר כנסת. כל מסגרת כזו מטילה על בעלי מעמד מסוים בתוכה, כדוגמת הרופא, השוטר או השר, חובה לנהוג על פי כללים המאפיינים את המקצוע, הארגון או התפקיד, ורובם אינם בגדר כללי מוסר או נגזרות של עקרונות מוסר.

כללי משפט (חוקים, תקנות, פסקי דין וכדומה) נועדו להבחין בין המותר לבין האסור, על יסוד העקרונות המכוננים והחוקתיים של המדינה שבה מדובר. הם קובעים "סף" של התנהגות על קשת ההתנהגויות האפשריות. התנהגות שהיא לכאורה מתחת לאותו "סף", כפי שהוא נקבע בדין על ידי המחוקק ובתי המשפט, היא התנהגות המזמינה תגובה של הרשויות שהן "משמר הסף" – משטרה, פרקליטות, בית משפט ועוד. בסופם של הליכי הרשויות הללו, אדם שהתנהגותו הייתה מתחת לאותו "סף" עשוי למצוא את עצמו נושא בעונש שיושת עליו. לעומת זאת, כללי אתיקה (בקוד אתי, בהנחיות וכדומה) נועדו להבחין בין הראוי לבין הבלתי ראוי, על יסוד העקרונות המכוננים והמאפיינים את המקצוע, הארגון או התפקיד. הם קובעים "רף" של התנהגות, במעלה הקשת של ההתנהגויות האפשריות, זו שה"סף" סמוך לתחתיתה. הסימון המדויק של אותו "רף" נקבע בידי מנגנוני ההסדרה העצמית של תחום הפעילות – מוסדות הקהילה המקצועית, קהילת הארגון או קהילת התפקיד. התנהגות שהיא מעל אותו

---

180 כשר "אתיקה מקצועית", לעיל ה"ש 171, בעמ' 15; כשר "אתיקה, משפט ושיפוט", לעיל ה"ש 5; Asa Kasher, *The Professional Identity of a Military Force*, *in* THE MANY FACES OF MILITARY STUDIES, A SEARCH FOR FUNDAMENTAL QUESTIONS 17, 30 (Arto Mutanen ed., 2008).

״רף״ היא התנהגות ראויה, וככזו היא ראויה לשבח. התנהגות שהיא לכאורה מתחת לאותו ״רף״ היא התנהגות בלתי ראויה, ובתור שכזו היא מזמינה תגובה של מנגנוני ההסדרה העצמית. תגובה זו תהיה תמיד בגדר ביקורת קונסטרוקטיבית, בירור הסוגיות שההתנהגות כרוכה בהן, כדי להביא לידי כך שבהזדמנות הבאה תהיה ההתנהגות מעל ה״רף״ ולא מתחתיו. התגובה האתית היא חינוכית ולא עונשית.

לפיכך, האתיקה עניינה בחובות אתיות שהן גבוהות מאלה הנדרשות על פי החוק, החובות המשפטיות. עניינה לא בסילוק השלילי, מה שמתחת ל״סף״, אלא בטיפוח החיובי, מה שמעל ה״רף״. בהתאם לכך, כללי אתיקה מוצלחים ינוסחו בדרך כלל בלשון חיובית של ״עשה״ ולא בלשון שלילית של ״אל תעשה״.

כאן המקום להבהיר כמה היבטים נוספים של ההבדל בין מערכת משפטית המכוננת נורמות בנוגע לתחום פעילות מסוים לבין מערכת אתית המכוננות נורמות הנוגעות לאותו תחום. המערכת האתית אינה מערכת של הצהרות סמליות בדבר תחום הפעילות שעל הפרק. תפקידה להדריך את כל המשתתפים בתחום הפעילות הזה כיצד ינהגו כראוי בכל הליכותיהם, בכל פעולה, בכל נוהל, בכל מדיניות, במסגרת אותו תחום פעילות. הדרכה כזאת היא בעלת אופי חיובי, ובכך היא שונה באופן מובהק מכל הדרכה שניתן לגזור מן המערכת המשפטית. ההדרכה המשפטית נועדה להרחיק את המשתתפים בפעילות מפני חציית הגדרות שבין המותר לבין האסור, אולם היא אינה יכולה לסמן למשתתפים בפעילות היכן בדיוק עליהם לפעול באזורי המותר, הרחק מן הגדֵרות. הדרכה חיובית כזו יכולה לספק רק המערכת האתית.

המערכת האתית אינה זקוקה למערכת המשפטית כשהיא מציגה **עקרונות** של פעילות כראוי בתחום שעל הפרק, אף שהיא יכולה להסתייע בחקיקה ככלי מעודד **לניסוחה והטמעתה** של האתיקה. היא מתווה ״רף״. ההתנהגות שמעליו היא התנהגות ראויה, ההתנהגות שמתחתיו היא התנהגות שאינה ראויה. בתחתית המרחב של התנהגויות לא ראויות מסמנת המערכת המשפטית ״סף״. התנהגות מתחתיו פלילית, התנהגות מעליו אינה פלילית. סימון ה״סף״ לא נועד לשרת את המטרה של חינוך המשתתפים לפעול כראוי, להיות מעל ה״רף״, אלא להרחיק אותם מהתנהגות הפוגעת בערכי המשטר כדוגמת כבוד האדם, צדק והגינות. אכן, חתירה מתמדת להתנהגות אתית ממילא תחזק את השמירה על החוק, אך זוהי רק תוצאת הלוואי ולא עיקרה של ההסדרה האתית.

ההבדלים שבין המערכת האתית לבין המערכת המשפטית נוטלים כל טעם מניסיון לבצע אינטגרציה של שתי המערכות. צירוף שתי המערכות יהיה לא יותר מכך – צירוף של שתי מערכות שלעולם לא יעלה לכדי תמונה סדורה אחת, כזו שיש בה נורמות מסוג אחד, שחלקן הגיעו מעולם האתיקה וחלקן מעולם המשפט.

ייתכנו שתי תפיסות של מכלול הנורמות האמורות להדריך את התנהגותו של אדם במסגרת מקצועו או ארגונו, תפקידו או עיסוקו. תפיסה אחת רואה את כל הנורמות כשייכות למערכת נורמטיבית אחת, בעלת חלקים שונים. קיימת רק מערכת נורמות אחת האמורה להדריך את התנהגות הרופא כבעל מקצוע הרפואה, אבל יש להבחין בין חלקים שונים של המערכת לפי התגובה הדרושה להתנהגות שלא על פי הנורמות. חלק מן הנורמות כה חשובות, עד שפגיעה באחת מהן מצדיקה ענישה, בדמות התגובה על עבירות פליליות. כיוון שמדובר בענישה, ממילא מדובר בהליך מורכב של חקיקה, חקירה משטרתית, דיון משפטי בפרקליטות, עימות הוגן בפני בית המשפט, וככל שבית המשפט ירשיע את הנאשם וישית עליו עונש מאסר, תיתכן גם ענישה חמורה במתכונת של מאסר. נורמות אחרות הן חשובות פחות, אם כי גם הפגיעה בהן

מצדיקה צעד פורמלי המאפשר הענשה. כאן מדובר בהליך משמעתי שהוא הליך מעין־שיפוטי. גם כאן עומד ברקע הליך מורכב של חקיקה, פעילות חקירה, פעילות של הגשת כתב אישום, דיון שיפוטי וצעדי ענישה במקרה של הרשעה. לבסוף, יש נורמות שאין להתעלם מהן, אולם הפרתן אינה מחייבת הליך המאפשר ענישה פלילית או משמעתית, אלא רק הליך מקצועי וחינוכי של הטמעת נורמות של התנהגות ראויה.

איננו מסכימים עם התפיסה הזאת. מערכת הנורמות של המשפט, המשמעת והאתיקה היא, לאמתו של דבר, שלוש מערכות שונות, המשרתות מטרות שונות, כרוכות בשיקולים שונים ונותנות מקום לשיטות הגנה שונות על הנורמות שלהן. המערכת המשפטית מייצגת, בעיקרה, בהקשר של מדינה דמוקרטית, הגנה על הצדק ועל ערכים דומים שהם מערכי היסוד של המדינה הדמוקרטית, של המשטר שלה ושל חברת האזרחים בכללותה. גם כשהחקיקה עוסקת בתחום מסוים, כדוגמת הפעילות הרפואית או הפעילות הפיננסית, היא באה להשית על אותו תחום פעילות את החובה לנהוג במסגרתו בהתאם לערכי היסוד של המדינה, כדוגמת כבוד האדם. השמירה על ערך מסוים במסגרת פעילות אחת תהיה שונה מן השמירה על אותו ערך במסגרת פעילות אחרת, אבל בשני המקרים יהיה מדובר בביטויו של אותו ערך, כדוגמת כבוד האדם, שהוא מערכי היסוד של המדינה, המשטר שלה וחברת האזרחים שלה. מערכת הנורמות של האתיקה לא נועדה להגן על הצדק או על ערכים דומים, אלא על ערכי המקצוע, התפקיד, העיסוק או הארגון שעל הפרק. השמירה על האתיקה הרפואית היא, כמובן, שמירה על ערכי המקצועיות, הטיפול, המדעיות, האחריות להגנה רפואית על האדם וכיוצא באלה, שאינם נגזרות של ערך הצדק. האתיקה הרפואית כוללת נורמות המחייבות לשמור על הערכים הללו, כדוגמת נורמות בדבר רמת המסירות המתחייבת מגודל האחריות המוטלת על הרופא בטפלו באדם שלפניו. כשהאתיקה הרפואית נדרשת לכלול נורמות של שמירה על סודיות רפואית, על הסכמה מדעת לטיפול וכדומה, היא כוללת נורמות שהמשטר הדמוקרטי דורש מן הרופא לפעול על פיהן לשם מימוש עקרונותיה של המדינה. הפרת הנורמות של האתיקה המקצועית היא הפרה של הנאמנות למקצוע, לא פגיעה בערך הצדק או ערכים דומים לו. ההבדל בין משמעות ההפרה של הנאמנות למקצוע לבין משמעות הפגיעה בערכי המדינה מצדיק הבדל מכריע בשיטות ההגנה על הנורמות ועל הערכים שביסודן. האתיקה זקוקה לכלי הטיפוח המקצועי – חינוך, שכנוע, הטמעה, בירור, תיקון, שיפור. המשפט זקוק לכלי האכיפה – איום בסנקציה, חקירה, אישום, דיון משפטי, עונש. אין הבדל של ממש בין החשיבות של הנורמות האתיות לבין החשיבות של הנורמות המשפטיות. רצוננו הוא שרופא ינהג כראוי לרופא, על פי האתיקה הרפואית, ורצוננו הוא שהרופא ינהג כראוי לאזרח, על פי חוק המדינה ופסיקת בתי המשפט שלה. שתי המערכות חשובות, שתי המערכות הכרחיות. ראוי לקיים אותן על טהרת ההבדלים העמוקים ביניהן ולא כחלקים בהירארכיה נורמטיבית.[181]

מטעם דומה אין לצפות להקבלה שיטתית בין מערכת הנורמות של האתיקה לבין מערכת הנורמות של המשפט, כיוון שהתפקידים והערכים שונים. כשמדובר בתפקידים שונים, חזקה

---

181 לא עסקנו כאן בפרוטרוט במערכת השלישית, של הדין המשמעתי, השונה גם מן המערכת המשפטית וגם מן המערכת האתית, מפני שלא כאן המקום להבהיר את אופייה הייחודי.

על המבנים המשרתים תפקיד אחד שלא יתאימו למבנים המשרתים תפקיד אחר. כיוצא בזה כשמדובר בערכים שונים.

לסיכום, העיסוק באתיקה משול לשימוש במכון כושר ולא לשימוש בחדר מיון של בית חולים. כשמדובר בהתנהגות לא ראויה, מבחינה אתית, אין המדובר במחלה אקוטית שיש לרפאה אלא בהתנהגות ברמה שאינה מספקת, הדורשת שיפור הבריאות, טיפוח איכות החיים ומניעת מחלות מבעוד מועד. מאחר שקוד אתי אינו תרופה למחלה ולמצוקה, השלב הנכון ביותר להידרש אליו הוא בשעה שגרתית של בריאות מקצועית ולא בשעה שמחלה קשה מקננת בגוף. בדומה לזה, העיסוק בניסוחו של הקוד האתי, ולא פחות חשוב, העיסוק בהטמעתו האפקטיבית, הם עליות מדרגה איכותיות בסולם העיסוק המקצועי, הארגוני או התפקודי.

ב. מהי אתיקה מקצועית?

לאחר שראינו מהי אתיקה באופן כללי, נשאל את עצמנו מהי אתיקה מקצועית, בפרט. לאחר שנשיב לשאלה זו, נפנה להגדרת האתיקה בתחום התיווך הפיננסי.

פעילות מקצועית היא פעילות אנושית מיוחדת, מסוימת במטרותיה, דרכיה ותוצריה. אתיקה מקצועית עוסקת אפוא באידאל המעשי של ההתנהגות, במסגרת הפעילות המקצועית.[182] במאמר זה אנו מתמקדים באתיקה מקצועית, כדי לעסוק במקצועות המעורבים בתיווך הפיננסי, כדוגמת ייעוץ, שיווק, ניהול וכדומה, אולם בד בבד ניתן לעסוק גם באתיקה של ארגונים העוסקים בתיווך פיננסי, כדוגמת בתי השקעות, בנקים, חברות ביטוח וכדומה.[183]

האתיקה של כל מקצוע דורשת מכל בעל מקצוע נאמנות מעשית לערכים מסוימים, המשותפים לו ולכל בעל מקצוע אחר באשר הוא, אבל היא דורשת גם מכל בעל מקצוע נאמנות לערכים מיוחדים, המתאימים לזהות הייחודית של המקצוע שלו. היא דורשת מכל איש מקצוע לנהוג באופן ההולם תפיסה כללית של מקצועיות, שיש בה דרישות, בין השאר, לידע ולמיומנות, להתעדכנות, להבנה, ליושרה, ולא תסתפק באלה. בד בבד, אתיקה ארגונית בתאגיד מסוים דורשת מכל מי שפועל במסגרת תאגיד, באשר הוא, לנהוג באופן המבטא הבנה של אופי התאגיד ככזה, הבנה של חלוקת האחריות והסמכות במסגרת התאגיד, שמירה על אמון הציבור, ככל שהוא בא במגע עם התאגיד, ויושרה, אבל בצד כל אלה, האתיקה של תאגיד מסוים דורשת מכל מי שפועל במסגרתו נאמנות לערכים מיוחדים, המתאימים לזהות הייחודית של התאגיד.

האתיקה של כל מקצוע דורשת לבטא באופן מעשי נאמנות לערכים המאפיינים את זהותו של המקצוע – מערכת ערכים ועקרונות המבדילה בינו לבין מקצועות ועיסוקים אחרים. אפשר להבחין בין המקצועות השונים, בין השאר באמצעות ערך האחריות הייחודית שאנשי מקצוע חייבים לבטא כראוי בפעילותם המקצועית. האחריות המקצועית של הרופא אינה דומה

---

182 כשר ״אתיקה מקצועית״, לעיל ה״ש 171.

183 כפי שעולה מהסקירה המופיעה בחלק II.ד, ההתייחסות לתחום האתיקה בתחום התיווך הפיננסי בישראל, ככל שהיא קיימת, מופיעה במסגרות הארגוניות שבהן מתבצעת הפעילות האמורה ולא באמצעות מנגנונים המסדירים את האתיקה בתחומי המקצועות השונים הנכללים בתחום התיווך הפיננסי.

לאחריות המקצועית של המורה, כשם שהאחריות של יועץ השקעות אינה דומה לאחריות של ברוקר, וכן הלאה.

אתיקה מקצועית עניינה, כאמור, תפיסת ההתנהגות הראויה בתחום של פעילות מקצועית מסוימת. היא עומדת על תפיסה סדורה של זהות המקצוע. מכיוון שכך, זיהויה של אתיקה מקצועית כרוך במלאכה בעלת גוון פילוסופי – מלאכת הזיהוי של ייעוד הפעילות, הדרכים האופייניות למימוש הייעוד, הנחות היסוד של המקצוע ועוד. עם זאת, הגם שלמלאכת העיצוב של אתיקה מקצועית יש מרכיב פילוסופי, עליה להיות בעלת ביטוי מעשי, מפני שמעצם טיבה היא אמורה להדריך את ההתנהגות של אנשי המקצוע.

אתיקה מקצועית מסוימת כתפיסה סדורה של ההתנהגות הראויה במסגרת אותו מקצוע עומדת על שלוש תפיסות משנה. כל אחת מהן ניתנת להצגה בפני עצמה, ושלושתן יחד יוצרות את האתיקה המקצועית כולה. ביסוד החלוקה של התפיסה הכוללת לשלוש תפיסות משנה עומדת הבחנה לוגית: לפנינו פעילות מן הסוג של פעילות מקצועית, היא פעילות במסגרת מקצוע מסוים והיא מתבצעת בהקשר מסוים.

תפיסת המשנה **הראשונה** באתיקה של כל מקצוע היא תפיסה של המקצועיות. אפשר להציג אותה במתכונת של הצגה של ערך המקצועיות, המשותף לכל המקצועות. מה שנאמר ביחס ליועץ השקעות, למשל, כבעל מקצוע, יהיה נכון גם ביחס למנהל תיקי השקעות כבעל מקצוע, וכך גם למשווקת השקעות, לאנליסט, לשופטת, לרופא, לפסיכולוגית, לעורך דין, לעובדת סוציאלית, למפקד, למהנדס וכדומה. התפיסה של מקצוע מסוים עומדת, בין השאר, על עצם העובדה שזהו מקצוע, כלומר על תפיסה של המקצועיות.[184] המקצועיות מחייבת שליטה מלאה בגוף ידע רלוונטי, יכולת מובהקת להשתמש בארגז כלים מסוים לפתרון בעיות מסוג מסוים, שגרה של התעדכנות בתחומי הידע והמיומנות וכן הבנת הפעילות באופן המאפשר להעריך, לנמק, להסביר ולהצדיק החלטות מקצועיות וכל פעילות במסגרת המקצוע. התנהגות ראויה במסגרת תחום מקצועי מסוים חייבת אפוא לבטא את המקצועיות של הפעילות בתחום.

תפיסת המשנה **השנייה** של אתיקה מקצועית כלשהי היא תפיסת הזהות של המקצוע והיא אמורה לבדל כל מקצוע מן המקצועות האחרים, גם אם הם קרובים ודומים זה לזה. זהות של מקצוע קובעת, בין השאר, את תחום האחריות של הפעילות המקצועית ודרכים מקובלות ואופייניות למימוש האחריות הזאת. התנהגות ראויה במסגרת תחום מקצועי מסוים חייבת לבטא את האחריות ולממש אותה בדרכים המתאימות. יש זיקה בין מקצוע הרפואה למקצוע הסיעוד, אולם חרף הזיקה יש הבדלים בין הזהות המקצועית של הרפואה לזהות המקצועית של הסיעוד. יש דמיון בין מקצוע הפיקוד לבין מקצוע הניהול, אולם חרף הדמיון יש הבדלים בין הזהות המקצועית של המפקד לבין הזהות המקצועית של המנהל. יועץ השקעות ומנהל השקעות פועלים בתחום התיווך הפיננסי ויש ביניהם מן המשותף, כפי שנראה להלן, אולם יש ביניהם הבדלים משמעותיים, וגם בהם נחזור ונדון להלן.

---

184 Asa Kasher, *Professional Ethics and Collective Professional Autonomy: A Conceptual Analysis*, 12 ETHICAL PERSPECTIVES 67, 98 (2005). כוונתנו כאן לתפיסה מושגית של המקצועיות, המחייבת ניתוח מושגי פילוסופי, ולא לאפיון סוציולוגי, העשוי להתמקד בהכשרה, הסמכה ורכיבים מעשיים אחרים המבטאים, בהקשר חברתי מסוים, אחדים מן המרכיבים המושגיים של המקצועיות.

תפיסת המשנה **השלישית** של אתיקה מקצועית כלשהי היא תפיסה של ההקשר שבו מתבצעת הפעילות המקצועית. כאשר הפעילות המקצועית מתנהלת במדינה דמוקרטית, שהערך המוסרי של שמירה על כבוד האדם ממלא תפקיד מרכזי במשטר שלה, חייב כל בעל מקצוע לפעול באופן שיש בו שמירה על כבוד האדם. מרכיב זה משותף כמובן גם לאנשי המקצועות השונים ולכל מי שפועל במסגרת החברתית הכללית.[185] בתפיסת משנה זו באה לידי ביטוי גם תפיסה של אחריות חברתית האמורה למצוא ביטוי בהתנהגות הראויה של בעלי המקצוע, הגם שאינה נובעת מתפיסת המקצועיות וגם לא מתפיסת הזהות המקצועית.[186]

ג. מהי אתיקה מקצועית בתחום התיווך הפיננסי?

האמור בפסקאות הקודמות בדבר שלושת מרכיביה של אתיקה מקצועית כלשהי חל, כמובן, גם על אתיקה מקצועית של מקצוע בתחום התיווך הפיננסי. במאמר זה אין צורך בתיאור של תפיסת המשנה של המקצועיות מעבר למה שנאמר לעיל ויוצג בהמשך. עיקרו של חלק זה במאמר הוא בפיתוח תפיסות המשנה של הזהות המקצועית במקצועות התיווך הפיננסי. כאמור, קוד אתי של כל מקצוע כזה אמור לשקף תפיסה של הזהות המקצועית שלו.

נפתח חלק זה של פיתוח הזהות המקצועית בכל אחד ממקצועות התיווך הפיננסי בהצגת שלושה ערכים האמורים להיכלל בזהות המקצועית של כל אחד ממקצועות אלה. הם יעזרו לנו להבחין בין מקצועות אלה לבין מקצועות אחרים, אולם צירופם אינו אפיון מלא של הזהות המקצועית של אף לא אחד ממקצועות התיווך הפיננסי. כל אחד מאלה אמור להיות בעל זהות ייחודית משלו, וכל עוד לא אופיין באופן המבדיל בינו לבין המקצועות הסמוכים לא הסתיימה מלאכת האפיון של הזהות המקצועית שלו.

לדידנו, פעילותו הישירה והעקיפה של המתווך הפיננסי מיועדת בעיקרה לטובתו של המשקיע ולשיפור מצבו הפיננסי, וזאת מבלי להתעלם מן האופי העסקי של השירות שמגיש המתווך הפיננסי למשקיע. טובת המשקיע נמצאת במוקד הפעילות של המתווך הפיננסי, בין שמדובר בשירותים ״פשוטים״ של ברוקראז׳ ופעולות ביצוע בניירות ערך ובין שמדובר בשירותים ״מורכבים״, כגון מחקר ואנליזה, ייעוץ השקעות, ניהול תיקי השקעות ושיווק השקעות, המיועדים להשפיע על תהליך קבלת ההחלטות של המשקיע ולעתים אף לאפשר קבלת החלטות נאותה מטעמו ובמקומו. כאמור, ייחודיות זו באה לידי ביטוי בעיקר בחלקו השני של הקוד האתי, העוסק בייחוד המקצועי ומשתקפת, לפי הצעתנו, בשלושת הערכים

---

185 דיונים רבים באתיקה מקצועית מצטיירים כדיונים בהשפעותיה של תפיסת מוסר מסוימת על הפעילות בתחום המקצועי שעל הפרק, כדוגמת רפואה, לחימה, הנדסה, עריכת דין, שפיטה וכדומה. לדעתנו, המוקד העיקרי של יישום עקרונות מוסר לפעילות מקצועית, במסגרת אתיקה מקצועית מחייבת, הוא תפיסת המשנה השלישית, כשמדובר בפעילות מקצועית המתבצעת במסגרת מדינה דמוקרטית. מדינה כזו דורשת פעילות לאור עקרונות המשטר, שחלק מהם בעלי אופי מוסרי מובהק, כדוגמת הרעיון המוסרי של כבוד האדם, שהוא רחב ועמוק הרבה יותר מן הבא לידי ביטוי בחוק יסוד או בסעיף בחוקה כלשהי בעניין זה.

186 אסא כשר ״אחריות חברתית: מוסר, אתיקה ומשמעות החיים״ **אחריות ציבורית בישראל** 84 (רפאל כהן־אלמגור, אורי ארבל־גנץ ואסא כשר עורכים, 2012).

המשותפים לבעלי כל המקצועות בתחום התיווך הפיננסי: ״טיפוליות פיננסית״, ״שירות שיפורי״ ו״עסקיות״. נתבונן להלן בתוכנו של כל אחד מהם ונצביע על מקומו באתיקה של כל מקצוע בתחום.

1. טיפוליות פיננסית

היחס שבין מטפל לבין מטופל מתבטא בהתנהלות המקצועית בתחומים שונים של החיים. הדוגמה הראשונה העולה על הדעת היא היחס הטיפולי של רופא אל חולה שהוא מטפל בו, אולם אנחנו מציעים להבין באופן מקביל את היחס של בעל מקצוע בתחום התיווך הפיננסי אל הלקוח שלו. בדרך כלל, כשאנחנו מתבוננים בהקשר טיפולי אנחנו רואים (א) אדם במצב שבו הוא עומד בפני בעיה בתחום מסוים של חייו; (ב) אותו אדם סבור, בדרך כלל בצדק, שאינו יכול לפתור את הבעיה שלפניו בכוחות עצמו; (ג) הוא מבקש עזרה מאדם אחר, האמור לעזור לו לפתור את הבעיה; (ד) האדם האמור לעזור בפתרון הבעיה הוא בעל מקצוע בתחום של פתרון בעיות מן הסוג הזה; (ה) האדם האמור לעזור בפתרון הבעיה אמור לשאת באחריות מרכזית לאיכות הפתרון, במסירות, באמינות ובשקיפות הנדרשת.

יחס הטיפוליות בתחומי המקצועות הרפואיים מתבטא במצבים שבהם המטופל ״עומד בפני בעיה״ רפואית, כדוגמת מחלה. בעיה שמעוררת מחלה היא בדרך כלל בעלת שתי תכונות מרכזיות: ראשית, היא מאובחנת בתור שכזו באופן אובייקטיבי, ושנית, היא גורמת למטופל סבל או קושי, מפני שהיא סטייה לרעה מן המצב הרגיל שהוא נמצא בו. חשוב להבין ששתי התכונות האלה אינן הכרחיות. יחס הטיפוליות יכול להתקיים כשאדם עומד בפני בעיה של הרצון לעבור ממצב אחד למצב אחר מטעמים סובייקטיביים לחלוטין. לדוגמה: אדם בעל תואר שני בתחום כלשהו מבקש ממרצה בכיר שידריך אותו בעבודת דוקטור. ההדרכה האישית בכתיבת עבודת דוקטור היא ממשפחת הפעילויות הטיפוליות, אבל אין טעם לומר על בעל תואר שני המעוניין לכתוב עבודה לשם קבלת התואר השלישי שהמרצה יוכל לאבחן את בעיית הרצון של הסטודנט כשם שרופא יכול לאבחן מחלה אצל מטופל. כך, אדם יכול להימצא במצב שבו הוא מעוניין לשנות, גם אם אין במצב הזה סטייה כלשהי מן המצב הרגיל שהוא נמצא בו וגם אין בו כל סבל או קושי. אדם המתייצב בפני מאמן כושר אישי הוא אדם שברצונו לעבור מן המצב הגופני שלו למצב גופני אחר, טוב יותר מנקודת מבטו ומנקודת המבט של המאמן, אולם במצב הנתון שלו אין סטייה מן המצב הרגיל שהוא נתון בו, אין סבל ואין קושי כלשהו שהאימון אמור לעזור לו להתמודד אתו.

אדם הנמצא במצב שבו הוא רוצה לשפר את המצב הפיננסי שלו מקביל לאדם הנמצא במצב שבו הוא רוצה לשפר את הכושר הגופני שלו. כל אחד מהם יודע שאינו יכול לחולל בעצמו את השינוי המבוקש. הוא זקוק לעזרה. כל אחד מהם מבקש את העזרה הדרושה לו מאדם, בעל מקצוע, האמור להיות מסוגל להגיש את העזרה המבוקשת, מפני שבזה עיסוקו המקצועי, בפתרון בעיות השתפרות בתחום מסוים, תחום הכושר הגופני או הכושר הפיננסי. כל הפונה לבעל המקצוע המתאים כדי לקבל עזרה מסוימת מניח שבעל המקצוע יטפל בו, יציע מסלול מעשי מסוים שישפר את המצב בתחום שעל הפרק, ישא באחריות לבחירה מוצלחת של מסלול מתאים, יעזור לו להתקדם במסלול המוצע, המתאים לו, ויעשה זאת במסירות, באמינות ובשקיפות הדרושה, המחייבת מתן הסברים שהפונה זקוק להם או אפילו מבקש לקבלם כדי להתקדם במסלול שלפניו.

2. שירות שיפורי

במשפחת היחסים הטיפוליים ניתן להבחין בין סוגים שונים, בהתאם לחלקו של המטופל בהגדרת הבעיה שהוא מבקש עזרה בפתרונה ובהתאם לחלקו בקביעת הפתרון. חלקו של אדם הפונה לרופא כדי לקבל עזרה בהגדרת הבעיה הוא חשוב אבל לא גדול. על סמך תלונתו יערוך לו הרופא בדיקות מתאימות ויאבחן את מצבו, הווי אומר, יגדיר את הבעיה. הרופא אמור להציע פתרון לבעיה הרפואית, ואם הפונה כשיר וצלול הוא יחליט אם הוא מקבל על עצמו את הפתרון הרפואי או לאו. גם במקרה זה חלקו של המטופל בקביעת הפתרון הוא חשוב אבל לא גדול. לעומת זאת, חלקו של הסטודנט הפונה למרצה כדי לקבל הדרכה בכתיבתה של עבודת דוקטור גדול הרבה יותר. הדברים נכונים גם באשר להגדרת הבעיה, כשהיא הצורך בהדרכה בכתיבת עבודה בנושא מסוים או לפחות בשטח מסוים, וגם בקביעת הפתרון, שהרי המדריך לא יכתיב לסטודנט את פרטי עבודתו ולעתים אף לא את המבנה שלה, אלא רק יעזור לו ללכת בדרך שבחר בה, ככל שהיא סבירה באופן מקצועי ומתאימה לנסיבות.

ערך השירות (או השירותיות) מחייב שיתוף פעולה עם אדם הבא לבקש עזרה מקצועית, בנסיבות שבהן יהיה לאותו אדם חלק מכריע בהגדרת הבעיה שהוא מבקש לקבל עזרה בפתרונה וגם חלק חשוב בבחירת הפתרון. בנסיבות כאלה, מבקש השירות קובע במידה רבה, אם גם לא מלאה, את מתכונת השירות שיקבל.

שירות שבעל מקצוע מגיש יכול להיות בעל מגמות שונות. השירות שדיירי בניין רב־קומות מקבלים מחברה הבודקת באופן מקצועי את תקינות המעליות נועד לאיתור מוקדם ככל האפשר של תקלות אפשריות. הוא אינו משפר את איכות הפעולה של המעלית. לעומת זאת, בעל מקצוע המדריך אדם במתן טיפול פסיכותרפי מגיש לו בזה שירות שנועד לשפר את הפעילות של העובד הסוציאלי או הפסיכולוג העוסק בפסיכותרפיה, ובעקיפין גם את מצבו של המטופל על ידיו.

בעל מקצוע בתחום התיווך הפיננסי מגיש לאדם המבקש את עזרתו ״שירות שיפורי״. זהו שירות, מפני שמקבל העזרה קובע את הבעיה שהוא מבקש עזרה בפתרונה ובמידה רבה, אם כי לא מלאה ואף לא הגדולה ביותר, גם את מתכונת הפתרון. זהו שירות שיפורי, מפני שמגמת הבקשה ומגמת העזרה הן לשפר את מצבו הפיננסי של האדם הבא לקבל עזרה מבעל המקצוע בתחום התיווך הפיננסי.

3. עסקיות

טיפול בכלל וטיפול מן הסוג של שירות שיפורי בפרט יכולים להתבצע בהקשרים שונים. רופא יטפל במטופל, אם במסגרת הסדרי תשלום פרטיים ואם במסגרת הסדרי ביטוח ומשכורת ארגוניים. רופאים רבים יאפיינו את הזהות המקצועית שלהם במונחי אחריות לחיי אדם, בריאותו ואיכות חייו, ויראו בתשלום הפרטי או במשכורת הארגונית היבט ארגוני מכורח הנסיבות הכלכליות. לעומת זאת, בעל מקצוע בתחום צבעות רכב, לדוגמה, עשוי לראות את העיסוק המקצועי שלו כמתכונת נוחה לפרנסה ותו לא, הגם שהפעילות בו מחייבת עמידה בסטנדרטים מקצועיים מסוימים. בעלי מקצוע הפעילים במסגרת חברה עסקית יכולים לפעול במגמה שונה. יהיה עליהם לבצע את תפקידם המקצועי כראוי, מצד אחד, ולערוך שיקולים כלכליים לטובת בעלי המניות של החברה, מצד אחר. לשם הפשטות, נניח כאן שהם אינם מגיעים אף פעם למצבים שבהם מתגלית סתירה בין התפקיד המקצועי לבין השיקול הכלכלי

(להלן נעסוק באפשרויות של מתח בין מרכיבי הטיפוליות והשירותיות לבין המרכיב הכלכלי). בעל מקצוע בתחום עסקאות נדל״ן, במסגרת חברה שזה עיסוקה, יגיש טיפול, מן הסוג של שירות שיפורי, לאדם המבקש לשפר את איכות הנדל״ן שלו באמצעות עסקה הולמת. בעל המקצוע בתחום התיווך הנדל״ני יכול להיות בעל התמחות בעסקאות נדל״ן מסוגים מסוימים שהוא עוסק בהם משיקולי הרווחים של בעלי המניות. מומחיות כזו אינה מפריעה לו להגיש לזקוקים לכך טיפול נדל״ני, שירות שיפורי מקצועי בתחומי התיווך הנדל״ני.

בעל מקצוע בתחומי התיווך הפיננסי דומה לבעל המקצוע בתחומי התיווך הנדל״ני. שניהם מגישים טיפול לאדם המבקש את עזרתם בשיפור האיכות של נכסים מסוג מסוים. שניהם מגישים טיפול מן הסוג של שירות שיפורי, ושניהם עושים זאת, בנסיבות הפעילות הטבעיות של מקצועות התיווך, במסגרת שיש לה שיקולים עסקיים משמעותיים לטובת עצמה.

אם כן, פעילות מקצועית בתחום התיווך הפיננסי מבטאת, כשהיא מתבצעת כראוי, את ערכי הטיפוליות הפיננסית, השירות השיפורי והעסקיות. נשאלת אפוא השאלה אם ההסדרה הנוכחית של הפעילות המקצועית בתחומי התיווך הפיננסי בישראל מציעה תפיסה חלופית, השונה מן התפיסה שהוצגה לעיל, בנוגע לפעילות זו. להלן נדון בשאלה זו ובעקבותיה בערכים המייחדים מקצועות מסוימים בתחום התיווך הפיננסי ולאחריהם בעקרונות ובכללים הנגזרים מהם.

ד. אתיקה בתחום התיווך הפיננסי בישראל – תמונת מצב

בעוד בארצות הברית ההסדרה האתית של תחום התיווך הפיננסי מפותחת יחסית,[187] בישראל

---

187 ראו למשל דוגמה לקוד אתי בעל מאפיינים ראויים, אשר מביא לידי ביטוי את שלושת ערכי היסוד – טיפוליות פיננסית, שירות שיפורי ועסקיות: הקוד האתי של איגוד יועצי ההשקעות (The Investment Adviser Association). איגוד זה, המייצג את האינטרסים של יועצי ההשקעות הרשומים ברשות לניירות ערך האמריקנית, רואה את עצמו כמי שלקח חלק חשוב בתהליכי חקיקת חוק יועצי ההשקעות משנת 1940 – לטענת הארגון, העקרונות שהוא פיתח בדבר התנהגות נאותה של יועצי השקעות היו בשימוש הקונגרס והרשות לניירות ערך כבסיס לדברי חקיקה ותקנות. והיו מקור השראה לבית המשפט העליון האמריקני בפסיקותיו שהגדירו את חובת האמון (fiduciary). האיגוד מכיל כיום יותר מ־5,000 פירמות החברות בו. סעיף I(3): "The duty to seek best execution for client securities transactions where the adviser directs such transactions". דוגמאות בינלאומיות נוספות ניתן לראות בקוד האתי של Chartered Financial Analyst, מוסד בינלאומי המאגד יותר מ־109,000 אנליסטים להשקעות, www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2010.n14.1 וכן במדריך של ארגון ה־CFA, אשר מחזיק 220 עמודים ונועד להדריך וללוות את היועץ הפיננסי המבקש להוציא לפועל את כללי האתיקה המקצועיים – CFA *Standards of Practice Handbook* (2010) – סעיף III.A. לקוד: "Loyalty, Prudence, and Care. Members and Candidates have a duty of loyalty to their clients and must act with reasonable care and exercise prudent judgment. Members and Candidates must act for the benefit of their clients and place their clients' interests before their employer's or their own interests"; וסעיף III.C.1.b לקוד: "Determine that an investment is suitable to the client's financial situation and consistent with the client's written objectives, mandates, and constraints before making an investment recommendation or taking investment action". ראו גם את הקוד האתי של CIIA (Certified International Investment Analyst), גוף אירופאי המאגד כ־60,000 אנליסטים של השקעות, מנהלי תיקי

הנושא עדיין בחיתוליו והפעילות האתית הוולונטרית בתחום התיווך הפיננסי מועטה וחסרה. מבחינה שנערכה בקרב 17 בתי ההשקעות בעלי תיקי ההשקעות הגדולים בישראל[188] ובקרב איגוד מקצועי (איגוד מנהלי השקעות[189]) עולה כי בתשעה מתוך בתי ההשקעות לא קיים קוד אתי או שהקוד הקיים אינו מפורסם לציבור,[190] וכן כי לאיגוד המקצועי אין כלל קוד אתי.[191] בשמונת בתי ההשקעות הנוספים קיימים קודים אתיים פומביים,[192] אך גם קודים אלו אינם עומדים בסטנדרטים של קוד אתי נאות בתחום התיווך הפיננסי; הם אינם מבטאים תפיסה סדורה של זהות המקצוע או העיסוק כפי שעולה כדרישה מניתוח מאפייני הקודים: התייחסות הקודים לתפיסת הזהות המקצועית (או העיסוקית) והארגונית והתייחסותם למנגנון ההטמעה. עם זאת, נבקש לתאר להלן היבטים אחדים של הקודים הפומביים שיש לנו עניין בהם בהקשר הנוכחי.

תפיסת הזהות: קשה למצוא בקודים האתיים הפומביים סממנים לתפיסת זהות ייחודית של תחום או מקצועות התיווך הפיננסי.[193] ניתן לראות התייחסות מינורית לערך ה״שירות״[194]

השקעות ויועצי השקעות. מדובר בקוד מובנה, המנוסח לרוב באמצעות ״כללי עשה״ ומטרתו המוצהרת הנה ביסוס סטנדרטים אתיים ומקצועיים – במטרה להבטיח סטנדרט אתי גבוה ככל שניתן (www.aciia.org/files/ACIIA_Principles_of_Ethical_ConductJune_05.pdf).

188 דן אנד ברדסטריט ״דירוג בתי השקעות״ (2012) duns100.dundb.co.il/ts.cgi?tsscript=/2012h/e32a9.

189 איגוד הכולל חברות אשר קיבלו רישיון לניהול תיקי השקעות מהרשות לניירות ערך, חברות לשיווק השקעות וחברות לייעוץ השקעות, איגוד מנהלי השקעות ״פעילות ענפית״ www.chamber.org.il/Content.aspx?code=3202&cat=1667&mn=10. נכון לשנת 2011 האיגוד מאגד כ־100 חברות קטנות הפעילות בתחום ניהול תיקים, המנהלות נכסים בהיקף של פחות ממיליארד ש״ח – אסא ששון ונועם בר ״הרשות יוזמת חוקים – ומנהלי התיקים הקטנים נעלמים״ **TheMarker** 36 (17.2.2011). לאמתו של דבר, כבר בשמו של האיגוד, ״איגוד מנהלי השקעות״, אין התייחסות מפורטת ומדויקת המבחינה בין המקצועות השונים המאוגדים בתוכו. על אף הצהרות האיגוד שהוא פועל להציב סטנדרטים ולקבוע כללי אתיקה (״האיגוד פועל בעיקר מול הרשות לניירות ערך, משרד האוצר וועדת הכספים של הכנסת, בכדי לקדם את מעמד מנהלי תיקי ההשקעות, משווקי ויועצי ההשקעות. האיגוד שם לו למטרה להיות **הארגון המוביל בישראל בתחום ניהול וייעוץ השקעות בהיבט מקצועי ואתי**. מטרת האיגוד **להציב סטנדרטים גבוהים לעוסקים בענף**, הוגנות ושקיפות למשקיעים, סיוע ותמיכה ביצירת שוק הון משוכלל ותחרותי וכן **קביעת כללי אתיקה מקצועית לעוסקים בענף״**) איגוד מנהלי השקעות ״פעילות ענפית״ www.chamber.org.il/Content.aspx?code=3202&cat=1667&mn=10, עולה בבירור טלפוני כי לאיגוד עצמו אין קוד אתי, דבר שעשוי היה לסייע בקידום תכליתו זו.

190 ״אקסלנס נשואה״; ״כלל פיננסים״; ״דש איפקס״; ״מגדל שוקי הון״; ״תכלית בית השקעות״; ״ילין לפידות״; ״פעילים ניהול תיקי השקעות״; ״הלמן – אלדובי פיננסים״; ״איילון בית השקעות״ (ל״איילון בית השקעות״ אין מסמך אשר מפורסם לציבור הנושא כותרת ״קוד אתי״, אך יש מסמך הנושא את הכותרת ״אמנת שירות״, המכיל תכנים דומים לאלו המוצגים בקודים האתיים של בתי ההשקעות האחרים). מהבדיקה עלה כי לבתי ההשקעות האלו אין קוד אתי פומבי באתר האינטרנט של החברה. חלק מבתי ההשקעות האמורים השיבו, באמצעות שיחות טלפון ותכתובות אלקטרוניות, כי יש להם קוד אתי אך לא גילו נכונות לפרסמו.

191 קיומו של קוד אתי היה עשוי לסייע לאיגוד לקדם את תכליתו, ראו לעיל ה״ש 189.

192 ״פסגות״; ״הראל פיננסים״; ״אינפיניטי בית השקעות״; ״בית השקעות אי.בי.אי.״; ״אלטשולר שחם״; ״אנליסט אי.אמ.אס. – שירותי ניהול השקעות בע״מ״; ״מנורה מבטחים פיננסים״; ״מיטב בית השקעות״. פומביות הקודים נובעת מהיותם נגישים באתרי האינטרנט של בתי ההשקעות.

193 ראו חלק II ה. 2.

ולנגזרות של ערך הטיפוליות הפיננסית כ"רגישות לסביבה עתירת סיכונים פיננסיים"[195] ו"רגישות לסביבה עתירת ניגודי עניינים".[196]

ראוי לציין כי חלק מבתי ההשקעות שאינם מפרסמים קוד אתי פומבי מתייחסים במידה מסוימת לתפיסת הזהות של ארגונם במסמכים שונים, שלא במסגרת הקוד האתי.[197] אין

---

194 הקוד האתי של "פסגות" מצהיר כי "אנו עושים כל העת את מרב המאמצים בחתירה להישגים מקצועיים מיטביים, על־מנת לספק ללקוחותינו מוצרים ברמה הגבוהה ביותר ושירות אישי ומקצועי, ולהצדיק את האמון הרב שלקוחותינו נותנים בנו בכל הנוגע לניהול כספם. כל זאת תוך שיפור מתמיד, זיהוי צורכי הלקוחות, מתן מענה ענייני ומתאים, מתן מידע מלא וברור [...]"; להלן ה"ש 203. בקוד האתי של "אינפיניטי בית השקעות" נאמר "חתירה להשגת תוצאות טובות בהתאם לרמות הסיכון המתאימות ולצרכי הקופה תוך שמירה קפדנית על מגבלות והוראות הדין"; להלן ה"ש 201. הקוד האתי של "מיטב בית השקעות" מצהיר כי "מיטב עושה כל שביכולתה להשיג תוצאות מצוינות עבור לקוחותיה על־ידי אימוץ נורמות של למידה, התעדכנות, חדשנות, קידמה טכנולוגית ויוזמה בתחומים המקצועיים השונים" וכן כי "מיטב שואפת להבנת צרכי הלקוח ומקפידה על עמידה ברף הציפיות של הלקוח"; להלן ה"ש 203.

195 חלק ד לקוד האתי של "אי.בי.אי בית השקעות" מבהיר כי "החברה רואה לנגד עינה את טובת הלקוחות [...] והנה קשובה הן למתרחש בשוק והן לצורכיהם המשתנים של הלקוחות [...]"; להלן ה"ש 203. "מיטב בית השקעות" מבהירה בקוד האתי כי "מיטב דוגלת בהענקת שירות איכותי ומקצועי ללקוחותיה המתבסס על תיאום ציפיות, עמידה בהבטחות והתאמת צרכיהם"; להלן ה"ש 203.

196 "אנו בפסגות נמנעים מכל פעילות העלולה לעמוד בסתירה למחויבות ללקוחות ו/או להעמידנו במצב של ניגוד עניינים, נמנעים מקבלת כל טובת הנאה אישית אסורה, ומניצול תפקידנו להשגת רווחים אישיים". ראו פסגות, להלן ה"ש 203. בקוד האתי של "הראל פיננסים" ניתן לראות הרחבה מסוימת בנושא זה על דרישות החוק. הקוד קובע בעניין גילוי ניגוד עניינים והימנעות ממעורבות בנושאים בהם יש לעובד עניין אישי, בעוד שהוראות חוק החברות, התשנ"ט–1999 ("חוק החברות") קובעות את הכללים לגבי טיפול באירועים בהם יש ניגוד עניינים (או פוטנציאל לניגוד עניינים) בין נושא משרה בחברה (כהגדרתו בחוק החברות) לבין החברה עצמה. על עובדים אשר אינם נופלים לגדרי המונח 'נושא משרה' בחוק החברות יחול כלל דומה; ס' 4 לקוד האתי, להלן ה"ש 209. ראו גם עמ' 5 לקוד האתי של "אלטשולר שחם", להלן ה"ש 201, תחת הכותרת "הימנעות מניגוד עניינים וגילוי נאות" נכתב כי החברה ועובדיה "ימנעו, ככל שניתן ובהתאם לכל דין, מפעילות העלולה לעמוד בסתירה למחויבות ללקוחותיה ו/או להעמיד את החברה ו/או את העובדים במצב של ניגוד עניינים. בכל מצב בו עלול להתעורר מצב של ניגוד עניינים יתנו על כך החברה ו/או העובד הרלוונטי גילוי נאות מלא ושקוף ויעשו כמיטב יכולתם על־מנת לפתור את ניגודי העניין. אנו מתחייבים להימנע מניצול תפקידנו להשגת רווחים אישיים".

197 "כלל פיננסים" מצהירים תחת הכותרת "אמנת שירות" כי **משווקי ההשקעות ומנהלי התיקים** של "כלל פיננסים" מתחייבים "מתוך מחויבות אמיתית למקצוע, ללקוחות לארגון אותו אנו מייצגים" לעמוד בכמה התחייבויות: "להעניק את השירות המקצועי הטוב ביותר, ברמה הגבוהה ביותר – במהירות, ביעילות ובסובלנות; לעשות כל מאמץ בכדי לזהות ולהבין את צרכיו ורצונותיו של כל לקוח ולהציע מענה מדויק, יעיל ומקצועי; למסור ללקוחותינו מידע אמין, מקצועי ובדוק; לעקוב באופן מתמיד אחר מגמות חדשות בשוק ההון; להגן על האינטרסים של לקוחותינו ולשמור על דיסקרטיות מוחלטת ועל פרטיותם המלאה; להיות ראויים לאמון לקוחותינו ולהוות דוגמה ליושר אישי, ניקיון כפיים ונאמנות חסרת פשרות לעקרונות; לנהוג כלפי לקוחותינו ביחס של כבוד והערכה; ליצור אווירה של שותפות וזהות אינטרסים מלאה עם הלקוח. הרווח של הלקוח הוא הרווח שלנו; לייצג את כלל פיננסים בצורה המכובדת ביותר, כפי שמתבקש מעובדי בית

בתפיסת זהות כלשהי המתבטאת במסמכים כאלה דבר מה שיחרוג מהתפיסה המתבטאת בערכי הטיפוליות הפיננסית והשירות השיפורי. עם זאת, כפי שנראה להלן, התפיסה של כל מקצוע של תיווך פיננסי כוללת יותר מאשר מופיע במסמכים הללו.

תפיסת זהות ראויה ניתן לראות בקודים אתיים זרים, למשל קודים ייחודיים לבעלי מקצועות התיווך הפיננסי השונים.[198]

ערכים: ערך המקצועיות[199] עובר כחוט השני ברוב הקודים האתיים הפומביים.[200] עם זאת, ניתן לראות כי לרוב מדובר בניסוח כללי ולקוני, ללא תפיסה סדורה של מקצועיות, ולכן ללא ביטויים מעשיים שיוכלו להדריך להתנהגות הראויה.[201] שניים מבין העקרונות המוצגים בהמשך מאמר זה כעקרונות המבטאים את ערך המקצועיות הראויה בתחום המקצועות של התיווך הפיננסי[202] זוכים להתייחסות (מינורית לרוב) בארבעה מהקודים האתיים הפומביים – ידע, מיומנות והתעדכנות[203] וכן עקרון כבוד המקצוע.[204] כמו כן, חלק מהעקרונות שנמנים

ההשקעות המוביל בישראל״ (www.cfb.co.il/homex/1,1357,2549,00.html); ״איילון בית השקעות״ מפרסם ״אמנת שירות״, אשר במסגרתה מוצהר על ידי החברה: ״אנו עובדי איילון בית השקעות מאמינים כי לקוחותינו ראויים לניהול ההשקעות הטוב והאיכותי ביותר ולקבלת שירות מקצועי, אמין ואדיב, תוך שמירה על סודיות ודיסקרטיות מוחלטת״, ובהמשך האמנה יש כמה התחייבויות: ״להעמיד במקום הראשון את שביעות רצון הלקוחות ולפעול להשגתה ללא לאות; להעניק ללקוחותינו שירות מקצועי ברמה הגבוהה ביותר, באמינות, במהירות, בשקיפות, בהגינות ובסובלנות; לעשות את המירב להבנת צרכיו ורצונותיו של הלקוח, תוך מתן פתרונות יעילים ומענה מהיר ומלא לצרכים ורצונות אלה; ליצור אווירת שיתוף פעולה, הקשבה וזהות אינטרסים מלאה עם הלקוח; לשאוף לשיפור תמידי ברמת התשואות שאנו משיגים בתיקים; ולשמור על סודיות ודיסקרטיות מוחלטת (כפוף להוראות כל דין)״ (bit.ly/NB8xCg).

198 ראו למשל לעיל ה״ש 185.

199 ראו חלק II. ה.1.

200 בשישה מתוך שמונת הקודים יש התייחסות ישירה ל״מקצועיות״, ״מקצוענות״ או ״מומחיות״ כערך או בסיס לפעילות.

201 הקוד האתי של ״אינפיניטי בית השקעות״ מסתפק בהצהרה ״יישום איכותי של יכולת מקצועית פיננסית, חתירה להשגת תוצאות טובות בהתאם לרמות הסיכון המתאימות ולצורכי הקופה תוך שמירה קפדנית על מגבלות והוראות הדין״ תחת הכותרת ״מקצוענות״ (bit.ly/M1blpG); בעמ׳ 3 לקוד האתי של אלטשולר שחם מצהירים כי ״עובדיה ישרתו את לקוחות החברה ביושרה ובאופן המקצועי ביותר״ (www.as-invest.co.il/aboutus/ethics/.aspx).

202 ראו חלק II ה. 1.

203 בית ההשקעות ״פסגות״ מצהיר בקוד האתי, תחת הכותרת ״מקצועיות, מצוינות ואחריות כלפי הלקוחות״ – ״אנו עושים כל העת את מרב המאמצים בחתירה להישגים מקצועיים מיטביים [...] תוך שיפור מתמיד [...] והקפדה על שימור וקידום הידע והמיומנויות המקצועיות של כל אחד מאיתנו״ (www.psagot.co.il/heb/obligationresponsibility/moralcode/.aspx); בקוד האתי של ״אי.בי.אי בית השקעות״, תחת הערכים ״מקצועיות״ ו״חדשנות״ נכתב: ״ערכי החדשנות באים לידי ביטוי בהכרה מעמיקה של השווקים הפיננסיים ובבחינת סל המוצרים והכלים החדשים הניתנים לשילוב בסל השירותים הפיננסיים, זאת לאחר ביקורת ובדיקת איכות מעמיקים״ (חלק ד׳ לקוד האתי bit.ly/KaY9NR). ״החברה ועובדיה ישאפו למצוינות בכל תחומי פעילותם, יאמצו נורמות למידה ועדכון הידע והמיומנות שצברו״; עמ׳ 3 לקוד האתי של ״אלטשולר שחם״, לעיל ה״ש 201. תחת הכותרת ״מומחיות – בתחום הפיננסיים אנו המומחים״ מוצהר בקוד האתי של ״מיטב בית השקעות״ כי ״מיטב שואפת לבקיאות ושליטה בכל הנושאים שבתחומי אחריותה

להלן במסגרת ערכי המעטפת החברתית[205] באים לידי ביטוי, במינונים שונים, בכל שמונת הקודים האתיים הפומביים. בין היתר, ניתן לראות התייחסות לעקרון ערכי הדמוקרטיה,[206] לאחריות לסביבה החברתית[207] ולעקרון שלטון החוק. נדמה שהעיקרון האחרון שולט בצורה

ומקפידה כי עובדיה ירחיבו את ידיעתם ויתעדכנו באופן שוטף בתחומי עיסוקם״ (www.meitav.co.il/category/code_of_ethics).

204 ״אנו מחויבים לנקוט בכל האמצעים האפשריים על־מנת להצדיק את האמון הרב של לקוחותינו בנו כגוף המנהל את כספם וחסכונותיהם האישיים״; חלק ד׳ לקוד האתי של ״אי.בי.אי בית השקעות״, לעיל ה״ש 201; ״אנו עושים כל העת את מרב המאמצים בחתירה להישגים מקצועיים מיטביים, על־מנת לספק ללקוחותינו מוצרים ברמה הגבוהה ביותר ושירות אישי ומקצועי, ולהצדיק את האמון הרב שלקוחותינו נותנים בנו בכל הנוגע לניהול כספם״; הקוד האתי של ״פסגות״, לעיל ה״ש 203. ״התנהגות מהימנה והוגנת, לעמיתים, לזכאים [...] הצדקת אמון העמיתים והזכאים בנו, הגנה על פרטיותם המלאה ודאגה מירבית לאינטרסים שלהם״; הקוד האתי של ״אינפיניטי בית השקעות״, לעיל ה״ש 201. ״מיטב מכבדת את אמון לקוחותיה ושואפת לתת להם וודאות שהם בידיים מקצועיות, יציבות ובטוחות״, הקוד האתי של ״מיטב בית השקעות״ תחת הכותרת ״מומחיות – בתחום הפיננסיים אנו המומחים״; לעיל ה״ש 203.

205 ראו חלק II ה.3.

206 ראו למשל, בקוד האתי של ״פסגות״, תחת הכותרת ״ניהול עסקים ביושר, הגינות ואמינות, ומתן כבוד לכל אדם״, מצהירים כי ״מכבדים כל אדם באשר הוא, ונוהגים בכבוד בלקוחות, שותפים, ספקים, מתחרים ובינינו לבין עצמנו״, ובהמשך ״נמנעים מפגיעה בזכות קניין של המתחרים ומשימוש באמצעים לא חוקיים או לא כשרים לשם פגיעה במתחרים״; לעיל ה״ש 203. במסגרת חלקים א ו־ג לקוד האתי של ״אי.בי.אי בית השקעות״ יש התייחסות ספציפית לערכי הדמוקרטיה ביחסי החברה עם עובדיה: ״אי.בי.אי. מכבדת את זכויות האדם ובכללן זכויות העובדים [...] אינה מפלה את העובדים (על רקע מגדר, גזע, מוצא) [...]״ ובהמשך ביחס ליחסיה עם ספקיה: ״החברה תקפיד לעבוד עם ספקים אשר שומרים על [...] תנאי העסקה הולמים על פי דיני העבודה וזכויות האדם״; לעיל ה״ש 203. ״אלטשולר שחם״ מצהירים בעמ׳ 7 לקוד האתי שלהם כי החברה ועובדיה ״מתחייבים לשמור על ערכי כבוד האדם ולנהוג בכל אדם באשר הוא אדם, בכבוד הראוי לו בין אם מדובר בלקוח, שותף, ספק, מתחרה ובינינו לבין עצמנו״, ובהמשך יש התחייבות לנהוג בסובלנות ולא לבצע הפליה כלשהי; לעיל ה״ש 201.

207 ראו למשל בקוד האתי של ״פסגות״, תחת הכותרת ״אחריות חברתית – תרומה לקהילה״ נכתב: ״אנו בפסגות מכירים בחשיבותה של האחריות החברתית, ורואים את עצמנו מחויבים לחברה ולקהילה. פסגות שם לו למטרה לתרום ממשאביו לקידום מטרות חברתיות ראויות כפי שיגדיר מעת לעת ותורם למטרות אלה באופן שוטף״; לעיל ה״ש 201. ניתן לראות בקוד האתי של ״אי.בי.אי בית השקעות״ דוגמה טובה ליישום עקרון זה – חלק ב של הקוד נושא את הכותרת ״עקרונות וקריטריונים בנושא איכות הסביבה הקהילה״, תת־הכותרת הראשונה הנה ״איכות הסביבה״ ותחתיה ניתן לראות כמה הצהרות: ״אי.בי.אי רואה בנושא הסביבתי ערך חברתי. על פי תפישה זו, היא מכירה בכך שמשאבי הטבע הם נכס של הציבור כולו, כלל אזרחי כדור הארץ וגם הדורות הבאים [...] מחויבת לשיפור ביצועיה הסביבתיים גם באמצעות פעילויות כגון: פיתוח מוצרים בני קיימא; אימוץ טכנולוגיות מתקדמות מבחינה סביבתית; פיתוח ערוצים למחזור, לשימוש חוזר [...]״, וכן נכתב שאי.בי.אי ממנה בעל תפקיד שיהיה אמון על נושא איכות הסביבה. תחת תת־הכותרת ״הקהילה״ מוצהר כי אי.בי.אי ״רותמת את יכולותיה ואת משאביה – הכספיים והאנושיים – על־מנת לקדם ולהעצים את הקהילות בהן היא פועלת [...] ולא להסתפק בתרומה ונתינה בלבד״, ובהמשך: ״אי.בי.אי מיישמת מדיניות המבטיחה שלפחות חלק מרכישותיה יהיה מעסקים קטנים מקומיים [...] מעודדת את עובדיה להתנדב בקהילה [...]״; לעיל ה״ש 201. בעמ׳ 10–12 לקוד האתי של ״אלטשולר שחם״ החברה מתחייבת להתחשב באינטרסים הלגיטימיים של עובדיה, של החברה הישראלית כולה ושל איכות הסביבה; לעיל ה״ש 199.

נרחבת ברוב רובם של הקודים הפומביים וגורם לכך שהם רוויים בלשון שלילית ומשפטית,[208] ללא קביעת רף התנהגותי הגבוה מזה הקבוע בחוק.[209] אפשר לראות חריגים מועטים להיצמדות הקודים האתיים הפומביים לסף החוקי, אך גם במקרים החריגים האלו מדובר לרוב בהצהרה כללית, שיש קושי רב לגזור ממנה רף התנהגות אתי הגבוה מזה הקבוע בחוק.[210]

לשם שלמות התמונה מן הראוי להתבונן גם בפרק ההטמעה, הנדרש בכל תכנית אתיקה שהקוד האתי משובץ בה, שהרי, ככלות הכול, לקוד האתי חייבת להתלוות מערכת הטמעה אפקטיבית.[211] אכן, אף כי תכנית אתיקה, מעצם טבעה, מטמיעה את תוכנו של הקוד האתי ואינה מוסיפה עליו ערכים יסודיים או מרכיבים נוספים של תפיסת הזהות, חשיבותה מכרעת בכל הנוגע להוצאתה של תרבות אתית מהכוח אל הפועל. התבוננות זו מעלה כי בשישה מהקודים הפומביים בישראל יש התייחסות למנגנון הטמעה של הקוד האתי, וחלקם אף מתייחסים לממונה על הקוד האתי.[212]

---

208 חריג, ראוי לציון, ניתן למצוא בקוד האתי של ״מיטב בית השקעות״, אשר מקפיד על ניסוח ״כללי עשה״ ולשון חיובית – www.meitav.co.il/category/code_of_ethics.

209 בכל הקודים הפומביים קיימת הצהרת שמירה על החוק, כגון זו אשר פותחת את הקוד האתי של ״פסגות״ – ״אנו בפסגות מקפידים לפעול תוך שמירה והקפדה על כל הוראות החוק, תוך ציות להנחיות רשות ניירות ערך, משרד האוצר וכל רגולטור אחר בעל סמכות רלוונטית, ותשומת לב על אחריות והקפדה אישית של כל אחד מאיתנו״; ראו לעיל ה״ש 203. גם דוגמאות ללשון שלילית ניתן למצוא בכל אחד מהקודים הפומביים – ראו למשל ס׳ 6 לקוד האתי של ״הראל פיננסים״, תחת הכותרת ״איסור לקבל מתנות ואיסור לתת מתנות״: ״עובדי החברה ונושאי המשרה בה לא יקבלו טובות הנאה מגורמים עסקיים עמם קשורה החברה, למעט מתנות עסקיות סמליות מקובלות אשר בשל ערכן הכספי הנמוך ניתן לסווגם במסגרת יחסי ציבור של מעניק המתנה [...]״ (www.harel-group.co.il/wps/wcm/connect/harelcontent/AboutHeb/Harel+Group/kod_eti/kod_eti_tani).

210 ב״אלטשולר שחם״ מצהירים בתחילת הקוד האתי כי שלטון החוק יהיה נר לרגליהם של מנהליה ועובדיה, ״אלטשולר שחם מכירה בכך שציות לחוק הנו תנאי הכרחי **מינימלי** להתנהלות אתית **ותפעל לקביעת נורמות וסטנדרטים העולים על הקבוע בחוק ובתקנות בתחום פעילותה**״` ראו לעיל ה״ש 201, בעמ׳ 2 לקוד האתי [ההדגשות הוספו]. עם זאת, פרט להתחייבות החברה לפעול תוך שמירה ״על יושרה ועל כללי תחרות הוגנות״ מול מתחריה (עמ׳ 8 לקוד האתי) קשה לראות בקוד נורמות וסטנדרטים שכאלו.

211 ראו לעיל הטקסט הסמוך לה״ש 172.

212 ראו למשל ״אנליסט אי.אם.אס שירותי ניהול בע״מ״, אשר מנחה בסיפא של הקוד האתי להפצת הקוד לכלל העובדים החדשים, רענון בקרב כלל העובדים באופן תקופתי ומתן דוגמה אישית על ידי מנהלי אנליסט. כמו כן, האחריות על המודעות לקוד וקיומו מוטלת על כלל המנהלים באנליסט, ותלונות בנוגע לחשש להפרת הוראות הקוד מופנות למבקר הפנים של התאגיד (עמ׳ 2 לקוד האתי – bit.ly/M65C5t). בקוד של ״אלטשולר שחם״ נקבע כי ימונה אחראי להפעלה וליישום של הקוד האתי (עמ׳ 13 לקוד האתי); לעיל ה״ש 201. בקוד האתי של ״פסגות״ מוצהר כי ״פסגות פועל באופן שוטף להטמעת ויישום העקרונות הנ״ל בקרב עובדיו, תוך הקפדה על הנחלתם לכל עובד חדש ורענונם בקרב העובדים באופן תקופתי, תוך מתן דוגמא אישית ע״י מנהליו והפקת לקחים מתמדת״; לעיל ה״ש 201. הקוד האתי של ״הראל פיננסים״ מורה על מינוי ממונה על הקוד האתי, ואף נוקב בשמו של העובד הממונה, וכן קובע כי ״עם אימוץ הקוד האתי בחברה, תהווה כל הפרה שלהם הפרת משמעת (וזאת, מבלי לגרוע מנפקויות נוספות של ההפרה, אזרחיות או פליליות, כאשר הדבר כרוך בהפרת חובה חוקית)״; לעיל ה״ש 209. על מנגנוני

תמונת המצב שסקרנו לעיל מעלה כי היעדרם בישראל של קודים אתיים המיועדים למקצועות השונים המרכיבים את תחום התיווך הפיננסי, מספרם המועט של הקודים האתיים בקרב הארגונים העוסקים בתחום זה ותוכנם הדל מותירים מקום רב לשיפור. ברוח הגדרתן של גבע ופלאטו־שנער, ניתן לסווג את הקודים הקיימים כקודים ״דקים״, שמוסיפים מעט על החוק ועל הנורמות המקובלות ומבטאים, לעתים קרובות, אסטרטגיה עסקית.[213] לאור מצב הדברים האמורים, מוצעת בהמשכו של המאמר מסגרת לערכים, עקרונות וכללים בתחום התיווך הפיננסי על מקצועותיו השונים, בהתאם למתווה האתי אשר הובא בתתי־חלקים א–ג לעיל.

ה. מסגרת מוצעת לקוד אתי (ערכים ועקרונות) בתחום התיווך הפיננסי

כאמור לעיל, על המבנה הכללי של קוד אתי בתחום התיווך הפיננסי לכלול שלושה חלקים: חלק שעניינו היבט המקצועיות, חלק שעניינו ערכים הנובעים מייחודם של מקצועות התיווך הפיננסי וחלק שעניינו ערכי המעטפת החברתית שהמתווכים הפיננסיים פועלים במסגרתה. בהתאם לכך, ומבלי למצות את הדיון בנושא, מוצגת להלן המסגרת שאנו מציעים לקוד אתי בתחום התיווך הפיננסי.

כאן עלינו להבהיר את גישתנו למגוון המקצועות השונים במסגרת התיווך הפיננסי. כל מקצוע עומד בפני עצמו ואמורה להיות לו אתיקה ייחודית. עם זאת, מקצועות שונים יכולים לחלוק זה עם זה חלק ממערכות הערכים והנורמות המייחדות אותם, מבלי לאבד את הייחוד שבמערכת המלאה של כל אחד מהם בפני עצמו.[214] אנלוגיה פשוטה תהיה היחס שבין אתיקה של העיסוק ברפואה לבין האתיקה של העיסוק בסיעוד. בשני המקצועות הללו, וכן בעבודה סוציאלית, בפסיכולוגיה ובמקצועות פרה־רפואיים, אחד מערכי המקצוע הוא הטיפוליות, היחס בין אדם שהוא המטפל המקצועי לבין אדם אחר שהוא המטופל. העובדה שבכל המקצועות הטיפוליים הללו אמורים בעלי המקצוע לבטא בפעילותם המקצועית את ערך הטיפוליות אינה מבטלת את ההבדלים בין כל אחד מן המקצועות הללו לבין המקצועות האחרים.

הצעתנו כוללת, ראשית, מה שאמור להיכלל באתיקה של כל אחד ממקצועות התיווך הפיננסי, ושנית, חלקים נוספים באתיקה של כל אחד מן המקצועות הללו בפני עצמו, שאינם משותפים לכלל מקצועות התיווך הפיננסי. הצעה מלאה של האתיקה של כל אחד ממקצועות התיווך הפיננסי היא מעבר לגבולותיו של מאמר זה, אולם חלק גדול מאוד מכינונה נעשה כבר בו.

הטמעה ראו בוקשפן וכשר, לעיל ה״ש 7. גם בקודים אתיים זרים יש התייחסות לאותם מנגנוני הטמעה – ראו למשל הקוד האתי של מריל לינץ (לעיל ה״ש 145, בעמ׳ 13–14). הסיפא של הקוד האתי של Raymond James, ארגון המעסיק יותר מ־5,400 יועצים פיננסיים www.raymondjames.com/about/corporate_governance_employee.htm.

213 גבע ופלאטו־שנער, לעיל ה״ש 125, בעמ׳ 263, 278–286.

214 להרחבה ראו כשר ״אתיקה מקצועית״, לעיל ה״ש 171, בעמ׳ 15, 21 (״כל מקצוע עומד על כמה ערכים. לפעמים, אלה הם ערכים המשותפים לו ולמקצועות אחרים [...]. בדרך כלל, לא ערך זה או אחר, אלא צירוף מסוים של ערכים הוא המייחד מקצוע מכל שאר המקצועות״).

כאן המקום להיזהר מפני אי־הבנה אפשרית של הצעתנו. בהצעה שלנו, בהשוואה להסדרים משפטיים, ניתן למצוא במבט ראשון דמיון כלשהו בין הנורמות ובין המטרות שהן אמורות לעזור בהשגתן. אלא שדמיון זה עומד רק על כך שגם הנורמות האתיות וגם הנורמות המשפטיות הן נורמות הנוגעות לאותו תחום פעילות מסוים. לאמתו של דבר הנורמות משרתות מטרות שונות באמצעים שונים, והדמיון ביניהן חלקי בלבד.

1. החלק הראשון של הקוד האתי – תפיסת המקצועיות

כשמפתחים אתיקה מקצועית, אתיקה של מקצוע מסוים, חייבים להביא בחשבון את כל מה שמייחד התנהלות במסגרת מקצועית ומבדיל בינה לבין התנהלות שאינה במסגרת מקצועית.[215] יש כמה מרכיבים של הפעילות המקצועית, המבדילים בינה לבין כל פעילות אחרת: ראשית, פעילות מקצועית אמורה להתבצע על יסוד גוף ידע מקיף ושיטתי, המאפיין את התחום. כל איש מקצוע נדרש לשלוט בגוף הידע המקיף והשיטתי של המקצוע שלו; שנית, מקצועיות מחייבת שליטה ב״ארגז כלים״ משוכלל, שהוא מערכת מיומנויות שמאפשרת לפתור בהצלחה בעיות נתונות במסגרת המקצועית, או לפחות להתחיל תהליך של פתרון מוצלח של פתרונן; שלישית, המקצועיות מחייבת הרגלים של למידה לשם התעדכנות בלתי פוסקת בידע חדש ובמיומנויות חדשות; רביעית, המקצועיות מחייבת הבנה של מרכיבי הפעילות המקצועית. איש מקצוע נדרש להבין את הפעילות המקצועית, לדעת להסביר אותה ואף להצדיק אותה בנימוקים מקצועיים. לפיכך, הקוד האתי הראוי בתחום המקצועות של התיווך הפיננסי יכלול את העקרונות הבאים, אשר מביאים לידי ביטוי את ערך המקצועיות –

ידע, מיומנות והתעדכנות

מתווך פיננסי יהיה בעל ידע מקיף ושיטתי, שבו ישתמש בביצוע כל פעילות במסגרת תפקידו, ובעל מיומנות מעשית משוכללת, שתאפשר לו לבצע היטב את תפקידו בפתרון הבעיות המתעוררות במסגרת זו. עליו לעדכן בהתמדה גם את הידע וגם את המיומנות.

הבנה והנמקה

מתווך פיננסי יפעל על יסוד הבנה של סביבת הפעילות שלו, ברמה שתאפשר לו להסביר, לנמק ולהצדיק כל פעולה שלו על יסוד שיקולים מקצועיים, ענייניים וברורים.

פעילות מקצועית היא בדרך כלל פעילות במסגרת קהילה מקצועית, המפתחת ידע מקצועי ומיומנות מקצועית ויוצרת תשתית לפעילות מקצועית תקינה. לפיכך:

עקביות

מתווך פיננסי ינהג בהתאם לעקרונות או כללים מקצועיים, המקובלים בקהילה המקצועית שלו, באופן מושכל ועקבי.

---

215 שם.

בדרך כלל, פעילות מקצועית מתבצעת בין בעל המקצוע לבין זולתו. היכולת של בעל המקצוע לקיים קשר ראוי עם זולתו, במסגרת הפעילות המקצועית, עומדת על האמון שהזולת מוכן לתת בתקינות הפעילות של בעל המקצוע. האמון נסוב גם על היבטי הפעילות שיסודם בפרטי ידע ומיומנות וגם בהיבטי הפעילות שיסודם בעקרונות של תפיסת המקצוע. לפיכך:

כבוד המקצוע

מתווך פיננסי יטפח את האמון של ציבור המשקיעים בשוק ההון, האמון בתקינות המקצועית של פעילות המתווך הפיננסי ושל הפועלים מטעמו והאמון בחשיבות שמייחס המתווך הפיננסי לנאמנות, ליושרה ולמקצועיות.

טיפוח האתיקה

מתווך פיננסי יטפח את ההכרה וההבנה של עקרונות האתיקה המקצועית, בין עובדיו, בין עמיתיו ובציבור, ישקוד בהתמדה על הטמעתם ויראה דוגמה אישית בשמירה קפדנית עליהם.

2. החלק השני של הקוד האתי – ייחודם של מקצועות התיווך הפיננסי

כפי שהובהר לעיל, פרט לעצם המקצועיות ולעקרונות האתיים הנגזרים מתאפיין תחום התיווך הפיננסי בכמה תכונות אשר יוצרות את זהותו הייחודית. המאפיינים העיקריים הם: (א) התלות הרבה של המשקיעים במתווכים הפיננסיים, המתקיימת בתחום התיווך הפיננסי בשל חשיבותו, מורכבותו והסיכונים הפיננסיים הרבים הכרוכים בו; (ב) מקומו של התיווך הפיננסי בתחום העסקים והשאת הרווחים; (ג) היותו של תחום התיווך הפיננסי עתיר ניגודי עניינים ו״בעיות נציג״.[216] בהתאם לכך, חלקו השני של הקוד המוצע, המבוסס על תפיסה בדבר זהותו הייחודית של תחום התיווך הפיננסי, נגזר על פי הצעתנו משלושה ערכים מרכזיים – ״טיפוליות פיננסית״, ״שירות שיפורי״ ו״עסקיות״ – והעקרונות המפרטים אותם.

(א) טיפוליות פיננסית

אחריות ביחס ללקוח – מתווך פיננסי יראה את עצמו, בכל הקשר של החלטה בעניין לקוח, כמי שאחראי על מצבו הפיננסי של הלקוח, ככל שההשקעות של הלקוח נעשו בעזרתו, תוך גילוי מתמיד של מעורבות, יוזמה ושקידה. מתווך פיננסי יתאים את ההחלטה בעניינו של הלקוח אל מכלול תיק ההשקעות של הלקוח.

אמינות – מתווך פיננסי ימלא את תפקידו בהתאם להסכמה מודעת של הלקוח בדבר מילוי רצונותיו, בכנות, באחריות ובאופן מעורר אמון, תוך שמירה על הפרטיות של הלקוח, בהתאם להנחיותיו.

---

216 על בעיית הנציג ראו זוהר גושן ״בעיית הנציג׳ כתיאוריה מאחדת לדיני התאגידים״ **ספר זיכרון לגואלטירו פרוקצ׳יה – חיבורי משפט** 239 (אהרן ברק, נפתלי ליפשיץ, אוריאל פרוקצ׳יה ומרדכי א׳ ראבילו עורכים, 1996). בנושא זה ניתן להסתייע רבות על ידי קוד אתי מתאים; ראו בוקשפן וכשר, לעיל ה״ש 7, בעמ׳ 193–196.

נאמנות – מתווך פיננסי מקיים מערכת יחסים מיוחדת של אמון עם לקוחותיו ולכן חב להם חובות נאמנות.

רגישות לסביבה עתירת סיכונים פיננסיים – מתווך פיננסי יהיה רגיש כל העת לכך שפעילותו מתקיימת בתחום עתיר סיכונים פיננסיים ויבצע את פעילותו בצורה אחראית, מושכלת ומרוסנת. מתווך פיננסי ינהג בזהירות הדרושה בנסיבות של סיכון פיננסי, בשיתוף נאות של הלקוח בהערכת הסיכונים ועל יסוד הסכמה מודעת של הלקוח לכל פעולה משמעותית הנעשית למענו בתנאי סיכון פיננסי.

רגישות לסביבה עתירת ניגודי עניינים – מתווך פיננסי יהיה רגיש כל העת לכך שפעילותו מתקיימת בתחום עתיר ניגודי עניינים, ובכלל זה – בין עניינו של המתווך הפיננסי והגורמים הקשורים בו לבין עניין לקוחותיו; בין עניינו של המתווך הפיננסי לבין עניינו של לקוח פוטנציאלי; בין הלקוחות לבין עצמם; בין עניינו של המתווך הפיננסי לבין גורמים הקשורים בו; בין עניינו של המתווך הפיננסי והגורמים הקשורים בו לבין מתחריו.

מתווך פיננסי יפיג או יפתור באופן הוגן, מלא ושקוף כל ניגוד עניינים שהוא מוצא את עצמו מעורב בו, בין ממש ובין למראית עין, תוך העדפת נקודת המבט של הלקוחות על פני כל נקודות המבט האחרות. כך, לדוגמה, במקרה שבו מתבקש המתווך הפיננסי לקיים בו־זמנית שתי פקודות כך שלראשון שפקודתו תבוצע ייזקף רווח גבוה מחברו, יבוצעו הפקודות באמצעות סוחרים שונים או באמצעות איחוד פקודות וחלוקת הרווחים באופן יחסי בין הלקוחות.

(ב) שירות שיפורי

שירות שיפורי ללקוח לפי צרכיו – מתווך פיננסי יפעל תמיד באופן המיועד לשפר את מצבו הפיננסי של הלקוח בהשקעתו במוצרים פיננסיים בשוק ההון. מתווך פיננסי יציב את האינטרסים של לקוחותיו בראש האינטרסים שלו, בהתאם להסכמה מודעת של הלקוח בדבר המתכונת העסקית של הקשר ביניהם,[217] בגבולות החוק והאתיקה.

---

217 על דוקטרינת ההסכמה מדעת ניתן ללמוד אנלוגיה מדבריו של המשנה לנשיאה (כתוארו אז) ריבלין בע״א 1303/09 **קדוש נ׳ בית החולים ביקור חולים** (פורסם בנבו, 5.3.2012): ״[משמעה] הסכמה חופשית ורצונית ככל האפשר, שניתנה על־יסוד כל המידע שהיה דרוש למטופל בסבירות כדי להחליט אם להסכים לטיפול המוצע [...] דוקטרינת ההסכמה מדעת מחייבת את הרופא ׳לקבל את הסכמת המטופל לטיפול, תוך שהרופא נדרש למסור למטופל מידע רפואי בדבר הסיכונים והסיכויים של הטיפול. המטופל זכאי שלא יינתן לו טיפול רפואי ללא הסמכתו מדעת, כלומר לאחר קבלת המידע הרפואי הדרוש מן הרופא׳״ (שם, פס׳ 2 לפסק דינו של השופט ריבלין). ובהמשך פסק הדין: ״הדרישה ל׳הסכמה מדעת׳ מקפלת בתוכה, אפוא, שני יסודות עיקריים: האחד, הגלום בתיבה ׳מדעת׳, נוגע לחובת גילוי המידע למטופל, חובה המוטלת על הרופא. על הרופא המטפל מוטלת החובה לשתף את המטופל בכל האינפורמציה שאדם סביר היה נדרש לה כדי לגבש החלטה אם להסכים לטיפול המוצע (decisive information); היסוד השני, הגלום בתיבת ה׳הסכמה׳, נוגע לרצוניות ולחופשיות מתן ההסכמה על־ידי המטופל. יסוד זה נשען על זכותו של המטופל לאוטונומיה ולקבלת החלטות עצמאיות באשר לטיפול לו הוא זקוק״ (שם, פס׳ 3 לפסק דינו של השופט ריבלין). בנוגע להיקף חובת הגילוי, המשנה לנשיאה מפנה, בין היתר, לחוק זכויות החולה אשר תוחם את היקף החובה ״ב׳מידע רפואי הדרוש לו [למטופל]

חריצות – המתווך הפיננסי יעשה כמיטב יכולתו כדי להגיש ללקוחות את השירות הדרוש להם בהקדם האפשרי. כל עיכוב בהגשת השירות יוסבר ללקוחות מיד כשהוא מסתמן, והמתווך הפיננסי יתאמץ להדביק את פער הזמנים בהקדם האפשרי.

שקיפות – מתווך פיננסי יגלה באופן פומבי נאות את הייעוד, המבנה ומתכונת הפעילות שלו וכן את הקשרים בינו לבין גורמים פיננסיים אחרים.

(ג) עסקיות

פעילות בתחום התיווך הפיננסי נעשית בדרך כלל במסגרת עסקית. לא מוכר לנו דפוס מאורגן של תיווך פיננסי הנעשה שלא למטרות רווח. אם בעל מקצוע בתיווך פיננסי פעיל שלא במסגרת עסקית, לא יחול עליו ערך העסקיות, אבל כיוון שבעל מקצוע טיפוסי בתחום התיווך הפיננסי פעיל במסגרת חברה עסקית, ראוי שיכבד את אופי החברה שהוא פעיל בה ויכלכל את מעשיו לא רק על יסוד ערכי הטיפוליות הפיננסית והשירות השיפורי אלא גם על יסוד ערך העסקיות. הערך הזה מחייב עריכת שיקולים עסקיים, כלכליים במהותם, במסגרת מתן השירות השיפורי לכל מי שמטופל במישור הפיננסי. הדוגמה הפשוטה ביותר של שיקול עסקי תהיה בתחום השכר והעמלות שיושתו על המטופלים בתמורה לשירות השיפורי הניתן להם כראוי.

מעצם העסקיות לא עולה סתירה בין ערך זה לבין ערכי הטיפוליות הפיננסית והשירות השיפורי, שהרי ניתן לערוך שיקולים של נאמנות למטופל בצד שיקולים עסקיים ולתת לכל אחד מהם משקל הולם. העדפת שיקולי הטיפול הפיננסי והשירות השיפורי על פני שיקולים עסקיים אין פירושה מחיקה גמורה של השיקולים העסקיים, אלא שקלול שלה באופן המבטא את עדיפות השיקולים האחרים לפתרון דילמה זו. לפיכך:

מתווך פיננסי כגורם עסקי

מתווך פיננסי, בהיותו גורם עסקי, אמון גם על שיקולים עסקיים להשאת הרווחים של עצמו, אך גם נוכח שיקולים אלה הוא ייתן לשיקולים של טובת לקוחותיו עדיפות על פני שיקולי השאת הרווחים של עצמו, בהתאם להסכמה מודעת של הלקוח בדבר המתכונת העסקית של הקשר ביניהם, בכלל זה – מתכונת ההעדפה של שיקולי טובת הלקוח על פני שיקולי השאת הרווחים של עצמו, והכול בגבולות החוק והאתיקה. הוא יעשה זאת במקצועיות ובאופן המטפח את האמון של ציבור המשקיעים בשוק ההון.

3. החלק השלישי של הקוד האתי – ערכי המעטפת החברתית

בדומה למרכיב הראשון, זהו מרכיב המשותף ביסודו לכלל המקצועות, אם כי הוא יכול לבוא לידי ביטוי נפרד בתחום הפעילות של כל מקצוע בפני עצמו. מרכיב זה עניינו ערכי הסביבה

באורח סביר, כדי לאפשר לו להחליט אם להסכים לטיפול המוצע״ (שם, פס׳ 5 לפסק דינו של השופט ריבלין). לדעתנו, העקרונות שמזכיר המשנה לנשיאה הם עקרונות כלליים של טיפוליות, לאו דווקא של טיפול רפואי, וכוחם יפה גם בנוגע לטיפול פיננסי, הערך הראשון המאפיין את ייחודם של מקצועות התיווך הפיננסי.

החברתית שהפעילות המקצועית מתנהלת בה וכללי התנהגות לאחריות חברתית מעבר לנדרש על פי חוק. התשובה לשאלה מהי ההתנהגות הראויה של ברוקר, יועץ השקעות, משווק השקעות, מנהל תיקי השקעות, אנליסט וכן הלאה נגזרת גם מערכי היסוד של השיטה החברתית והדמוקרטית שלנו – שבמסגרתה מתנהלת הפעילות המקצועית – המדגישה את כבוד האדם וחירותו, על כל הנגזר מכך, אחריות לחיי אדם, חופש העיסוק, פרטיות, תום לב, תחרות הוגנת, דאגה לדורות הבאים וכדומה.

במרכיב זה של הקוד האתי נכללים, בין השאר, העקרונות הבאים:

כבוד האדם – מתווך פיננסי ישמור על כבוד האדם של כל אדם שאתו הוא בא בדברים במסגרת הפעילות המקצועית שלו, בכלל זה – כבוד האדם של המטופל המקבל שירות, של העובד, של הנושה, של הבריות, ובכלל זה מתחריו, ושל עצמו.

שלטון החוק – מתווך פיננסי והעובדים מטעמו יקפידו על שמירת החוק, ככתבו, כלשונו וכרוחו, ויצייתו להנחיות של הרשות לניירות ערך ושל כל רגולטור סטטוטורי אחר בעל סמכות רלוונטית, או גוף אחר שהמתווך הפיננסי קיבל על עצמו לפעול על פי הנחיותיו, בגבולות החוק והאתיקה.

הגבלת הכוח – מתווך פיננסי ישתמש בכוחותיו המקצועיים והפיננסיים בנאמנות, בזהירות ורק לתכלית ראויה ובמידה סבירה.

אחריות לסביבה החברתית – מתווך פיננסי יראה את עצמו כגוף הפועל במסגרת חברת האזרחים של המדינה ומתוך כך כשותף באחריות לרווחה האזרחית, לחוסן הכלכלי ולרמה האתית של החברה.

ו. מסגרת מוצעת לכללים אתיים בתחום התיווך הפיננסי

נוסף על ערכים ועקרונות אלה ניתן לחשוב על כמה כללים אתיים מפורטים יותר שיחולו על פעילות התיווך הפיננסי באשר היא, וכן כללים שיחולו בהתאם למקצוע הספציפי שבו עסקינן. הכללים נגזרים מן הערכים והעקרונות, אבל הם נועדו להדריך את ההתנהגות ברזולוציה עדינה יותר, בממדים שונים.

המתכונת המקובלת כיום באתיקה של מקצועות וארגונים רבים: רובד אחד משותף לכל בעלי אותו מקצוע או לכל הנמנים עם אותו ארגון; ברובד אחר באים ערכים ונורמות נוספים המתאימים רק לקבוצה ייחודית מסוימת של בעלי המקצוע או אנשי הארגון, בהתאם לסוג הפעילות שלה, השונה מן הפעילות בקבוצות שכנות.[218]

---

218 ראו בצד הקוד האתי של ההסתדרות הרפואית בישראל (www.ima.org.il/Ima/FormStorage/Type7/EthicalCode2009.pdf), את הקוד האתי של מנתחי לב־חזה (www.isct.org.il/הקוד-האתי-של-חברי-איגוד-כירורגיה-לב-חזה), ובצד הקוד האתי של לשכת עורכי הדין (www.nevo.co.il/law_html/Law01/p179_065.htm), את הקוד האתי של פרקליטות המדינה (old.justice.gov.il/NR/rdonlyres/5D61DB22-6145-48EE-9F47-A7F5227F0152/41982/Kod Praklitut.pdf).

1. כללים שיחולו על כלל העוסקים במקצועות התיווך הפיננסי

(1) מתווך פיננסי יכיר היטב את צורכי לקוחותיו ויוודא כי הלקוח הבין את אופי הפעולות המתבצעות בשמו ויקבל ממנו הסכמה מדעת לביצוען. ככל שמדובר בפעילות בעלת אופי מהותי ולא ביצועי, החובות של וידוא ההבנה וקבלת ההסכמה מדעת יחולו גם על ההרכב הפיננסי, האתי והחברתי של ההשקעות.

(2) מתווך פיננסי יהיה אחראי כלפי לקוחו בה במידה שהלקוח הותיר בידיו מידת חופש בקבלת החלטות ובביצוען.

(3) נוכח חולשה או אי־הבנה של הלקוח יעשה מתווך פיננסי מאמץ לתקן את המעוות.

(4) מתווך פיננסי ינמק באופן בהיר ומלא כל פעולה שנעשתה בשם לקוח, ככל שזה ידרוש זאת.

(5) נוכח אפשרות של ניגודי עניינים בין לקוחותיו יעשה המתווך הפיננסי מאמץ להפיג את ניגודי העניינים ולא להכריע ביניהם. עם זאת, מתווך פיננסי רשאי להבחין בין לקוחותיו השונים לפי משך ההתקשרות, אך זאת רק בכל הנוגע לעמלות ולא בנוגע לטיב השירות השיפורי הניתן ללקוחות, ובכלל זה ללא העדפה בביצוע פקודות עבור הלקוחות.

(6) מתווך פיננסי יפעל בהתאם להנחיות הרשות לניירות ערך, הבורסה לניירות ערך וכל רגולטור סטטוטורי אחר בעל סמכות רלוונטית או גוף אחר שהמתווך הפיננסי לקח על עצמו לפעול על פי הנחיותיו, בגבולות החוק והאתיקה, ויעזור להם במילוי תפקידיהם.

(7) מתווך פיננסי ישקוד על העלאת רמת האתיקה של פעילותו באמצעות אימוץ תכנית הטמעה אפקטיבית לקוד האתי ומימוש מתמיד שלה.

(8) מתווך פיננסי יכונן ויפעיל תכנית אתיקה שתהיה שקופה ופומבית.

(9) מתווך פיננסי ינקוט את כל האמצעים המעשיים כדי להבטיח שכל הגורמים הקשורים בפעילותו, לרבות אלה הפועלים במסגרתו או מטעמו ולרבות ארגונים הקשורים בו, יפעלו בהתאם לערכים ולעקרונות החלים עליו עצמו.

2. כללים אתיים ייחודיים למקצועות השונים

(א) מחקר ואנליזה

1. על האנליסט להיות עצמאי ובלתי תלוי לחלוטין בכל עניין אשר עשוי להיות לגורם כלשהו בעריכת האנליזה ובתוצאותיה, בהיות האנליזה פעולה מקצועית ומדעית.
2. על האנליסט לפעול לפי מיטב שיקוליו המקצועיים, לשמור מכל משמר על יושרה מקצועית, בכלל זה – לפעול ללא שיקולים זרים.
3. על האנליסט להציג אנליזה שתהיה מנוסחת בצורה בהירה ושימושית לקוראיה. לשם כך, הוא חייב להבהיר לעצמו מראש, על דעת הלקוחות שיקראו את האנליזה, מה רמת ההבנה שלהם כדי להתאים את הצגת האנליזה ליכולת ההבנה של הקוראים הצפויים.
4. על האנליסט להבהיר כי לא תיתכן תשואה מובטחת מפעילות השקעה.
5. על האנליסט להציג אנליזה באופן שתהיה וגם תיראה מנותקת בעליל משיקולי מזמיניה.

(ב) ייעוץ השקעות

1. יועץ ההשקעות יכיר את צורכי הלקוח והעדפותיו בתחום הסיכונים ובכל תחום אחר אשר משפיע בדרך כלל על קבלת ההחלטות של לקוחותיו בענייני השקעותיהם, זאת באופן המאפשר לו להציג בפני הלקוח חלופות שמתוכן יוכל הלקוח לבחור את החלופה המתאימה לצרכיו ולטעמו.
2. יועץ ההשקעות צריך להיות רגיש לאפשרות שנוצרה אצלו זיקה אישית. במקרה כזה יפעל לביטול הזיקה האישית או לשינוי מוסכם מדעת בהגדרת היחסים בינו לבין לקוחו.
3. יועץ ההשקעות חייב להיות מסוגל לנמק את החלטותיו במתכונת של החלטות מקצועיות סבירות לצורכי הלקוח.

(ג) ניהול תיקי השקעות

1. מנהל תיקי השקעות חייב להכיר את הצרכים וההעדפות של לקוחו באופן המאפשר לו לקבל החלטה ההולמת את צרכיו וטעמיו של הלקוח ככל האפשר ולקבל החלטות בשם לקוחו כפי שהיה זה מחליט בנוגע להשקעתו.
2. מנהל תיקי השקעות צריך להיות רגיש לאפשרות שנוצרה אצלו זיקה אישית. במקרה כזה יפעל לביטול הזיקה האישית או לשינוי מוסכם מדעת בהגדרת היחס בינו לבין לקוחו.

(ד) שיווק השקעות

1. משווק ההשקעות צריך להכיר את הצרכים וההעדפות של לקוחו בתחום הסיכונים ובכל תחום אחר אשר משפיע בדרך כלל על קבלת ההחלטות של לקוחותיו בענייני השקעותיהם, זאת באופן המאפשר למשווק ההשקעות להציג בפני הלקוח חלופות אשר מתוכן יוכל לבחור הלקוח את החלופה המתאימה לצרכיו ולטעמו.
2. משווק ההשקעות חייב להיות מסוגל לנמק את החלטותיו במתכונת של החלטות סבירות לצורכי הלקוח.
3. משווק ההשקעות צריך לפעול בשקיפות מוגברת בכל הנוגע לזיקתו האישית לנכסים פיננסיים.

(ה) ניהול הנוסטרו

כאמור, פעילות של תיווך פיננסי נעשית במסגרת של חברה עסקית ויש בה מקום לשיקולים עסקיים לטובת בעלי החברה ובעלי המקצוע בתחום התיווך הפיננסי. פעילות כזו יכולה ללבוש את הצורה של חשבון נוסטרו. במסגרת העסקית של פעילות התיווך הפיננסי אין מקום למצוא דופי בעצם קיומו של חשבון נוסטרו. לשם ההתנהלות הראויה יש לקבוע כללים אתיים לניהול חשבון הנוסטרו. הסוגיות שעל הפרק הן ניגוד עניינים אפשרי ויתרון מקצועי אפשרי. לפיכך:

1. מתווך פיננסי ינהל את חשבון הנוסטרו שלו תוך הפרדה מוחלטת וניתוק מלא מפעילויותיו האחרות של המתווך הפיננסי והגורמים הקשורים אליו.
2. מתווך פיננסי ינהל את חשבון הנוסטרו שלו באופן זהה או דומה ככל האפשר לאופן הניהול של כל תיק השקעות אחר באמצעות אותו מתווך פיננסי.

סיכום

מאמר זה נועד להתוות מסגרת כללית לניסוחן והטמעתן של נורמות התנהגות ראויות במקצועות התיווך הפיננסי באמצעות עולמה של האתיקה המקצועית. בחלקו הראשון של המאמר פתחנו בתיאור מפורט של ההסדרה המשפטית הנוהגת בעולם התיווך הפיננסי ודנו בחולשותיו. המשכנו בסקירת מודלים משפטיים נוספים להסדרת התיווך הפיננסי, מודלים אשר מאמצים ומעודדים מבני הסדרה והטמעה עצמיים המקובלים גם בעולמה של האתיקה ועל כן עשויים לשמש כגורמים המשלבים בין עולם המשפט לעולם האתיקה, למרות הבידול בין עולמות אלו. לדעתנו, טוב יעשה המחוקק אם יעודד את ניסוחם העמוק והשיטתי של ערכים, עקרונות וכללים אתיים על ידי הארגונים והמקצועות העוסקים בתיווך הפיננסי ובקרבם, וזאת בדרך של מתן ״גזרים״ משפטיים לאלה שניסחו והטמיעו ערכים, עקרונות וכללים אתיים אלה באפקטיביות.[219] חלקו השני של המאמר התמקד בפן האתי של מקצועות התיווך הפיננסי ובתרומתה של האתיקה העסקית לניסוחן של נורמות התנהגות ראויות בקרב מקצועות אלו. בתוך כך, הקדשנו דיון נרחב בחלק זה לעקרונות יסוד העומדים בתשתיתה של האתיקה המקצועית בכלל והאתיקה המקצועית בתחום התיווך הפיננסי בפרט, להבדלים העקרוניים בין עולם המשפט לעולם האתיקה ולתיאור המצב השורר בישראל כיום. חתירה להתנהלות אתית, החותרת ל״רף״ ולא ל״סף״ ההתנהגותי, עיקרה בהשבחת ההתנהלות הראויה בתחום התיווך הפיננסי, ואף שהיא תביא ממילא ליתר שמירה על החוק, זוהי רק תוצאת לוואי שלה. בחלקו האחרון של המאמר הצגנו נדבכים מרכזיים של האתיקה במקצועות התיווך הפיננסי. הצגנו את הערכים והנורמות המרכזיים המשותפים לכל מקצועות התיווך הפיננסי וגם חלקים נכבדים של האתיקה הייחודית של כל אחד מהם בפני עצמו. ערך אחד ממלא תפקיד מרכזי בקו המחשבה שהוביל אותנו לנדבכים הללו של האתיקה במקצועות התיווך הפיננסי. זהו ערך הטיפוליות. אנחנו מציעים לחשוב על המתווך הפיננסי במונחים של טיפול פיננסי. כשם שרופא הוא מטפל רפואי, מתווך פיננסי הוא מטפל פיננסי. ההבדלים בין רפואה לבין תיווך פיננסי רבים, אבל הדמיון עמוק ומפרה ועליו עומד חלק גדול מן האתיקה של כל מקצוע תיווך פיננסי.

---

219 השוו הצעת חוק לטיפוח אתיקה בארגונים עסקיים, לעיל ה״ש 106. ראו בוקשפן וכשר, לעיל ה״ש 7, בעמ׳ 205–207; עלי בוקשפן ״ממשל תאגידי אינטגרטיבי ותכניות אתיקה – המפתחות לאחריותו החברתית והציבורית של התאגיד העסקי״ **אחריות ציבורית בישראל** 456, 468–469 (רפאל כהן־אלמגור, אורי ארבל־גנץ ואסא כשר עורכים, 2012).