

המבקשת:

יו. אס. ג'י קפיטל ישראל בע"מ

ע"י ב"כ עוה"ד ר. יאראק ואח' ממושרד מ. פירון ושות'

מרח' השלושה 2 תל אביב 6706054

טל': 03-7540000 פקס: 03-7540011

וכן ע"י ב"כ עו"ד יורם גרוס

מרח' מזא"ה 22 תל אביב 65213

טל: 03-6205756; פקס: 03-6205759

- נ ג ד -

המשיבה:

רשות ניירות ערך

ע"י ב"כ עו"ד ל. וינבאום וש. כהן פרקליטות מחוז תל-אביב (אזרחי)

בית קרדן, רחוב מנחם בגין 154

תל-אביב 6492107, ת"ד 33051

טל: 073-3736229; פקס: 073-3736490/1

## תשובה לבקשת לצו ביניים

בהתאם להחלטת בית המשפט הנכבד מיום 26.1.2016 להלן תשובת רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") לבקשת לצו הביניים שהוגש על ידי המבקשת (להלן: "הבקשה").

פרק א': כללי

נבקש להדגיש בפתח הדברים את עיקריהם בראיית הרשות:

המבקשת מנהלת עבור עשרות רבות של לקוחות - ללא רישיון ניהול תיקים ותוך הפרת הדין - סכומים של מיליוני ש"ח. המבקשת טוענת כי משום שהיא מנהלת את כספי הלקוחות באמצעות תוכנת מחשב ולא באופן "ידני" היא אינה חייבת ברישיון ניהול תיקים כדין. הרשות סבורה כי החלפת שיקול הדעת האנושי בשיקול דעת ממחשב אינו מוציא (לשונית או תכליתית) את פעילות המבקשת מהגדרת ניהול תיקים, כי מוצדק להחיל גם במצב זה את כל ההגנות שהדין מעניק, וכי לכן המבקשת מפרה את הדין. בנוסף, ובאופן שמבהיר את תוצאותיה החמורות של הפרת הדין בענייננו, ומחדד את הצורך ברישיון ניהול תיקים, הרשות גילתה, במסגרת ביקורת שערכה אצל המבקשת, כי המבקשת מציגה ללקוחות מצגים מטעים וגורמת להם נזקים כספיים עצומים. המבקשת מודעת לחולשת טענתה ולכן מנסה להסיט את הדיון לטענות בלתי-רלבנטיות ובלתי נכונות (כאילו הרשות מבקשת "למגר" את תחום המסחר האלגוריתמי; כאילו הרשות לא העניקה למבקשת זכות שימוע; ועוד).

1. חברה מנהלת את כספם של עשרות לקוחות באמצעות מנהל תיקי השקעות שמקבל החלטות השקעה לפי שיקול דעתו עבור לקוחותיו. ברור כי מדובר בפעילות ניהול תיקי השקעות המחייבת קבלת רישיון מנהל תיקים בהתאם לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: "**חוק הייעוץ**").

חברה אחרת מבצעת פעילות זהה אולם את החלטות ההשקעה מקבלת עבור הלקוחות **במקום מנהל תיקים בשר-ודם תוכנת מחשב** שהחברה הציעה ומפעילה עבור לקוחותיה. התוכנה היא זו שמחליפה את שיקול דעתם של הגורמים בחברה האחרת בכל הקשור בניהול כספי הלקוחות. האם עדיין מדובר בפעילות ניהול תיקי השקעות המחייבת את החברה בקבלת רישיון מנהל תיקים? האם החלפת שיקול הדעת האנושי בשיקול דעת ממוחשב מבטל באחת את כל החובות המוטלות על החברה שמנהלת כספי אחרים ומוציא אותה מגדר החוק?

זוהי הסוגיה המרכזית בה עוסק ההליך הנוכחי - **האם ניהול תיקי השקעות על ידי חברה באמצעות תוכנה (להלן גם "מסחר אלגוריתמי") מחייב רישיון ניהול תיקים. לעמדת הרשות אין ספק שכך הדבר, כפי שמלמדים הן לשונו והן תכליתו של חוק הייעוץ.**

2. בענייננו, המבקשת היא החברה האחרת. בענייננו **לא רק שלעמדת הרשות המבקשת מפרה את הדין אלא שתוצאותיה המעשיות של הפרה זו מתבטאות בהפסדים עצומים שנגרמים ללקוחותיה באופן שיטתי וצפוי מראש על ידי המבקשת.**

3. לעמדת הרשות הנקודה המשמעותית ביותר בנוגע לסוגיית ניהול התיקים היא אצל מי מצוי שיקול הדעת בנוגע לקבלת החלטת ההשקעה. לעמדת הרשות **חברה אינה יכולה להציע ללקוחותיה שירותי ניהול תיקים באמצעות תוכנה שמחליפה את שיקול דעתם בנוגע לביצוע העסקאות ולאחר מכן "להתחבא" מאחורי טענה כי מדובר ב"קופסא שחורה" אוטומטית שהיא אינה מודעת לדרך פעולתה ולכן אין להחיל עליה את החובות הבסיסיות שהמחוקק קבע שיחולו על מנהלי תיקים. בהקשר לרכיב שיקול הדעת בנוגע לקבלת החלטת ההשקעה אין "וואקום". שיקול הדעת בנוגע לקבלת החלטת ההשקעה מצוי אצל הלקוח אצל מנהל התיקים, והשאלה איך מנהל התיקים מקבל את החלטת ההשקעה - אם באופן "ידני" או ממוחשב, ואם הוא מודע לדרך הפעלת התוכנה או לא - היא שאלה משנית שאינה משפיעה על המסקנה המשפטית.**

4. סוגיות נוספות שמתעוררות בהליך זה עוסקות בשילוב בין פעילות ניהול תיקים ופעילות של זירת סוחר. ואולם, סוגיה **שאינה מתעוררת כלל בהליך הנוכחי**, למרות ניסיונותיה החוזרים ונשנים של המבקשת לטעון בכיוונה, היא שאלת סמכותה של הרשות "למגר" את המסחר האלגוריתמי או למנוע אותו. לרשות אין כל כוונה כזו ולכן החלקים הנרחבים בבקשה המתייחסים להעדר סמכותה כביכול של הרשות לעשות זאת פשוט אינם רלבנטיים.

**הדין הוא כי מי שמבקש לנהל כספי אחרים - גם אם הדבר נעשה באמצעות שימוש בתוכנת מחשב - חייב להיות בעל רישיון ניהול תיקים.**

5. סדר הטיעון במסגרת תשובה זו יהיה כדלקמן:

**בפרק ב'** לתשובה נדון בכלליות ובקצרה בהסדרת פעילותן של זירות סוחר ובתוך כך נציג את תכלית החוק, הרציונל העומד בבסיסו, ההסדרים העיקריים בחוק ניירות ערך ותכליתו של האיסור לקיים פעילות ניהול תיקים בזירת סוחר; **בפרק ג'** לתשובה נדון בהסדרת העיסוק בניהול תיקים ובתוך כך נציג את תכלית חוק הייעוץ והרציונל בבסיסו, וכן את ההגדרות הרלבנטיות ואת ההסדרים המרכזיים בו; **בפרק ד'** לתשובה נבחן מהי פעילות ניהול התיקים במסגרת מסחר אלגוריתמי; **בפרק ה'** לתשובה ננתח באופן ספציפי את הפעילות המבוצעת על ידי המבקשת והחברות הקשורות אליה ונראה כי מדובר בניהול תיקי השקעות הטעונה רישיון על פי חוק הייעוץ; **בפרק ו'** לתשובה נתאר את התנהלות הרשות מול המבקשת; **בפרק ז'** לתשובה נדון במספר סוגיות משפטיות נוספות; **ובפרק ח'** לתשובה נתייחס - ונדחה - את הטענות המנהליות המועלות על ידי המבקשות דוגמת הטענות הבלתי-נכונות כאילו הרשות נקטה באכיפה בדרגית, או פגעה בזכות השימוע ובחופש העיסוק של המבקשת. בנוסף, בפרק זה נתייחס גם לכך שהסעד הזמני שהתבקש אינו מתאים ולסוגיית מאזן הנוחות.

## **פרק ב': הסדרת פעילותן של זירות סוחר - תכלית החוק והרציונל בבסיסו; ההסדרים העיקריים; תכליתו של האיסור לקיים פעילות ניהול תיקים על ידי זירה**

6. ביום 15.6.2010 פורסם חוק ניירות ערך (תיקון מס' 42) התש"ע-2010, במסגרתו הוסף לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק"), פרק ז' 3 העוסק בזירת סוחר לחשבונו העצמי (להלן: "תיקון החוק"). תקנות ניירות ערך (זירת סוחר לחשבונו העצמי) התשע"ד-2014 (להלן: "תקנות זירות סוחר") פורסמו ביום 26.11.2014. בחודש מאי 2015 נכנסו לתוקף התיקון לחוק ותקנות זירות סוחר, ויצרו משטר חדש של רישוי והסדרה לגופים העונים להגדרת "זירת סוחר" בחוק.

7. עם זאת, נכון להיום, משטר הרישוי וההסדרה טרם נכנס לתוקף מלא, ואנו מצויים בתקופת מעבר, במסגרתה רשאיות לפעול אך ורק חברות שהגישו בקשה לרישיון זירה עד ליום כניסתם לתוקף של תיקון החוק ותקנות זירות סוחר (26.5.2015) (להלן: "יום התחילה"), וכן חברות שעתידות להעביר להן את פעילותן. בתקופת המעבר, החברות האמורות רשאיות לפעול, ללא רישיון וללא פיקוח, עד לקבלת החלטת הרשות בבקשת הרישיון שהגישו, בהתאם לתקנה 97 לתקנות זירות סוחר. ככל שהרשות תאשר בקשה, יינתן רישיון לחברה המבקשת והיא תוכל להמשיך לפעול. ככל שבקשת הרישיון תידחה, יהיה על החברה המבקשת להפסיק את פעילותה.

8. המבקשת הגישה בקשה לקבלת רישיון זירה במועד האמור ולמיטב ידיעת הרשות נכון למועד הנוכחי היא מתפקדת כזירת סוחר. בקשת המבקשת לקבלת רישיון הזירה טרם הוכרעה.

9. הרקע לתיקון החוק נעוץ בהתפתחותו, בעולם ובארץ, של מגזר של זירות אינטרנטיות, המאפשרות ללקוחותיהן לסחור בסוגים שונים של מכשירים פיננסיים (נגזרים וחוזים על מט"ח, מדדים, מניות סחורות וכו'). חלק גדול מזירות אלה מעניק את שירותיו לציבור הרחב וללקוחות קמעונאיים, תוך קיומם של ניהודי עניינים, המאפיינים פעילות זו. מכאן הצורך וההצדקה להתערבות רגולטורית ולהסדרת התחום בחקיקה. תיקון החוק נכתב במתכונת של חוק מסגרת, הכולל את עיקרי ההסדרה של פעילות חברה בעלת רישיון זירה (להלן: "זירת סוחר") ונושאים שמטבעם נכללים בהסדרה ראשית, בעיקר בנוגע להענקת הרישיון ושליטתו. כך למשל, מטיל החוק איסור על ניהול זירת סוחר

ללא רישיון זירה מאת הרשות, וכן על הצעה לסחור בזירת סוחר שאינה בעלת רישיון זירה. בין התנאים למתן רישיון זירה נכללים תנאים בדבר הון עצמי, נכסים נזילים, פיקדון וביטוח, מיומנות טכנית, וכן התקיימות יכולת אכיפת החוק כלפי זירת הסוחר אם השליטה על עסקיה וניהולם אינם מופעלים בישראל. הרשות רשאית לסרב לתת רישיון זירה מטעמים הנעוצים במהימנותה של זירת הסוחר ומהימנות נושאי המשרה ובעלי השליטה בה. תיקון החוק מטיל חובה על בעל שליטה בזירת הסוחר לקבל היתר שליטה מהרשות, ומקנה לרשות סמכויות שונות בקשר לכך.

כמו כן, עוגנו בחוק מספר נורמות בסיסיות, החלות על זירות הסוחר, ובהן **איסור על עיסוקים נוספים מלבד ניהול הזירה** וכן איסור מתן אשראי ללקוחות, איסור בדבר ניצול אי ידיעתו או חוסר ניסיונו של הלקוח כדי לקשור עסקה בתנאים בלתי סבירים, החובה לנהל את זירת הסוחר באופן תקין והגון ולהימנע מלכלול פרט מטעה בדיווח או בפרסום.

10. חלק עיקרי בהסדרת פעילותן של זירות הסוחר נכלל בתקנות זירות סוחר שהותקנו מכוח החוק והן כוללות פרקים המסדירים את הנושאים הבאים:

- א. בקשה לרישיון - פרטים בנוגע לדוחות שיש להגיש במסגרת בקשת הרישיון;
- ב. רמת המינוף - היחס המותר בין הביטחונות שנדרש הלקוח להפקיד לבין גודל הפוזיציה שניתן לפתוח עבורו;
- ג. טיפול בניגודי עניינים - החובה לזהות, לגלות ולקבל את אישור הלקוח לניגודי עניינים, החובה לקבוע נהלים לצמצום וכן איסורים החלים על זירות הסוחר ונובעים מניגודי עניינים שבו הן מצויות;
- ד. כספי לקוח - אופן השמירה על כספי ונכסי הלקוחות;
- ה. מידע ללקוח - פרטים שיש לכלול בהסכם המסגרת ובדוחות ללקוח;
- ו. הוראות שמירת מסמכים;
- ז. התאמת הפעילות בזירה ללקוח - החובה של זירות הסוחר לבחון את התאמת הפעילות בזירה ללקוח;
- ח. פרסום ושיווק זירה - נורמות החלות על זירות הסוחר בנוגע לפרסום ושיווק;
- ט. דיווחים לרשות - פירוט בנוגע לדוחות התקופתיים והמיידיים שהזירה נדרשת להגיש לרשות;
- י. רישום עסקאות, הוראות וציטוטים - חובת הזירה לנהל רישום של פרטים בנוגע לעסקאות;
- יא. הון עצמי מזערי, נכסים נזילים וביטוח - חובות זירות הסוחר שנועדו לצמצם את הסיכון לכך שלא יוכלו לעמוד בהתחייבויותיהן;

11. כאמור, ניגוד העניינים הגלום בפעילות זירות הסוחר היה אחד הגורמים המרכזיים שהביאו לצורך בהסדרת התחום ועמדו ברקע לתיקון החוק. עוצמתו של ניגוד העניינים בין זירת הסוחר ללקוחותיה נגזרת מקושי מובנה, הנוצר מעצם הגדרתה של זירת הסוחר כמי שקונה מלקוחותיה לחשבונה העצמי או מוכרת ללקוחותיה מחשבונה העצמי. כלומר, בשונה מבורסה, הזירה היא זו שמבצעת את העסקה הנגדית מול הלקוח ומכאן - לכל הפחות במקרים בהם אינה "מתכסה" באופן מלא - שיש לה אינטרס מובנה שהלקוח יפסיד. כאמור, הניגוד מחריף מהותית כאשר מדובר בזירת סוחר שאינה "מתכסה" כנגד חשיפתה הנובעת מהעסקאות מול לקוחותיה. רווחיה של זירת סוחר כזו יצמחו בהתאמה וביחס הפוך להפסדי לקוחותיה. חומרת ניגוד העניינים עשויה להתעצם עוד עקב פערי מידע בין זירת הסוחר ללקוח: זירת הסוחר חשופה למעשה לכל המידע הנוגע לכלל לקוחותיה, לפוזיציות ולפעולות שהלקוח עתיד לבצע, בעוד שהלקוח אינו חשוף לכל המידע.

12. לאור זאת, נדרש פרק ניגוד העניינים בתקנות זירות סוחר להתמודד עם ניגוד העניינים החריף, והוא מחייב את זירות הסוחר לכלול בתקנון, הכפוף לאישור הרשות, מסמך מדיניות ניגוד עניינים שבמסגרתו יש לפרט את כל הנסיבות המצמיחות ניגודי עניינים בין זירת הסוחר וחברות קשורות לה לבין הלקוח, ונהלים שתיישם על מנת לצמצם את ניגודי העניינים. על זירות הסוחר לקבל מראש ובכתב את הסכמת הלקוח למסמך מדיניות ניגוד העניינים.

13. בנוסף למנגנון הכללי, המוסדר במסמך מדיניות ניגוד העניינים, תקנה 10 לתקנות זירות סוחר אוסרת במפורש על זירות סוחר ומי מטעמן על מתן שירותי ייעוץ השקעות וניהול תיקים בקשר עם מכשיר פיננסי הנסחר בזירה או עם נכס בסיס של מכשיר פיננסי כאמור, וזאת בשל ניגודי העניינים החריפים הכרוכים בכך, ובכפוף להיתרים הקבועים בתקנה 10(ב)<sup>1</sup>. מדובר באיסור הגיוני ומתבקש, שכן הזירה היא זו שמבצעת את העסקה מול הלקוח, והיא זו - לכל הפחות במקרים בהם אינה "מתכסה" באופן מלא - שתהנה מהפסד של הלקוח. לכן מתבקש לא לאפשר לה לייעץ ללקוח או לנהל את תיקו של הלקוח בנוגע לאותן עסקאות ממש בהן יש לה אינטרס ישיר שהלקוח יפסיד. ברור לחלוטין שהזירה אינה מסוגלת לפעול לטובת הלקוח בעסקאות שהמטרה העיקרית שלה בהן היא שהלקוח יפסיד. החשש הוא כי פעילות של ייעוץ או ניהול תיקים בידי הזירה או מי מטעמה תשדל לקוחות לפעול באופן שיפגע בהם.

14. תקנה 10 לתקנות זירות מסחר, שכותרתה "איסור מתן שירותי ייעוץ וניהול תיקים" קובעת כך:

"10(א) חברה או מי מטעמה לא תיתן ייעוץ ללקוח בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קנייה או מכירה של מכשיר פיננסי שהיא סוחרת בו או של נכס בסיס של מכשיר פיננסי שהיא סוחרת בו; לעניין זה, 'ייעוץ' - בין במישרין ובין בעקיפין, לרבות באמצעות פרסום, בחוזרים, בחוות דעת, באמצעות הדואר, הפקסימיליה או בכל אמצעי אחר.

<sup>1</sup> ההיתרים מתייחסים להפניה למידע עובדתי בנוגע לנכס בסיס של מכשיר פיננסי שהכין ופרסם גורם שאינו החברה או מי מטעמה ולפרסום אנליזות.

(ב) על אף האמור בתקנת משנה (א) -

- (1) חברה רשאית להפנות את לקוחותיה למידע עובדתי בנוגע לנכס בסיס של מכשיר פיננסי, שהכין ופרסם גורם שאינו החברה או מי מטעמה, בתנאי שההפניה היא כללית ומתמשכת, שבחירת המידע אינה על פי שיקול דעתה של החברה ושהמידע לא הוכן או פורסם לבקשת החברה;
- (2) חברה או מי מטעמה רשאית לפרסם עבודת ניתוח, ובלבד שמתקיימים כל אלה:

- (א) עבודת הניתוח תהיה כללית ואינה מיועדת ללקוח מסוים;
- (ב) עבודת הניתוח תהיה זמינה לכל לקוחות החברה באתר החברה, ולא תישלח ללקוח מסוים;
- (ג) עבודת הניתוח תכלול התייחסות לניגוד עניינים שבין פרסום עבודת הניתוח לבין השירותים שמציעה החברה;

...

(ג) חברה או מי מטעמה לא תבצע ללקוחותיה עסקאות לפי שיקול דעת במכשיר פיננסי שהיא סוחרת בו".

15. לשם ההשוואה, נציין לדוגמא את הוראות חוק הייעוץ שיצר קטגוריה של משווקי השקעות העוסקים בייעוץ בסיטואציה שבה יש להם ניגוד ענייניים כתוצאה מזיקה שלהם למושא הייעוץ, המאפשר מתן שירותי ייעוץ, ובלבד שהייעוץ ייתן גילוי ללקוח בדבר קיומה של הזיקה ושל ניגוד העניינים העשוי לנבוע ממנה. לעומת זאת, ההסדר שנקבע בתקנות זירות סוחר נובע מהבנת המחוקק כי ניגוד העניינים של הסוחרים לחשבון עצמם עשוי להיות ברמה כה גבוהה והוא כה ישיר, עד שלא די בהסדר המאפשר מתן ייעוץ תוך גילוי דבר הזיקה ללקוח, אלא שיש מקום לאסור לחלוטין על זירות סוחר ועל מי מטעמן את פעולות הייעוץ וניהול התיקים לגבי המכשירים הפיננסיים הנסחרים בהן ונכסי הבסיס שלהם.

16. האיסור הקטגורי בתקנה 10 לתקנות זירות סוחר אינו מאמץ את הפטורים הקבועים בסעיף 3 לחוק הייעוץ שכלל אינם רלבנטיים, ובכלל זה לא אומץ הפטור למתן ייעוץ ללא רישיון באמצעי התקשורת. נהפוך הוא, התקנה מבהירה באופן שאינו משתמע לשני פנים כי רק מידע עובדתי וכללי ועבודות ניתוח כלליות הן מותרות. ניהול תיקים אסור בכלל.

17. נציין כי האיסור על פעולות ייעוץ וניהול תיקים על ידי זירת סוחר נגזר גם מן האיסור על החברה לעסוק בכל עיסוק נוסף מלבד ניהול הזירה, המעוגן בסעיף 44טז(א) לחוק, המהווה כאמור לעיל את אחת מהוראות החוק שנועדה להתמודד, בין היתר, עם פערי המידע וניגודי העניינים האינהרנטיים לפעילות החברות נשוא הסדרה זו<sup>2</sup>. נושא זה הוסבר על ידי נציגת הרשות, בין היתר, בישיבת וועדת המשנה של וועדת הכספים מיום 8.12.2013 (בעמ' 30-31):

**"לא, אבל פה זה לא עניין של רישיון או לא רישיון. יש פה איסור לעסוק, לא קשור לרישיון או לא. זאת אומרת, חוק הייעוץ קובע שאפשר לבקש רישיון, לקבל רישיון**

<sup>2</sup> לדרישת ייחודיות העיסוק יש טעמים נוספים שלא נרחיב בעניינם כגון גידור הסיכונים הגלומים בפעילות הזירה אלא המתחייבים מפעילות זו, והתמקדות בפעילות הזירה על פני פעילויות אפשריות אחרות.

לעסוק בייעוץ השקעות. פה זה משהו אחר, זה אומר: אסור לך לעסוק, לא קשור לרישיון. עם רישיון, בלי רישיון, אסור לך לעסוק, בגלל הנושא של ניגוד העניינים המובנה. דרך אגב, גם לבנקים למשל אסור לעסוק בניהול תיקים, זה קבוע

...

החוק עצמו אומר ב-44טז(א): חברה בעלת רישיון זירה לא תעסוק בכל עיסוק נוסף מלבד ניהול הזירה".

18. לאור האמור לעיל ברור כי האמור בסעיף 5 לבקשה כאילו ב"תקנות שהסדירו את הפעילות בזירות סוחר מבלי שנקבעה בהם כל מגבלה על מסחר אלגוריתמי" פשוט אינה נכונה. מדובר שוב בטרמינולוגיה שנועדה לבלבל בין "מסחר אלגוריתמי" ובין "ניהול תיקים ממוחשב". תקנות זירות סוחר קובעות באופן מפורש כי הזירה לא יכולה לנהל תיקים - באופן "ידני" או אלגוריתמי, והחוק קובע כי זירה לא תעסוק בכל עיסוק נוסף מלבד ניהול הזירה.

19. ניתן לסכם את האמור בפרק זה כדלקמן:

- א. המבקשת פועלת כזירת סוחר. היא הגישה בקשה לרישיון זירה שטרם הוכרעה.
- ב. בשל ניגודי העניינים החריפים בין זירת סוחר לבין לקוחותיה נקבע בתקנות זירות סוחר כי לזירת סוחר אסור לתת שירותי ניהול תיקים בקשר עם מכשיר פיננסי הנסחר בזירה.
- ג. מטעמים דומים נקבע גם כי זירה לא תעסוק בכל עיסוק נוסף מלבד ניהול הזירה.
- ד. תקנות זירות סוחר עדיין אינן חלות על המבקשת, אך הן מבחינות באופן ברור בין ניהול זירת סוחר ובין ניהול תיקים. הבחנה זו קיימת כבר כיום, שכן מדובר בשתי פעילויות שונות (האחת כבר מוסדרת, והאחרת לקראת תחילת הסדרה).

## **פרק ג': הסדרת העיסוק בניהול תיקים - תכלית חוק הייעוץ; הרציונל בבסיסו; הגדרות רלבנטיות והסדרים מרכזיים בחוק הייעוץ**

### **ג(1) - כללי**

20. בשוק הפיננסי פועלים מתווכים רבים, ולכל אחד מהם תפקיד מפתח בפעילות הכלכלית של המשק, שכן הם אחראים על העברה יעילה של כספים בשוק ההון בין חוסכים ללווים, בין חוסכים לממשלה ובעידן הגלובליזציה גם בין חוסכים למשקיעים בארץ ובחו"ל, ובכך מממנים את ההשקעות ואת הפעילות השוטפת של המגזר העסקי ושל משקי הבית.

21. מערכת התיווך הפיננסי רגישה ביותר לחשש מפני פשיטות רגל של מתווך פיננסי גדול כגון בנק או קופת פנסיה, ומפני תרמיות ואי סדרים שונים, בשל ההשלכות החמורות העלולות להיות להן על פעילות משקי הבית, על החברות העסקיות, ועל יציבותם של מתווכים אחרים. כדי לצמצם את פגיעותם של המתווכים הפיננסיים הוקמו המערכות להסדרה ולפיקוח על פעילותם, כשמטרת העל של ההסדרה והפיקוח היא הגנה על האינטרסים של הציבור.

22. במישור דיני ניירות הערך נשענת הגנת ציבור המשקיעים במידה רבה על הסדרת פעילותם של המתווכים הפיננסיים, ובהם מנהלי קרנות נאמנות, יועצי השקעות, משווקי השקעות ומנהלי תיקים. בשל מורכבות הפעילות בשוק הפיננסי, חייבים למעשה רובם של המשקיעים להישען במידה כזו או אחרת על התיווך הפיננסי.

23. בדברי ההסבר להצעת חוק הייעוץ<sup>3</sup> (להלן: "הצעת חוק הייעוץ"), בפסקת המבוא, צוין כי "נוכח התפתחות שוק ההון בישראל נועד החוק המוצע להסדיר את העיסוק בניהול תיקים וביעוץ השקעות, הן מבחינת הכישורים של מי שיוורשו לעסוק ביעוץ ובניהול תיקים והן לעניין היחסים בין היועצים ומנהלי התיקים לבין לקוחותיהם, לרבות דרכי פעולה בתחום העיסוק, חובת נאמנות, חובת זהירות ומניעת ניגודי עניינים".

24. עוד צוין בדברי ההסבר<sup>4</sup> (בהתייחס לסעיפים 11-20 להצעת חוק הייעוץ), כי "החובות העיקריות שמוצעת להטיל על בעל רישיון הן חובת הנאמנות וחובת הזהירות, אשר מהן נגזרות חובות משנה נוספות. בעל רישיון יהיה חייב לפעול לטובת לקוחותיו בלבד, באמונה, בשקידה, וברמת מיומנות של בעל רישיון סביר, ללא העדפת עניינו של לקוח אחד על פני לקוח אחר, וללא העדפת ניירות ערך של בעל הרישיון או של תאגיד קשור ... כדי לאפשר למשקיע לשקול את כדאיות ההשקעה, על יועץ השקעות לגלות ללקוחותיו גילוי נאות של העניינים המהותיים לעסקה המוצעת ...".

25. המסקנה המתבקשת מדברי ההסבר להצעת חוק הייעוץ, מהם לומדים אנו על הרקע לחקיקתו בכלל, היא כי חוק הייעוץ נועד להבטיח את רמת השירות המקצועי של יועצים, משווקים ומנהלים של תיקי השקעות, לפקח על עבודתם, למנוע ככל האפשר מצב של ניגוד עניינים בין חובת הנאמנות כלפי הלקוחות לבין האינטרסים שלהם או של הגופים להם הם כפופים – והכל, במטרה להגן על הלקוח<sup>5</sup>.

26. למסקנה זו הגיע גם בית המשפט העליון בבג"ץ 1715/97 לשכת מנהלי ההשקעות בישראל ואח' נ' שר האוצר ואח'<sup>6</sup>. שם נדונה עתירתם של מנהלי תיקי השקעות כלפי החוק שטענתם הייתה כי מספר הוראות בחוק אינן חוקתיות ומנוגדות לדרישותיו של חוק יסוד: חופש העיסוק, ובית המשפט התבקש להכריז על בטלותן. בפסק הדין התייחס בית המשפט העליון (כב' הנשיא ברק, בהסכמת כל יתר חברי ההרכב) בהרחבה לתכליתו של החוק ומטרותיו, וקבע כדלקמן:

**"התכלית המונחת ביסוד חוק תיקי השקעות הייתה להסדיר את העיסוק בניהול תיקים (ובייעוץ השקעות - עניין שאינו עומד בפנינו). הצורך להסדיר תחום זה בא בשל**

<sup>3</sup> דברי ההסבר להצעת חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995, ה"ח 2320 עמ' 92 (להלן: "דברי הסר לחוק הייעוץ").

<sup>4</sup> שם, בעמ' 98, 92. ראו גם: דברי סגן שר האוצר בקריאה ראשונה של הצעת החוק: הכנסת ה-13 ד"כ 109 (תשמ"ח) 763-764.

<sup>5</sup> ת"צ (ת"א) 25282-06-10 שמואל רוזובסקי ואח' נ' איזי פורקס ואח' [פורסם בנבו] (להלן: "פס"ד בעניין רוזובסקי").

<sup>6</sup> בבג"ץ 1715/97 לשכת מנהלי ההשקעות בישראל ואח' נ' שר האוצר ואח', פ"ד נא (4) 367 (להלן: "פס"ד לשכת מנהלי ההשקעות").



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 (ראה סעיף 13(ג)(2) לחוק תיקי השקעות) - 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" (שם, בסעיף 21 לפסה"ד).

27. דומה כי לא ניתן לחלוק על כך שתכלית חוק הייעוץ ומטרותיו הם בראש ובראשונה הגנה על ציבור הלקוחות - המשקיעים.<sup>7</sup>

28. ייעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות הם עיסוקים מקובלים בישראל (נכון לסוף שנת 2015 ישנם כ-3,058 יחידים בעלי רישיון ייעוץ השקעות; כ-582 בעלי רישיון שיווק השקעות; וכ-884 בעלי רישיון ניהול תיקים). **מי שמנהל תיקי השקעות מבצע עסקאות, לפי שיקול-דעת, בחשבונם של אחרים, קרי - לקוחותיו.** הוא פועל על-פי הרשאה שלקוחותיו נותנים לו, ובהתאם להרשאה זו קונה ומוכר ניירות ערך ונכסים פיננסיים בשמם של אותם אחרים לפי שיקול-דעת שאינו של הלקוח. את שיקול הדעת מפעיל מנהל התיקים על פי מדיניות ההשקעה שנקבעה מראש ללקוח. היקף שיקול-דעתו של מנהל תיק ההשקעות תלוי בהסכם שבינו לבין שולחו, והוא משתנה ממקרה למקרה. לעומת זאת, יועץ השקעות ומשווק השקעות, עוסקים במתן ייעוץ ללקוח ואת החלטות ההשקעה מקבל הלקוח בעצמו.

## **ג(2) - תמצית הוראות חוק הייעוץ**

29. חוק הייעוץ מסדיר את העיסוק בייעוץ השקעות, בניהול תיקי השקעות ובשיווק השקעות (להלן: **"בעלי רישיון"**). הוראות החוק הן קוגנטיות ואינן ניתנות להתניה וויתור בהסכם שבין הצדדים למעט כאשר החוק מתיר זאת במפורש. להלן תמצית עיקרי הוראות החוק:

<sup>7</sup> ראו בפס"ד בעניין רוזובסקי בה"ש 5 לעיל. שם בעמ' 9.

- א. **חובת רישוי - חוק הייעוץ קובע חובת רישוי לעניין העיסוק הן בייעוץ השקעות, הן בשיווק השקעות והן בניהול תיקי השקעות** (סעיף 2 לחוק הייעוץ). לעניין **ניהול תיקים** נקבע כי כאשר הוא נעשה במסגרת של חברה הן היחיד והן החברה חייבים ברישיון שכן נקבע כי יחיד בעל רישיון לא יוכל לנהל תיקי השקעות אלא אם כן הוא עובד בחברה שהיא בעלת רישיון לניהול תיקי השקעות.
- ב. **פעילות אסורה על בעל רישיון** - החוק קובע פעילות אסורה על בעלי רישיון (סעיף 4 לחוק הייעוץ), ובכלל זה, איסור להחזיק או לרכוש ניירות ערך בעבור עצמו; איסור על ניהול תיקי השקעות בעבור בן משפחה או בעבור תאגיד שהוא או בן משפחתו הינם בעלי שליטה בו. הוראות אלה נועדו להגן על הלקוחות בדרך של **מניעה מראש על מנהל תיקי השקעות מלעמוד במצב של ניגוד עניינים בין חובת הנאמנות כלפי לקוחותיו לבין האינטרס שלו לקידום ענייניו**<sup>8</sup>. המטרה היא למנוע מצב שבו יעדיף בעל הרישיון אינטרס אישי שלו, או של בני משפחתו, על פני האינטרס של הלקוחות אשר להם הוא מייצג או שבעבורם הוא משווק או מנהל תיקי השקעות. מדובר "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 האמורים בחוק באו למנוע מצב זה"<sup>9</sup>.
- ג. **תנאים למתן רישיון** - החוק קובע תנאים למתן רישיון יועץ ורישיון משווק (סעיף 7 לחוק הייעוץ), וכן תנאים למתן רישיון מנהל תיקים (סעיף 8 לחוק הייעוץ), הן בהתייחס ליחיד והן בהתייחס לתאגיד. לעניין חברה המבקשת רישיון כמנהלת תיקים נקבע, בין השאר, כי עליה להיות בעלת הון עצמי בסכום מסוים. בחינות וסדריהן הוסדרו בתקנות הבחינות. החוק גם קובע כי מנהל תיקים לא יעסוק בחיתום (סעיף 8(ב)(1) לחוק הייעוץ).
- ד. **חובות אמון וזהירות** - פרק ג' לחוק הייעוץ דן בחובות האמון והזהירות של בעלי הרישיון השונים. במסגרת פרק זה מוטלות עליהם, בין היתר, חובות אמון (סעיף 11 לחוק הייעוץ) שקובעת כי בעל רישיון 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.
- חובה נוספת של בעל רישיון היא להתאים את השירות לצורכי הלקוח (סעיף 12 לחוק הייעוץ), ולפיה בעל רישיון נדרש להתאים, ככל האפשר, את הייעוץ או את השיווק שהוא נותן ללקוחותיו או את אופי העסקאות שהוא מבצע עבורם לצרכיו ולהנחיותיו של כל לקוח, לאחר שבירר עם הלקוח את מטרות ההשקעה, את מצבו הכספי לרבות ניירות הערך והנכסים הפיננסיים שלו, ואת שאר הנסיבות הצריכות לענין. בעל רישיון גם נדרש לערוך הסכם בכתב עם הלקוח ונקבעו נושאים ספציפיים שעל בעל הרישיון לכלול בהסכם (סעיף 13 לחוק הייעוץ).

<sup>8</sup> דברי ההסבר לחוק הייעוץ, ה"ש 3 לעיל, בעמ' 95.

<sup>9</sup> ראו בפס"ד לשכת מנהלי ההשקעות, בעמ' 399-400.

בנסיבות שבהן נודע לבעל רישיון על ניגוד עניינים בינו או בין התאגיד המורשה שבו הוא עובד או שותף, לבין הלקוח, בין במתן שירות לאותו לקוח דרך כלל, ובין לגבי עסקה מסוימת, חייב בעל הרישיון להודיע על כך ללקוח, ולהימנע מלבצע כל פעולה שיש בה ניגוד עניינים, זולת אם הסכים הלקוח לכך ביחס לאותה עסקה (סעיף 15 לחוק הייעוץ).

על בעל רישיון חל איסור העדפה במסגרת מתן שירותי ייעוץ השקעות או בניהול תיקי השקעות נכסים פיננסיים שלו או של תאגיד קשור לתאגיד בו הוא עובד או שותף (סעיף 16 לחוק הייעוץ).

עוד קובע חוק הייעוץ כי במקרה של עסקה הכרוכה בסיכון מיוחד, חלה חובה על יועץ השקעות או משווק השקעות, להודיע ללקוח מהו הסיכון. מנהל תיקים לא יבצע עבור לקוח עסקה הכרוכה בסיכון מיוחד מבלי שהלקוח נתן אישורו מראש בכתב לאותה עסקה או לעסקאות הכרוכות באותו סוג סיכון (סעיף 18 לחוק הייעוץ).

החוק מטיל חובת זהירות, שלפיה על בעל רישיון לנהוג בעיסוקו בזהירות וברמת מיומנות שבעל רישיון סביר היה נוהג בהם בנסיבות דומות, ולנקוט את כל האמצעים הסבירים להבטחת ענייניהם של לקוחותיו (סעיף 20 לחוק הייעוץ).

ה. **כללים מיוחדים לניהול תיקים** - פרק ד' לחוק הייעוץ קובע הוראות באשר לאופן החזקה וניהול נפרד של נכסי הלקוח ונכסי מנהל התיקים (סעיף 22 לחוק), תוך הטלת איסור על שימוש בנכסי הלקוח שלא בהסכמתו (סעיף 23).

### **פרק ד': פעילות ניהול תיקים באמצעות מסחר אלגוריתמי**

#### **ד(1) - כללי**

30. **כבר בראשית פרק זה יש להבהיר נקודה בסיסית שמשיטה במידה רבה חלקים נרחבים מטיעון המבקשת - הרשות אינה מבקשת "למגר" את המסחר האלגוריתמי או למנוע אותו.**

המבקשת מנסה בכל כוחה לטעון כי זו כוונת הרשות. כך למשל, בסעיף 1 לבקשה המבקשת טוענת כי הרשות החליטה בכל כוחה לטעון כי זו כוונת הרשות. בסעיף 61 לבקשה המבקשת טוענת כי "על אף התנהלות הרשות, ממנה ניתן ללמוד כי היא מבקשת למנוע כליל מסחר מסוג אלגוריתמי..."; בסעיף 63 לבקשה המבקשת טוענת כי "מרגע שהרשות החליטה להשיג את המטרה שהציבה לעצמה, כפי שצוין לעיל, של ביטול אפשרות של המסחר האלגוריתמי..."; בסעיף 91 לבקשה המבקשת טוענת כי "אם תתקבל עמדת הרשות, המשמעות לכך היא בלתי מתקבלת על הדעת ... וכל תעשיית האלגוריתמי דינה כליה..."; בסעיף 94 לבקשה נטען כי "הפוך והפוך בדברי החקיקה הרלוונטיים ולא תמצא איסור על ביצוע של מסחר אלגוריתמי"; בסעיף 103 נטען כי "יש לראות את החלטת הרשות כהחלטה לאסור כליל את מסחר האלגוריתמי, דבר שרק המחוקק מוסמך..."; בסעיף 114 נטען כי "מקום בו הדבר [אלגוריתמי] לא נאסר - אין זה בסמכותה של הרשות לעשות כן ללא חקיקה מתאימה..."; ועוד.

31. **טענה זו פשוט אינה נכונה**, והדברים יפורטו בהרחבה להלן. לכן גם כל החלקים בבקשה המתייחסים להעדר סמכותה כביכול של הרשות "למגר" את המסחר האלגוריתמי פשוט אינם רלבנטיים. זו אינה כוונת הרשות ולכן הדיון הארוך בשאלה אם יש לה או אין לה סמכות לעשות זאת - מיותר.

32. העובדה שלרשות אין כל כוונה, והיא אף אינה מנסה, "למגר" את המסחר האלגוריתמי משמיטה את הטענה המרכזית של המבקשת בבקשה - טענת העדר הסמכות. המבקשת עצמה מציינת כי "טענתה העיקרית של המבקשת בעתירה זו היא שהרשות התיימרה לפעול מחוץ למסגרת סמכויותיה" (סעיף 4 לבקשה). הפעולה נטולת הסמכות כביכול שנגדה מלינה המבקשת היא "מיגור" המסחר האלגוריתמי, שכלל לא התרחש ואין כוונה לבצעו.

33. דומה כי המבקשת עצמה אינה מאמינה בטענתה. עיון בסעיפים 50-52 לבקשה מראה כי **המבקשת מודעת היטב לכך שהרשות לא התכוונה למנוע מסחר אלגוריתמי באופן גורף**, אלא כי טענת הרשות אחרת ומצומצמת הרבה יותר. למעשה, לרשות יש שלוש טענות עיקריות שיפורטו בהרחבה בפרק זה להלן:

- א. **חברה או אדם המבקשים לבצע מסחר אלגוריתמי עבור אחרים יכולים לעשות כן, אך הם נדרשים לקבל רישיון מנהל תיקים בהתאם לחוק הייעוץ**. זאת כיוון שמבחינת הלקוח אין הבדל מהותי בין מצב בו קבלת החלטות בנוגע להשקעותיו נעשית על ידי אדם או על ידי כל אמצעי תומך קבלת החלטה לרבות מכונה שאותו אדם אחר מפעיל. העיקר מבחינת הלקוח - ומבחינת הצורך להגן על האינטרסים של הלקוח - הוא העובדה ששיקול הדעת בנוגע לקבלת החלטת ההשקעה יצא מידיו של הלקוח ועבר לידי גורם אחר.
- ב. **גוף שקיבל רישיון מנהל תיקים יכול לבצע עסקאות עבור לקוחותיו באמצעות תוכנה** (בהתאם לפרטי ההתקשרות הספציפיים בין מנהל התיקים ללקוח ובכפוף לחובות הזהירות החלות עליו לפי החוק) **אך נכון להיום אינו יכול לבצע פעילות זו בזירת סוחר** אלא רק בפלטפורמות מסחר אחרות, וזאת מכוח הוראות סעיף 22(3) לחוק הייעוץ.
- ג. **זירת סוחר אינה מורשית לתת ללקוחותיה שירותי ניהול תיקים בקשר עם מכשיר פיננסי הנסחר בזירה**.

#### ד(2) - מסחר אלגוריתמי

34. בעבר, המסחר בשוק ההון התנהל באופן בלתי אמצעי, ובהתבסס על שירותיהם של סוחרים אנושיים, שעל בסיס יחסים בין אישיים ניהלו מסחר על רצפת הבורסה. אך כיום שוק ההון הוא שוק אלקטרוני, אנונימי, שרובו מתנהל ללא מגע יד אדם, באופן אוטומטי, וללא כל קשר ישיר בין הסוחרים.

35. בין יתר הרכיבים שעברו "אוטומציה" במסגרת השינוי שעבר המסחר בשוק ההון היו גם **הסוחרים עצמם**. כיום אלגוריתמים ממוחשבים מאפשרים לבצע באופן אוטומטי ועל בסיס התוכנה שמפעילה אותם פעולות במקום הסוחר האנושי, לרבות פעולות מורכבות מאד, באופן מהיר וזול. פעולות אלה, שעה שהן אכן מבוצעות באופן ישיר על ידי תוכנה שמקבלת החלטות על בסיס אסטרטגיה שנקבעה מראש וללא התערבות אנושית, מכונות מסחר אלגוריתמי.

36. הוועדה לשכלול ולעידוד הנזילות בבורסה הגדירה מסחר אלגוריתמי כך:

**"מסחר אלגוריתמי (Algorithmic Trading ובקיצור Algo Trading) משמעו שימוש בפלטפורמות טכנולוגיות לצורך ניתוח נתוני השוק וביצוע מסחר בניירות ערך, בנגזרים ובמכשירים פיננסיים נוספים. במסחר אלגוריתמי המחשבים פועלים ישירות מול**

**פלטפורמת המסחר, ומגשים הוראות ללא כל התערבות אנושית. המחשבים בוחנים מידע מהשוק ומידע רלוונטי אחר במהירות עיבוד גבוהה, ובהתבסס על מידע זה, ועל אלגוריתם שהוזן מבעוד מועד, מבצעים פעולות מסחר."**

עמ' 69 לדוח הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה (להלן: "דוח הוועדה") מצ"ב **כנספת א'**.

במקומות אחרים מסחר אלגוריתמי הוגדר כ"שימוש בתוכנות מחשב לצורך קבלת החלטות, ניהול והגשת פקודות באופן אוטומטי" או כ"שימוש במחשב לצורך אוטומציה של אסטרטגיית מסחר".

עמ' 5 ל"נייר עבודה: מסחר אלגוריתמי ומסחר בתדירות גבוהה - סקירה וממצאים ראשוניים משוק ההון הישראלי". מסמך זה מצוי בכתובת:

[http://www.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/IsaFile\\_8229.pdf](http://www.isa.gov.il/GeneralResearch/179/Documents/IsaFile_8229.pdf)

37. **נהוג לחלק את המסחר האלגוריתמי לשתי קטגוריות עיקריות.** הראשונה היא מסחר בתדירות גבוהה - High Frequency Trading (להלן: "HFT"). במסגרת ה-HFT נבנות פוזיציות לפרקי זמן קצרים שמטרתן ליצור רווח (ממוצע) זעיר לעסקה בתדירות גבוהה ובהיקף גדול. הפוזיציות נבנות באופן אוטומטי באמצעות אלגוריתמים הפועלים במגוון אסטרטגיות. השנייה היא מסחר בתדירות נמוכה במסגרתו נבנות פוזיציות מסחר בנות יום עד חודש כאשר במהלך תקופה זו תוכנת המחשב מחזקת ומתקנת את הפוזיציה על פי אלגוריתם מוגדר מראש.

38. המאפיינים המרכזיים של המסחר האלגוריתמי כפי שמוזכרים בדוח הוועדה (בעמ' 66) הם:

- א. תכנון (תכנות) מראש של אסטרטגיית המסחר, כאשר לרוב מדובר באסטרטגיות מורכבות.
- ב. קבלת החלטות אוטומטית על בסיס אסטרטגיית המסחר.
- ג. ביצוע אוטומטי של החלטות המסחר באמצעות הגשת הפקודות.
- ד. יכולת גבוהה של עיבוד מידע.
- ה. שימוש במידע בזמן אמת.
- ו. נמצא בשימוש משקיעים מתוחכמים.
- ז. נטול כל התערבות אנושית.
- ח. שימוש בשירותי גישה ישירה לשוק.

39. למסחר האלגוריתמי היבטים חיוביים דוגמת שיפור הנזילות, הפחתת עלויות עסקה ותרומה ליעילות הליך קביעת המחיר. עם זאת, בנסיבות מסוימות עלול המסחר האלגוריתמי להוביל לפגיעה ביציבות המסחר או למחסור זמני בנזילות ולכן הוא עשוי להיתפס גם כפוגע בתקינות המסחר ובמוניטין של השווקים. החשש העיקרי הנובע מהמסחר האלגוריתמי הוא שהעדר הרכיב האנושי בצירוף מנגנון קבלת החלטות אוטומטי מהיר במיוחד עשויים להוביל לטעות או כשל תפעולי שישבשו באופן משמעותי את תקינות המסחר וייסבו נזקים למשקיעים או לאחרים תוך פרק זמן קצר מאד.

40. על מנת להתמודד עם הסיכונים שבמסחר אלגוריתמי פיתחו בורסות בעולם מגוון מערכות, כלים ויכולות שנועדו לנסות למנוע סיכונים לפגיעה ביציבות הסחר. למשל, בכללים של הבורסה בתל אביב קיימים המנגנונים הבאים שרלבנטיים להתמודדות עם מצבים שייגרמו כתוצאה ממסחר אלגוריתמי:

א. **מנתקי זרם (Circuit Breakers)** - בבורסה בתל אביב מופעל מנתק זרם למקרה של תנודה חדה במדד ת"א-25 שבעקבותיו נדחה מועד מסחר הפתיחה או שמתקיימת הפסקת מסחר. מנגנון זה מקנה לבורסה שיקול דעת בקשר עם משך דחיית/הפסקת המסחר או מועד חידוש.

ב. **מנגנונים למיתון תנודות** - הבורסה בתל אביב מפעילה מנגנון שבוחן את הפקודות המגיעות למחשב המסחר ומנטר את תנודות השערים בעסקאות שעומדות להתבצע בניירות הערך השונים. אם תנודת השער הצפויה גבוהה מהשיעור שנקבע העסקה לא מתבצעת ובמקומה מתקיים מסחר בשיטת המכרז לפרק זמן מסוים. הדבר מאפשר לסוחרים לשנות פקודות, לבטלן, או להוסיף עליהן באופן שצפוי למתן את התנודה החדה בשער הנייר.

ג. **הסדרת מחוללי ציטוטים**<sup>10</sup> - לפי כללי הבורסה חבר בורסה יכול להתיר מסחר במחולל ציטוטים רק לאחר שקיבל את אישורה של הבורסה. הפעילות באמצעות מחולל ציטוטים מסומנת ומפוקחת על ידי הבורסה, ואף מוטלות על הפעלתם מגבלות שונות.

41. בהקשר זה יצוין כי עצם קיומם של המנגנונים המוזכרים לעיל סותר את טענת המבקשת כאילו כוונת הרשות היא "למגר" את המסחר האלגוריתמי. אם זאת הייתה הכוונה, לא היתה כל סיבה לפתח את המנגנונים שנועדו, בין היתר, להתמודד עם פעילות המסחר האלגוריתמי. הבורסה (המפוקחת על ידי הרשות) לא היתה משקיעה משאבים בתעשייה ש-"דינה כליה".

42. מכל מקום, כבר שנים לא מעטות ברור כי קיומו של המסחר האלגוריתמי הוא עובדה קיימת שלא ניתן להתעלם ממנה, אין אפשרות "למגר" אותה, ולרשות גם אין כל כוונה לעשות זאת. תחום המסחר האלגוריתמי צמח באופן משמעותי בשנים אחרונות הן בעולם, והן בישראל.

לדוגמא, בדוח הוועדה (עמ' 67) צוין כי לפי הערכה בשנת 2012 51% מהעסקאות בשוק ההון בארצות הברית (לפי מספר המניות שנסחרו) בוצעו על ידי HFT, ו-39% מנפח המסחר בשוק האירופאי (על פי שווי) בוצע על ידי HFT.

בהמשך דוח הוועדה (עמ' 72-73) נכתב כי בשנים האחרונות חלה עלייה חדה במספר הפקודות שמוגשות למסחר מדי יום בבורסה בתל אביב. בשנת 2006 מספר הפקודות היומי הממוצע היה 270 אלף לעומת 2.4 מליון פקודות בשנת 2012. חלק ניכר מעלייה זו מייחסים לעלייה בהיקף הפעילות של

<sup>10</sup> הגדרת "מחולל ציטוטים" לפי תקנון הבורסה היא: "תוכנה באמצעותה ניתן לשלוח למערכות המסחר בבורסה מספר רב של פקודות, תוך פרק זמן קצר, על-פי אלגוריתם שנקבע בתוכנה".

מחוללי ציטוטים. ההערכה היא שחלקו של המסחר האלגוריתמי בשנים האחרונות מהווה בין 25% ל-40% מנפח המסחר בבורסה בתל אביב והוא מצוי בעליה מתמדת.

הערכות אחרות מדברות על כך שפעילותם של שחקני האלגוריתמים בבורסה בתל אביב הגיעה בשנת 2011 לכמעט מחצית מהפעילות בשוק אופציות המעו"ף (ר' עמ' 30 לנייר העבודה המוזכר לעיל).

### ד(3) - ניהול תיקים באמצעות מסחר אלגוריתמי

43. לאחר שתואר מהו מסחר אלגוריתמי נראה להלן כי לפי הדין הקיים אדם או חברה שמבצעים עסקאות עבור אחרים באמצעות תוכנה מבצעים "ניהול תיקי השקעות" כמשמעותו בחוק הייעוץ. כלומר, אדם או חברה שעושים כאמור עוסקים ב"ביצוע עסקאות, לפי שיקול דעת, לחשבונם של אחרים".

44. העובדה שקבלת החלטות ההשקעה מבוצעת על ידי תוכנת מחשב ולא על ידי אדם בשר-ודם אינה פוגעת כהוא זה בעובדה כי העסקאות מבוצעות "לפי שיקול דעת" של מי שמנהל את כספי הלקוחות, בענייננו - המבקשת. מדובר במערכת תומכת קבלת החלטת השקעה, וכמו מערכות תומכות קבלת החלטה אחרות שקיימות מזה שנים (כדוגמת מערכות הייעוץ בבנקים, המסייעות ליועצי השקעות לקבוע מדיניות השקעה ללקוחות מיועצים או להתאים להם נכסים פיננסיים מסוימים שעליהם הם ממליצים ללקוח), אין בשימוש בה כדי לשנות את העובדה כי נותן השירות העושה שימוש במערכת זו מקבל את החלטת ההשקעה עבור הלקוח.

להשלמת התמונה יצוין כי בנוגע לתיבה "ביצוע עסקאות" בהגדרת המונח "ניהול תיקי השקעות" בחוק הייעוץ לא מתעורר קושי בהליך הנוכחי, וכי - כאמור להלן - גם התיבה "לחשבונם של אחרים" אינה מונעת את הגדרת הפעילות כניהול תיקי השקעות.

45. עמדת הרשות בשאלה זו היא כי ניהול כספי לקוחות המבוצע תוך קבלת החלטות השקעה על ידי נותן השירות עבור לקוחותיו, גם אם הוא נעשה באמצעות תוכנת מחשב הכוללת אלגוריתם לבחירת השקעות, מחייב רישיון ניהול תיקים ועמידה בהוראות המנויות בחוק, וכי גורמים המבצעים פעילות זו ללא רישיון מתאים פועלים לכאורה בניגוד לחוק.

יצוין כי לעמדה זו ניתן ביטוי פומבי גם באזהרה שפורסמה באתר הרשות<sup>11</sup>.

העתק אזהרת הרשות מיום 2.8.2015 מצ"ב נספח ב'.

46. ההסבר לעמדה זו הוא שתכליתה העיקרית של הסדרת העיסוק בניהול תיקי השקעות היא שמירת עניינם של המשקיעים בדרך של הבטחה כי שירותים ביחס למכשירים פיננסיים שההשקעה בהם טעונה הבנה וגלום בה סיכון, אפילו קטן, יינתנו על ידי מי שהינם בעלי כשירות מתאימה לכך. על רקע תכלית זו יש לפרש את ההגדרות של השירותים השונים לפי החוק, אשר נוסחו בהרחבה, לרבות

<sup>11</sup> בקישור הבא: <http://www.isa.gov.il/הודעות/2015/02082015.aspx>

הגדרת "ניהול תיקי השקעות", באופן שככל האפשר לא יותיר "שטחי הפקר" של עיסוקים לא מוסדרים בתחום השירותים הפיננסיים של עשייה בכספי אחרים.

**"ניהול תיקי השקעות" מוגדר על כן בהרחבה כ"ביצוע עסקאות, לפי שיקול דעת, לחשבונם של אחרים".**

**מבחינה לשונית, ביצוע עסקאות בכספי לקוחות באמצעות מסחר אלגוריתמי במכשירים המוצעים על-ידי החברה נכלל בבירור תחת הגדרה זו.**

בראיית תכלית החוק, ברור גם כן כי יש מקום שהפעילות תבוצע בידי בעל רישיון ותהא כפופה לחובות השונות הקבועות בחוק, והנחיצות שבדבר אף עולה לנוכח אופי השירותים והמכשירים הפיננסיים בהם פועלות בדרך כלל חברות המציעות מסחר אלגוריתמי, אשר ללא ספק הנם מורכבים ועתירי סיכון.

47. כאמור, עמדת הרשות היא כי מקום בו לקוח מוזמן להעביר כספו לאדם אחר (נותן השירות) לשם ביצוע עסקאות עבורו בניירות ערך או בנכסים פיננסיים באמצעות תוכנת מסחר אלגוריתמי המופעלת על-ידי נותן השירות, מדובר בהצעה לבצע עבורו פעילות של ניהול תיקים. לעניין זה אין הבדל אם הכספים יושקעו בבורסה או בזירת סוחר, ואם התוכנה פותחה על-ידי נותן השירות, חברה קשורה שלו או גורם חיצוני. משמעות הפעילות היא ניהול כספיו של הלקוח באופן שבו הלקוח אינו מפעיל עוד שיקול דעת לגבי העסקאות שיבוצעו בהם, אלא העביר את שיקול הדעת לאחרים.

48. עצם העובדה כי הלקוח אינו שולט בביצוע העסקאות בכספו מרגע שהעביר אותו לגורם אחר, בעוד שאותו גורם מבצע את העסקאות בכספיו בהתאם לתוכנה שהציע ללקוח ושולט על אופן הפעלתה ועל הפסקת הפעלתה, משמעה כי אותו גורם מבצע פעולות על פי שיקול דעתו עבור אותו לקוח, ולכן מבצע ניהול תיקים עבור הלקוח.

49. הדגש הוא על ההבחנה בין ביצוע פעולות על פי שיקול דעתו של הלקוח, לבין מצב בו מעביר הלקוח את שיקול דעתו לאחר. הבחנה זו עומדת בבסיס ההגדרה עולה גם מדברי ההסבר לתיקון סעיף 3(א) במסגרת תיקון 8 לחוק, שצוטטו בסעיף 83 לעתירה. משמעות השירות של ניהול תיקי השקעות היא אם כן ניהול כספיו של הלקוח כך שזה **אינו מפעיל** עוד שיקול דעת לגבי העסקאות שיבוצעו בהם. בעידן בו שוק ההון מורכב ומסובך, וכמות המידע עליה יש להתבסס עצומה, מקובל ואף חיוני שמנהל השקעות מסתמך על כלים רבים כמו אנליזות של ניירות ערך המבוצעות בידי גורמים חיצוניים, מודלים כלכליים, מודלים ממוחשבים של ניתוח מידע, ויכול שגם אלגוריתמים המבוססים על אסטרטגיה מסוימת ועיבוד המידע הנדרש ליישומה. כל אלה דרכים להפעלת שיקול דעת.

50. לעמדת הרשות **העדר** שיקול הדעת של הלקוח בנוגע לביצוע עסקאות הוא האלמנט המרכזי. שיקול הדעת הועבר, יחד עם הכסף, על ידי הלקוח לגורם אחר, וזו ההצדקה המרכזית להחלת סעיפי חוק הייעוץ לצורך החלת ההגנות הגלומות בו. השאלה מי הגורם שמקבל את החלטות ההשקעה במקום הלקוח היא, לעמדת הרשות, שאלה "מסדר שני" לעניין תחולת חוק הייעוץ על הפעילות ולעניין הגדרת הפעילות כ"ניהול תיקי השקעות".



51. בין שכספי הלקוחות מנוהלים על ידי אדם ובין על ידי מכונה מטעם אותו אדם יש צורך להגן על הלקוחות שכספם מנוהל בכל הנוגע לסוגיות של חובות אמון וזהירות כלפי הלקוחות; למצבים של ניגודי עניינים ומתן תמריצים למנהלי תיקי השקעות; להסדרים בנוגע לחובות סודיות ולאופן ההחזקה והניהול של נכסי הלקוח ונכסי מנהלי התיקים; לחובות רישום עסקאות וחובות דיווח ללקוח ולרשות; ועוד. כל הסוגיות האלה - אותן בין היתר נועד חוק הייעוץ להסדיר - "אדישות" לשאלה אם קבלת החלטת ההשקעה מתקבלת על ידי אדם או מכונה מטעם אותו אדם ויש צורך והצדקה להסדירן בכל מקרה.

52. העובדה שללקוח ניתנת אפשרות לבחור באלגוריתם מסוים מבין מספר אלגוריתמים המוצגים לפניו, ואשר נבדלים זה מזה בין השאר ברמת הסיכון שהם משקפים, אינה מוציאה את השירות מגדר ניהול תיק השקעות. בחירת האלגוריתם דומה לבחירת מדיניות השקעה על ידי הלקוח, שכמובן אינה מוציאה את השירות מגדר ניהול תיק השקעות. להיפך, בחירת התוכנה להעדפותיו של הלקוח רק מבהירה את הדמיון בין הסיטואציה הזו לבין הסיטואציה של ניהול תיקים הנעשה כולו על ידי בן אנוש.

53. יצוין כי ככל שמדובר בזירת סוחר, בסיטואציות בהן ברור כי הלקוח הוא היוזם את השימוש בתוכנת האלגו טריידינג, הוא זה שבחר אותה, הוא זה שמפעיל אותה, והזירה אינה נוטלת כל חלק בתהליך, למעט מתן אפשרות החיבור של התוכנה על הפלטפורמה שלה, ואף אין לה כל קשר שהוא עם יוצרי התוכנה ושיווקה ללקוחותיה ואין לה כל הרשאה לשימוש בה, הרי שפעילות זו של הלקוח תיכלל בגדר מסחר עצמאי שהוא מבצע בזירת הסוחר. זאת בדומה לפעילות של משקיע הסוחר בבורסה באמצעות תוכנת אלגו טריידינג.

54. העולה מכל האמור לעיל הוא שהרשות אינה מבקשת "למגר", "למנוע כליל" או "לבטל" את המסחר האלגוריתמי. הרשות גם אינה מבקשת להמיט "כליה" על תעשיית המסחר האלגוריתמי. **הרשות טוענת דבר פשוט בתכלית - כי מי שמבקש לנהל כספי אחרים באמצעות שימוש בתוכנת מחשב אינו יכול לעשות כן מחוץ לתחולת החוק המחייב בראש ובראשונה רישיון ניהול תיקים.** הא ותו לא.

#### **ד(4) - ניהול תיקים בזירות סוחר**

55. המבקשת טוענת (סעיפים 51-54 לבקשתה) כי סעיף 22 לחוק הייעוץ אינו מתיר ניהול תיקים בזירת סוחר ועל כן לגישתה עמדת הרשות אינה הגיונית. עוד טוענת המבקשת כי הרשות סירבה לבקשתה לעתור במשותף לבית המשפט בעניין פרשנותו של סעיף 22 לחוק.

56. **כפי שנסביר, טענות המבקשת בעניין סעיף 22 לחוק הייעוץ אינן רלבנטיות.** סעיף 22 לחוק הייעוץ קובע מספר מנגנוני ההגנה להבטחת כספיהם של לקוחות, בכך שינוהלו ויוחזקו בנפרד מכספיו של מנהל התיקים. סעיף 22(3) לחוק קובע כי מנהל תיקים "ינהל עבור לקוח חשבון כספי, חשבון ניירות ערך ונכסים פיננסיים בתאגיד בנקאי, בבנק מחוץ לישראל, אצל חבר בורסה, או אצל מי שרשאי לפי דין במדינה שבה הוא פועל לנהל בעבור לקוח חשבון כספי, חשבון ניירות ערך או נכסים פיננסיים".

57. טעמיו של סעיף זה ברורים, שהרי מקום ניהול כספיו של הלקוח משליך במישורין על הסיכונים המאיימים עליו. לכן נקבע בחוק כי כספי לקוחותיו של מנהל תיקים ינוהלו רק בגופים שהוגדרו לכך כמפורט בסעיף 22(3) לחוק. זירות הסוחר בישראל אינן "תאגיד בנקאי" או "חבר בורסה" ועל כן לא ניתן לנהל תיקים בהן, והדבר עולה באופן שאינו משתמע לשני פנים מלשונו ומתכליתו של סעיף 22(3) לחוק. המשמעות היא כי מנהל תיקים אינו יכול לנהל כספי לקוחותיו בזירת סוחר דוגמת זו המופעלת בידי המבקשת. על כך עמדה המבקשת עצמה.

58. שאלה אחרת היא האם לאחר תחילת הפיקוח על זירות הסוחר ניתן יהיה לבצע בהן ניהול תיקים בין לפי חוק הייעוץ בנוסחו היום ובין תוך תיקונו, וזאת לאחר שיתקיים דיון האם יש מקום מבחינה תכליתית להתיר ניהול תיקים בזירות סוחר בישראל. אך עניין זה אינו רלבנטי בעניינה של המבקשת, כיוון שתחת כל פרשנות אפשרית שהיא, סעיף 22(3) לחוק בהתאם לפרשנותו כיום אינו מאפשר ניהול תיקים בזירות סוחר בישראל. לכן הצעתה של המבקשת להעביר את לקוחותיה לחברת ניהול תיקים שתמשיך לסוחר בזירה נדחתה על-ידי הרשות. הטענות הנוגעות אם כן לסעיף זה הן חסרות יסוד ואינן רלבנטיות לדיון שבנדון.

59. מעבר לנדרש יצוין כי עמדת הרשות הנ"ל אינה מחייבת כלל מסקנה כאילו השגת רישיון ניהול תיקים דוגמת זה שביקשה החברה האחות של המבקשת הוא חסר טעם. ככל שיינתן לחברה זו רישיון ניהול תיקים היא תהיה מורשית לבצע עסקאות לפי שיקול דעת לחשבונם של אחרים בפלטפורמות אחרות (דוגמת הבורסה), כפי שרשאים לעשות כל שאר מנהלי התיקים בישראל. **לכן לא זו בלבד שעמדת המבקשת בהקשר זה אינה רלבנטית, היא גם אינה נכונה.**

#### ג(5) - זירות סוחר וניהול תיקים

60. שאלה קשורה היא אם גם ככל שניתן יהיה להתגבר בעתיד על הקושי שנובע מסעיף 22(3) לחוק הייעוץ כמפורט לעיל (כלומר, ככל שסעיף זה ישונה), **זירות סוחר** (במובחן ממנהלי תיקים שאינם קשורים לזירות אלו) יוכלו להציע ללקוחותיהם לא רק שירותי זירה אלא גם שירותי ניהול תיקים בקשר למכשירים הפיננסיים בהם סוחרת הזירה? **התשובה לשאלה זו שלילית.**

61. כאמור לעיל, תיקון 42 לחוק ניירות ערך ותקנות זירות סוחר יצרו משטר רישוי והסדרה חדשים לחברות המנהלות זירות סוחר, וזאת על רקע צמיחת מגזר זה בשנים האחרונות ועל רקע ניגודי העניינים החריפים המאפיינים אותו. תיקון 42 לחוק ותקנות זירות סוחר מהוות הסדרה יעודית לזירות הסוחר.

62. פרק ד' לתקנות זירות סוחר עוסק בניגודי העניינים בין הזירה ללקוח. תקנה 10, הנכללת בפרק זה ושצוטטה לעיל, **אוסרת על זירה או מי מטעמה לתת שירותי ייעוץ השקעות או ניהול תיקי השקעות בקשר למכשירים פיננסיים שהיא סוחרת בהם או בקשר לנכסי הבסיס שלהם.** בקביעת איסור זה בחר המחוקק בנקודת איזון שונה מן האיזונים הקיימים בחלק מן הדינים הזרים, שם רשאים גופים המחזיקים ברישיונות מקבילים לניהול זירות סוחר לתת גם שירותי ייעוץ השקעות וניהול תיקים.

63. בנוסף, וכאמור לעיל, האיסור על פעולות ייעוץ וניהול תיקים על ידי זירת סוחר נגזר גם מן האיסור על החברה לעסוק בכל עיסוק נוסף מלבד ניהול הזירה, המעוגן בסעיף 44טז(א) לחוק.

#### ג(6) - סיכום

64. את כל האמור לעיל בפרק זה ניתן לסכם כדלקמן :

- א. הרשות אין ולא הייתה כוונה "למגר", "למנוע כליל" או "לבטל" את המסחר האלגוריתמי. הרשות גם אינה מבקשת להמיט "כליה" על תעשיית המסחר האלגוריתמי. לכן כל הטענות כנגד סמכותה של הרשות - אינן רלבנטיות.
- ב. הרשות טוענת - כפי שנקבע במפורש בחוק הייעוץ - כי מי שמבקש לנהל כספי אחרים (בין אם באופן "אנושי" ובין אם באמצעות שימוש בתוכנת מחשב) אינו יכול לעשות כן מחוץ לתחולת החוק המחייב בראש ובראשונה רישיון ניהול תיקים.
- ג. גם לאחר השגת רישיון ניהול תיקים המצב החוקי העכשווי אינו מאפשר לבצע פעילות ניהול תיקים במסגרת זירות סוחר, אך ניתן בהחלט לבצע פעילות ניהול תיקים בפלטפורמות מסחר אחרות (בהתאם לסעיף 22(3) לחוק הייעוץ).
- ד. לאחר שיינתנו רישיונות להפעלת זירות הסוחר, ובנוסף לאמור בסעיף ג' לעיל, זירת סוחר או מי מטעמה לא תוכל לתת שירותי ייעוץ השקעות או ניהול תיקי השקעות בקשר למכשירים פיננסים שהיא סוחרת בהם או בקשר לנכסי הבסיס שלהם (תקנה 10 לתקנות זירות סוחר; סעיף 44טז(א) לחוק).

#### פרק ה': פעילות המבקשת - מהווה בחלקה ניהול תיקים ללא רישיון

##### ה(1) - כללי

65. כפי שנראה להלן פעילות המבקשת התרכזה בעבר ב-3 מישורים עיקריים :

- א. הפעלת זירת מסחר שבה הלקוחות מקבלים החלטות השקעה באופן עצמאי.
- ב. הפעלת שירות "מסחר חברתי" שבו לקוחות החברה מתחברים למערכת מסחר שמחקה באופן אוטומטי פעולות השקעה שמבוצעות על ידי משקיע אחריו הלקוח מחליט לעקוב.
- ג. מסחר אלגוריתמי במסגרתו המבקשת מפעילה תוכנה שמבצעת בכספי הלקוחות החלטות השקעה בתוך זירת המסחר שלה.

66. בנוגע לסוג הפעילות הראשון - אין מחלוקת בין הצדדים כי בנסיבות המקרה הנוכחי מדובר בפעילות מותרת שנכון למועד הנוכחי המבקשת רשאית להמשיך לעסוק בה, ולרשות לא היו טענות בנוגע אליה.

67. בנוגע לסוג הפעילות השני - לגישת הרשות מדובר בניהול תיקים המחייב רישיון אך הדבר אינו דורש הכרעה בענייננו שכן הבקשה אינה תוקפת את עמדת הרשות בסוגיה זו אלא עוסקת אך ורק בנושא המסחר האלגוריתמי.

68. בנוגע לסוג הפעילות השלישי - כפי שפורט לעיל ופורט להלן, מדובר בפעילות ניהול תיקים שהמבקשת אינה מורשית לעסוק בה. האמור לעיל בפרק זה יתרכז אם כן בפעילות מהסוג הזה.

69. יצוין כי ההבדל בין סוגי הפעילויות השונים אינו טכני. בעוד שלקוח המבצע פעילות מהסוג הראשון מקבל החלטות בעצמו, ועל כן יש להניח כי יטרח לרכוש מיומנות וידע ויקדיש מזמנו לשם ביצוע פעילות המסחר, פעילות משני הסוגים האחרים "מושכת" לקוחות רבים הנסמכים במסגרתן באופן מוחלט על המבקשת. זוהי בעצם דרך להרחיב מאד את מעגל הלקוחות הפועלים בזירה.

70. בפרק זה תתואר גם הביקורת שנציגי הרשות ערכו אצל המבקשת. תוצאותיה של הביקורת הזו עגומות במיוחד מבחינת ציבור הלקוחות והן מחדדות את הצורך הבהול בהפסקת פעילות המבקשת. תוצאות הביקורת מראות כי לא רק שהמבקשת מפרה את חוק הייעוץ, אלא גם שתוצאותיה של הפרה זו מתבטאות בהפסדים כספיים עצומים שנגרמים ללקוחותיה באופן שיטתי וצפוי מראש על ידי המבקשת.

## **ה(2) - ההסכמים עליהם מוחתמים הלקוחות**

71. המבקשת מחתימה את לקוחותיה על מספר סוגי מסמכים. פורמטים ריקים של מסמכים אלה הועברו לרשות ביום 11.8.2015 לדרישת הרשות (מכתב הדרישה ומכתב החברה אליו צורפו מסמכים אלה צורפו כנספחים "3" ו-"4" לבקשה).

72. המסמך העיקרי, עליו מוחתמים כל הלקוחות, הוא מסמך המכונה "**הסכם פתיחת חשבון**". הסכם זה מגדיר באופן ראשוני (וכפי שנראה להלן, לא סופי) את היחסים בין המבקשת לבין לקוחותיה המעוניינים לסחור בזירת הסוחר שהיא מעמידה לרשותם. הסכם זה מתאר לכאורה פתיחת חשבון **לניהול עצמי** בו החלטות ההשקעה מתקבלות על ידי הלקוח באופן עצמאי. אך כפי שיתואר להלן, זהו כלל אינו המצב בנוגע ללקוחות (הרבים) שבחרו לנהל את המסחר באמצעות התוכנה שהמבקשת הציעה להם לסחור באמצעותה. להיפך, שיקול דעתם של לקוחות אלה בנוגע להחלטות ההשקעה הוצא מהם והועבר לתוכנת המחשב שהמבקשת הציעה להם וחיברה לחשבונם, ומעורבת בהפעלתה.

הוראותיו העיקריות של הסכם פתיחת החשבון שרלבנטיות לענייננו הן כדלקמן:

א. בכותרת של הסכם פתיחת החשבון מצוין כי מדובר ב"**פתיחת חשבון ניהול עצמי לביצוע עסקאות המבוססות על שער החליפין של מטבעות זרים ונכסים פיננסיים אחרים**". בהמשך נכתב כי "**הואיל ו-USG Capital מאפשרת ביצוע עסקאות בשערי חליפין של מטבעות זרים**

ונכסים פיננסיים אחרים ... ו-"הואיל והלקוח מעוניין לפתוח חשבון בניהול עצמי במערכת ביצוע עסקאות אצל USG Capital למטרת ביצוע עסקאות כאמור".

ב. סעיף 2 להסכם פתיחת החשבון עוסק בפתיחת החשבון. בסעיף 2.1 להסכם פתיחת החשבון נקבע כי "הלקוח מבקש בזאת מ-USG Capital לפתוח את החשבון על שמו בספריה של USG Capital, לצורך ביצוע עסקאות ולמטרה זו בלבד ...", ובסעיף 2.2 להסכם פתיחת החשבון נקבע כי "הלקוח בלבד הוא שמוסמך לבצע עסקאות בחשבון או להורות על ביצוען ..."

כפי שנראה בהמשך, סעיף 2.2 להסכם פתיחת החשבון אינו רלבנטי כלל ללקוחות שבחרו לסחור באמצעות התוכנה שהמבקשת מעמידה לשירותם.

ג. סעיף 3 להסכם פתיחת החשבון עוסק ב"מסחר". בסעיף 3.1 להסכם פתיחת החשבון נקבע כי "הלקוח רשאי לבצע עסקאות בחשבון דרך הטלפון או באמצעות תוכנת המסחר באינטרנט ...".

כפי שנראה בהמשך, גם סעיף 3.1 להסכם פתיחת החשבון אינו רלבנטי כלל ללקוחות שבחרו לסחור באמצעות התוכנה שהמבקשת מעמידה לשירותם.

ד. סעיף 6 להסכם פתיחת החשבון עוסק ב"אחריות סיכונים ושיפוי". בסעיף 6.1 להסכם פתיחת החשבון נקבע כי "כל העסקאות בחשבון יבוצעו על ידי הלקוח או בהוראתו, ועל אחריותו ...".

כפי שנראה בהמשך, גם סעיף 6.1 להסכם פתיחת החשבון אינו רלבנטי כלל ללקוחות שבחרו לסחור באמצעות התוכנה שהמבקשת מעמידה לשירותם.

ה. סעיף 11 להסכם פתיחת החשבון כולל "מילון מונחים". בין יתר המונחים מוגדר גם המונח "תוכנת מסחר באינטרנט" או "מערכת המסחר" כ"תוכנת המסחר באינטרנט אשר תסופק ללקוח על ידי USG Capital ו/או ספק השירות תחת רישיון מוגבל".

73. אחד הנספחים להסכם פתיחת החשבון הוא "כתב הסכמה לחיבור ליישום מסחר אוטומטי (אלגו טריידינג) ותנאי השימוש בו" (להלן: "נספח החיבור למסחר האלגוריתמי"). מדובר בנספח שמצורף להסכם על ידי המבקשת; שהלוגו של המבקשת מופיע עליו; ושנראה כי הוא מהווה חלק בלתי נפרד מהסכם פתיחת החשבון.

כפי שנראה בהמשך, חלק נכבד מלקוחות המבקשת חתמו על נספח זה.

בנוסף, וכפי שנראה מיד, מדובר בנספח שבחתימה עליו מתבטלים באחת כל הרכיבים שבהסכם פתיחת החשבון שהקנו ללקוח שיקול דעת בקבלת החלטות ההשקעה. כפי שנראה מיד, בחתימתו

על נספח זה הלקוח מעביר את שיקול דעתו בנוגע לקבלת החלטות ההשקעה באופן מוחלט לתוכנה שמסופקת לו על ידי המבקשת וכן למבקשת עצמה.

הוראותיו העיקריות של נספח החיבור למסחר האלגוריתמי שרלבנטיות לענייננו הן כדלקמן:

א. בפתח לנספח החיבור למסחר האלגוריתמי הלקוח מצהיר כדלקמן:

"בחימתי על נספח זה הנני מאשר, מסכים ומנחה את חברת USG Capital ... להתקין בחשבוני את היישום לפיתוח המספק שירות מסחר אלקטרוני אוטומטי הידוע גם בשם 'אלגו טריידינג' ו/או 'מסחר רובוטי' ... אותו מספקת החברה בין אם ישירות ובין אם באמצעות צד שלישי מטעמה, הכל כפי שנבחר על ידי, והוסכם ביני לבין החברה באמצעות הזמנת עבודה נפרדת בכתב ..."

ב. בסעיף 7 לנספח החיבור למסחר האלגוריתמי נכתב כי "הנני מאשר כי החברה תתקין את היישום בחשבון בשרתי החברה ו/או במחשב שלי, לפי העניין ובכפוף לשיקול דעתה. ידוע לי כי החל מרגע ההפעלה של היישום, יעקוב היישום אחרי הנכסים הפיננסיים הרלוונטיים ויבצע פעולות בחשבוני באופן אוטומטי, בהתאם לאלגוריתם ממוחשב. אלגוריתם זה ייזום הוראות קנייה ומכירה בהתבסס על פרמטרים שהוזנו לתוכו מראש, כגון תזמון, מחיר, סחירות ועוד. הוראות אלו מועברות לביצוע ללא הפעלת שיקול דעת נוסף או התערבות אדם".

ג. בסעיף 8 לנספח החיבור למסחר האלגוריתמי נכתב כי "על אף האמור בהסכם פתיחת החשבון וכל עוד נספח זה בתוקף, הנני מסכים כי המסחר בחשבוני ייעשה באמצעות היישום בלבד, וללא כל התערבות מצדי ו/או מצד כל אדם. בהתאם לכך, הוראות סעיפים 2.2, 3.1, 3.2, 6.1, ו-11 להסכם ישונו בהתאם לשינויים המחויבים או לא יחולו כלל, לפי העניין".

למעשה, סעיף 8 מבטל את כל החלקים בהסכם פתיחת החשבון שהקנו שיקול דעת ללקוח בנוגע לקבלת החלטות ההשקעה, ומבהיר כי ממועד החתימה על הנספח שיקול הדעת בנוגע לקבלת החלטת ההשקעה מועבר לתוכנה שהמבקשת תספק ותתקין בחשבון הלקוח.

ד. בסעיף 10 לנספח החיבור למסחר האלגוריתמי הלקוח מצהיר כי "ידוע לי כי החברה שומרת לעצמה את הזכות, בכפוף לשיקול דעתה הבלעדי, לעדכן ו/או לשדרג את היישום בכל עת ..."

מסעיף זה ברור כי מדובר בתוכנה של החברה או בשליטת החברה.

ה. מסקנה זו נלמדת גם מסעיף 11 לנספח החיבור למסחר האלגוריתמי בו הלקוח מצהיר כי "הנני מסכים ומאשר כי כל הזכויות בקשר עם היישום, כולל זכויות הקניין הרוחני, לרבות

זכויות יוצרים, סודות מסחריים, סימני מסחר וכדומה, הינן ויישארו בכל זמן בבעלות החברה בלבד ו/או בבעלות צד שלישי ...".

1. סעיף 12 לנספח החיבור למסחר האלגוריתמי קובע כך: "הנני מעניק לחברה הרשאה, אך לא החובה, להתערב בהתנהלות היישום בכדי לסגור עסקאות בצורה יזומה ו/או לפתוח עסקאות בצורה יזומה, מקום שהחברה רואה לנכון. בנוסף, החברה תהיה רשאית לנהל את העסקאות בחשבון על פי שק"ד נציגיה ועל פי שיטות מסחר וניהול סיכונים מקובלות".

מסעיף זה ברור כי שיקול הדעת בנוגע לקבלת החלטות ההשקעה לא הועבר רק לתוכנה אלא הוקנה גם לנציגי החברה שמורשים מעתה להתערב במסחר גם באופן "ידיני".

2. מסקנה זו נלמדת גם מסעיף 15 לנספח החיבור למסחר האלגוריתמי בו נקבע כי "החברה רשאית וצפויה לשנות את האלגוריתם מעת לעת. כן תהא רשאית החברה, בין היתר, לנהל את החשבון ישירות ו/או תחת מערכת ניהול חשבונות וכדומה".

גם סעיף זה מחזק את המסקנות שהוצגו לעיל - מדובר בתוכנת מסחר בשליטת החברה, ולחברה אף הוקנתה הזכות להתערב במסחר באופן "ידיני" בהתאם לשיקול דעתה.

בהקשר זה יצוין כי האפשרות של החברה להתערב בפעילות האלגוריתם כפי שעולה מנספח החיבור למסחר האלגוריתמי סותרת את הנטען בסעיף 35.2 לבקשה לפיו "לא ניתן להתערב" בפעולות המסחר וכי "מרגע שהוא [האלגוריתם] מחובר לזירת הסוחר ... אין בו כל התערבות אנושית". בדומה ברור כי גם התיאור שמוצג בסעיף 8 לבקשה בנוגע למידת המעורבות של המבקשת באלגוריתם אינו נכון. בסעיף זה נטען כי "... בשים לב לעבודה שזירת המסחר לא תכנתה את האלגוריתם, אינה יודעת מה כלול בו, ואינה מפעילה אותו, אלא רק מאפשרת ללקוח, לפי הוראותיו חיבור לאלגוריתם וניתק ממנו ...".

ח. סעיף 28 לנספח החיבור למסחר האלגוריתמי קובע כי "התנאים המפורטים בנספח זה הינם בנוסף לתנאי הסכם פתיחת החשבון אצל החברה בהתאם לשינויים המחויבים".

74. מסמך רלבנטי נוסף הוא "כתב הזמנה ליישום מסחר אוטומטי". זהו המסמך עליו המבקשת מחתימה את הלקוחות שחתמו על נספח החיבור למסחר האלגוריתמי. במסגרת מסמך זה הלקוח "בוחר" את התוכנה שתקבל את החלטות ההשקעה במקומו. מסמך זה קובע כך:

**"כתב הזמנה ליישום מסחר אוטומטי**

בהתאם להוראות הסכם המסחר ביני לבין החברה, ובכלל זה נספח כתב הוראות והסכמה לחיבור ליישום מסחר אוטומטי (אלגו טריידינג), מסכים ומנחה את חברת **USG CAPITAL LTD (להלן: "החברה")** להתקין בחשבוני שמספרו: \_\_\_\_\_ את היישום הבא:

**סוג הרובוט:**

PLUS ○

FORMULA ○

PREMIUM ○

נא לסמן את הרובוט הנבחר "...".

75. ממסמך זה עולה כי החברה העמידה לרשות הלקוחות בחירה בין 3 סוגי תוכנות שהיא מציעה להם ובחירה עבורם.

לכן גם ברור כי התיאור שמוצג בסעיף 35.8 לבקשה של תהליך בחירת התוכנה אינו נכון. בסעיף זה נטען כך :

**"ניתן לדמות הדברים למעין 'סופרמרקט' גדול של מוצרי אלגוריתם אפשריים שניתנים ליישום והפעלה על גבי זירת הסוחר של המבקשת ובאותו אופן שהלקוח בחר להפעיל אלגוריתם אחד, הוא עשוי לבחור אינסוף אלגוריתמים אחרים. המשותף לכל המודולים האמורים הוא שהם אינם בשליטת המבקשת, ואין לה דבר וחצי דבר עם הגדרתם ו/או קביעת הוראות בקשר אליהם..."**

תיאורים אלו אינם מדויקים ממספר היבטים.

**ראשית**, כפי שראינו לעיל לא מדובר כלל ב"סופרמרקט" של תוכנות או ב"אינסוף אלגוריתמים". כאמור לעיל, מדובר בדיוק בשלושה סוגי אלגוריתמים שהוצעו ללקוחות על ידי המבקשת והם התבקשו לבחור מתוכם.

**שנית**, גם האמירה כי האלגוריתמים "אינם בשליטת המבקשת" אינה נכונה. כפי שראינו לעיל, את האלגוריתמים "מספקת החברה" ללקוחות; היא זו שמתקינה אותם בשרתיה; המבקשת שומרת לעצמה את הזכות "לעדכן ו/או לשדרג" את האלגוריתמים; והמבקשת קובעת כי "כל הזכויות בקשר עם היישום ... הינן ויישארו בכל זמן בבעלות החברה ..."; והמבקשת גם רשאית "להתערב בהתנהלות היישום".

מובן כי בנסיבות אלא הטענה כאילו "המשותף לכל המודולים [האלגוריתמים] האמורים הוא שהם אינם בשליטת המבקשת, ואין לה דבר וחצי דבר עם הגדרתם ו/או קביעת הוראות בקשר אליהם" נראית - לכל הפחות - לא מדויקת.

76. זה גם המקום להתייחס לטענת המבקשת כאילו אין להטיל עליה חובת רישיון שכן מדובר בתוכנה שהיא "קופסא שחורה" מבחינתה ולכן פעולות התוכנה אינן בשליטתה, והמבקשת לא מפעילה "שיקול דעת" כמשמעותו בחוק הייעוץ. לעמדת הרשות טענה זו אינה יכולה להתקבל.



**ראשית**, כלל לא ברור שטענת המבקשת נכונה מבחינה עובדתית. כאמור לעיל, המבקשת "רשאית וצפויה" להתערב בתוכנה באופן "ידני" בהתאם לשיקול דעתה. לכן ברור כי לא מדובר בתוכנה שזרה לה. כאמור לעיל, מדובר בתוכנה שהמבקשת מספקת ללקוח, ושהמבקשת מתקינה ללקוח.

**שנית**, וחשוב יותר, טענה זו אינה יכולה להתקבל מבחינה מהותית. **המבקשת לא יכולה להציע ללקוחותיה תוכנת השקעה שמחליפה את שיקול דעתם בנוגע לביצוע העסקאות ולאחר מכן "להתחבא" מאחורי טענה כי מדובר ב"קופסא שחורה" אוטומטית שהיא אינה מודעת לדרך פעולתה ולכן אין להחיל עליה את החובות הבסיסיות שהמחוקק קבע שיחולו על מנהלי תיקים. בהקשר לרכיב שיקול הדעת בנוגע לקבלת החלטת ההשקעה אין "וואקום". שיקול הדעת בנוגע לקבלת החלטת ההשקעה מצוי אין אצל הלקוח או אצל מנהל התיקים, והשאלה איך מנהל התיקים מקבל את החלטת ההשקעה - אם באופן "ידני" או ממוחשב, ואם הוא מודע לדרך הפעלת התוכנה או לא - היא שאלה משנית שאינה משפיעה על המסקנה המשפטית.**

אחת ששיקול הדעת בנוגע לקבלת החלטת ההשקעה הוצא מהלקוח וניתן למבקשת, מתעוררים בנוגע לסיטואציה כל אותם חששות שחוק הייעוץ נועד לטפל בהם. ולכן יש הצדקה להחילו. העובדה שאת ההחלטות מקבל מחשב אינה מייתרת את החשיבות שבבירור צרכי הלקוח; את הצורך להימנע מניגודי עניינים; את הנחיצות בהפרדת נכסי הלקוח מנכסי החברה; ואת כל שאר ההוראות החלות על מנהל תיקים "אנושי".

אי-הידיעה של המבקשת כיצד התוכנה פועלת - גם אם מתקיימת - אינה מצדיקה לא להחיל את חובת הרישיון, אלא מלמדת לכל היותר על כך שהמבקשת מפרה כלפי לקוחותיה חובות בסיסיות הרבה יותר מאשר חובת הרישיון.

77. ניתן לסכם את האמור בתת-פרק זה כך :

א. המבקשת מתקשרת עם לקוחותיה בהסכם מסגרת (הסכם פתיחת חשבון) שמגדיר באופן ראשוני את היחסים בין הצדדים. הסכם זה כולל הוראות בנוגע לניהול עצמי של החשבון על ידי הלקוח, אך הוראות אלה מתבטלות מיד לאחר מכן, עם החתימה על נספח החיבור למסחר האלגוריתמי, בעבור הלקוחות (הרבים) שבחרים שחשבונו ינוהל על ידי אחת מתוכנות המחשב שהמבקשת מציעה להם, כמפורט להלן.

ב. כאמור, עם חלק גדול מלקוחותיה (המחזיקים בכ-100 חשבונות) החברה התקשרה גם בנספח להסכם פתיחת החשבון - **נספח החיבור למסחר האלגוריתמי**. מדובר בנספח שמצורף להסכם על ידי המבקשת; שהלוגו של המבקשת מופיע עליו; ושנראה כי הוא מהווה חלק בלתי נפרד מהסכם פתיחת החשבון.

**מדובר בנספח שמבטל את כל הרכיבים בהסכם פתיחת החשבון שהקנו ללקוח שיקול דעת עצמאי בקבלת החלטות ההשקעה. בחתימתו על נספח זה הלקוח מעביר את שיקול דעתו בנוגע לקבלת החלטות ההשקעה באופן מוחלט לתוכנה שמסופקת לו על ידי המבקשת וכן למבקשת עצמה.**

ג. הלקוחות שחותמים על נספח החיבור למסחר האלגוריתמי מתבקשים לבחור באחד משלושה סוגי אלגוריתמים שמוצעים להם על ידי המבקשת. את האלגוריתמים "**מספקת החברה**" ללקוחות; היא זו שמתקשרת עם ספק התוכנה, והיא זו שמתקינה אותם בשרתיה; המבקשת שומרת לעצמה את הזכות "**לעדכן /או לשדרג**" את האלגוריתמים; והמבקשת קובעת כי "**כל הזכויות בקשר עם היישום ... הינן ויישארו בכל זמן בבעלות החברה ...**". המבקשת גם רשאית "**להתערב בהתנהלות היישום**".

### ה(3) - ממצאי הביקורת שנערכה אצל המבקשת

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

**פרק ו': התנהלות הרשות מול החברה**

83. כאמור בסעיף 7 לעיל, על פי הוראת המעבר הקבועה בתקנה 97 לתקנות זירות סוחר חברה שהגישה בקשה לקבלת רישיון לניהול זירת סוחר עד יום התחילה, תהא רשאית להמשיך ולהפעיל את זירת הסוחר לאחר תאריך זה כל עוד לא ניתנה החלטת הרשות בבקשת הרישיון. על פי הוראת המעבר, גם חברה אחרת המפעילה זירת סוחר ביום התחילה, שעתידה להעביר למבקשת בתוך זמן סביר את פעילותה בישראל (להלן: "**חברה מעבירה**"), רשאית להמשיך ולהפעיל את זירת הסוחר לאחר יום התחילה כל עוד לא ניתנה החלטת הרשות בבקשת הרישיון של המבקשת.

84. ב-25.5.2015 המבקשת הגישה בקשה לרישיון לניהול זירה. בנוסף, המבקשת ביקשה לכלול במסגרת הבקשה לרישיון את חברת USG CAPITAL LIMITED BVI כחברה מעבירה.

85. בקשת הרישיון נועדה לשמש את סגל הרשות לבחינת עמידת החברה בתנאים למתן רישיון זירת סוחר שנקבעו בחוק.

86. סגל הרשות קיים שיחות רבות עם נציגי החברה בקשר עם בקשת הרישיון שלה, וכן הועברו לה דרישות למסירת הסברים, פירוט, ידיעות ומסמכים, לרבות דרישה להגשת דוחות המתקנים דוחות שהוגשו על ידה.

87. נכון להיום, טרם התקבלה החלטה בנוגע לבקשת רישיון זירת סוחר של המבקשת (או של אף חברה אחרת).

88. בנוסף, ביום 2.6.2015 הגישה יו אס ג'י קפיטל בית השקעות בע"מ (להלן: "**קפיטל השקעות**"), חברה אחות של המבקשת, בקשה לקבלת רישיון לניהול תיקים על פי הוראות חוק הייעוץ. מבקשת החברה לקבלת רישיון ומתאור פעילותה באתר האינטרנט שלה עלה לכאורה, כי המבקשת מספקת שירותים של מסחר רבובטי עבור לקוחותיה באמצעות מסחר אלגוריתמי, וכן שירות המאפשר צפייה, מעקב והעתקה של עסקאות המבוצעות על ידי סוחרים אחרים (להלן: "**מסחר חברתי**"), פעילות העשויה להיחשב כפעילות ניהול תיקים לפי חוק הייעוץ.

89. לאור האמור, ביום 14.7.2015 פנה סגל הרשות במכתב דרישה למבקשת ולקפיטל השקעות לקבל פרטים, נתונים ומסמכים בקשר עם הפעילות המתוארת באתר המבקשת, לרבות פעילות המסחר האלגוריתמי והמסחר החברתי הנעשית על ידי המבקשת ו/או על ידי גורם קשור לאיזו מן החברות הנזכרות לעיל, לרבות חברה השולטת בה או לחברה בשליטתה.

מכתב סגל הרשות מצ"ב נספח ג'.

90. **ביום 11.8.2015** העבירה המבקשת את תשובתה לרשות בצירוף המסמכים האמורים. לעניין השאלה המשפטית בדבר תחולת חוק הייעוץ על פעילותה ציינה כי **"בהתייחסויות משפטיות שהתקבלו בחברה בעבר, לרבות בקשר עם פעילותה השוטפת, לא עלתה תחולה של חוק הייעוץ על פעילותה מה גם שלעמדתה ממילא לא עסקה ולא הייתה לה כוונה לעסוק בניהול תיקים"**.

מכתב החברה מצ"ב נספח ד'.

91. לאחר עיון ובחינת המסמכים, העובדות והנתונים שהועברו על ידי המבקשת, הודיע סגל הרשות למבקשת במכתב מפורט ומנומק מטעמו **מיום 12.10.2015** כי עמדת סגל הרשות הינה, כי פעילויות המבקשת כמתואר במכתב החברה דלעיל, מהוות לכאורה **"ניהול תיקים"** וייעוץ השקעות, כמשמעות מונחים אלו בחוק הייעוץ. משכך, ציין סגל הרשות כי נוכח העובדה כי המבקשת פועלת ללא רישיון ניהול תיקי השקעות, או רישיון ייעוץ השקעות, מתבקשים הסבריה של המבקשת כיצד מתיישבת פעילותה עם הוראות חוק הייעוץ.

מכתב סגל הרשות מצ"ב נספח ה'.

92. **ביום 13.12.2015** מסרה המבקשת את תשובתה בכתב, באמצעות בא כוחה, ובה הובאו באריכות ובפירוט רב טענותיה לפיהן אין לראות בפעילותה, לרבות בפעילות המסחר האלגוריתמי, משום ניהול תיקים, וכן כי אין לראות בפעילות המסחר החברתי הנעשית על ידה משום ייעוץ השקעות כהגדרתם בחוק הייעוץ.

מכתב המבקשת מצ"ב נספח ו'.

93. **בימים 6.1.2016 ו-12.1.2016** ביצעה הרשות ביקורת פתע במשרדי המבקשת. ממצאי הביקורת פורטו לעיל והם מראים שלא רק שמתבצעות על ידי המבקשת הפרות דין שונות אלא גם שהפרות הדין גורמות ללקוחות להפסדים עצומים וכי לחברה יש בעיות נזילות חמורות.

94. במכתב סגל הרשות לחברה **מיום 13.1.2016** הביע סגל הרשות עמדתו כי המבקשת מקיימת פעילות של ניהול תיקים כהגדרתו בחוק הייעוץ וזאת ללא רישיון בניגוד להוראות חוק הייעוץ. משכך דרש סגל הרשות מהמבקשת לחדול באופן מיידי מפעילותה האסורה, הן כלפי לקוחות קיימים והן ביחס ללקוחות חדשים. בנוסף, סגל הרשות ציין כי ככל שהמבקשת לא תחדל מפעילותה המפרה ותודיע על כך לרשות תוך 7 ימים מתאריך המכתב ישקול יו"ר הרשות פנייה לבית המשפט המוסמך מכוח סמכותו לפי סעיף 29(ג) לחוק הייעוץ בבקשה להוציא צו מניעה בנדון. עוד ציין סגל הרשות כי אין באמור כדי למנוע מהרשות לנקוט בפעולות אכיפה בהתאם לסמכותה.

מכתב סגל הרשות מצ"ב נספח ז'.

95. במכתב תשובה מטעם המבקשת **מיום 14.1.2016** הודיע ב"כ המבקשת כי מרשותיו אינן מקבלות את עמדתו המשפטית של סגל הרשות וכי אין בעמדת סגל הרשות מענה לטיעונים שהוצגו על ידן במכתבן

מיום 13.12.2015. עם זאת, המבקשת וקפיטל השקעות הודיעו כי הן חדלות מגייס לקוחות חדשים לסוגי הפעילות שנאסרו על ידי סגל הרשות, למעט לפעילות מסחר עצמאית על גבי זירת המסחר, וכן חדלו מפרסום הפעילות שנאסרה באתר שלהן, ומשיווק השירותים הכרוכים בפעילות זו. במכתב האמור המבקשת הודיעה כך:

**"... בליט ברירה (והרשות לא הותירה בידי מרשתנו ברירה), ובהיות מרשותנו שומרות חוק ויראות רשות, מודיעות מרשותנו, תחת מחאה, כדלקמן:**  
**א. מרשותנו חדלו מגייס לקוחות חדשים לאיזה מסוגי הפעילות שנאסרו על ידי הרשות במכתבה למעט לפעילות מסחר עצמאית על גבי זירות המסחר.**  
**ב. מרשותנו חדלו מפרסום באתר את סוגי המסחר הידועים כמסחר אלגוריתמי, כמסחר חברתי וכמסחר סוציאלי (Social Trading ו-Mirror Trading) (להלן: "השירותים האוטומטיים).**  
**ג. מרשותנו חדלו מכל שיווק של השירותים כאמור לעיל".**

עוד צוין במכתב כי הפסקת מתן השירותים תפגע ותגרום להפסדים ללקוחות הקיימים. לפיכך, המבקשת וקפיטל השקעות ביקשו לקבוע פגישה בהולה עם נציגי הרשות.

מכתב המבקשת לרשות מצ"ב נספח ח'.

96. **ביום 17.1.2016** השיב סגל הרשות למכתב זה תוך שהוא דוחה את הטענות שהועלו בו, הן בהתייחס להתנהלותה של הרשות והן את הטענות המשפטיות בהתייחס לפעילות המבקשת וקפיטל השקעות. סגל הרשות גם ציין כי עמדתו קיבלה חיזוק משמעותי מממצאי הביקורת. לבסוף, לאור ההתחייבות לחדול מהפעילות המפר, הסכים סגל הרשות לתאם פגישה מיידית עם נציגי המבקשת על מנת לשמוע כיצד בכוונתה לחדול מהפעילות המפרה בנוגע ללקוחות הקיימים מבלי לפגוע בהם.

מכתב סגל הרשות מצ"ב נספח ט'.

97. בפגישה שהתקיימה **ביום 18.1.2016** במשרדי הרשות בין נציגי סגל הרשות לבין נציגי המבקשת ובא כוחה הועלו על ידי המבקשת חלופות שונות על מנת לנסות לאפשר את המשך פעילותה. הרשות הבהירה את עמדתה לפיה המבקשת מבצעת פעילות של ניהול תיקים ללא רישיון ומשכך נדרשת היא להפסיק לאתגר שאם לא כן הרשות תפנה לבית המשפט בהליך של בקשת צו מניעה. בסיום הפגישה ביקשה המבקשת מהרשות לקבל ארכה של כ-10 ימים לצורך התאמת פעילותה להוראות הדין. הרשות סברה כי מתן הארכה המבוקשת צפוי לגרום להמשך ההפסדים ללקוחות הקיימים והמבקשת לא יכלה להצביע על דרך להמשך התנהלותה באופן שיהיה בו למנוע הפסדים אלה. לפיכך דחתה הרשות את בקשת הארכה של המבקשת. עם זאת, סוכם כי ככל שהמבקשת, באמצעות בא כוחה, תשלח עוד באותו יום במייל לרשות חלופות מוצעות מטעמה אשר יהיה בהן מענה הולם למניעת הפסדים ללקוחות הקיימים בתקופת הארכה, תבחן אותן הרשות.

במייל שנשלח לרשות באותו יום על ידי החברה לא הועלו חלופות שהיה בהן משום מענה רלבנטי כאמור, ומשכך דחתה הרשות את האמור בו.

98. ביום 28.1.2016 הגישה המבקשת את העתירה המנהלית נשוא תיק זה וכן בקשה למתן צו ביניים שיאפשר למבקשת לפעול באמצעות מסחר אלגוריתמי עד להכרעה בעתירה המנהלית.

### פרק ז': נקודות נוספות

#### ז(1) - על התיבה "לחשבונם של אחרים"

99. בסעיפים 118-120 לבקשה מעלה המבקשת טענה נוספת - כי פעילותה אינה מהווה פעילות ניהול תיקים שכן היא אינה פעילות "לחשבונם של אחרים".

המקור של טענה זו הוא בהגדרת "ניהול תיקי השקעות" בסעיף 1 לחוק הייעוץ לפיה ניהול תיקי השקעות הוא "ביצוע עסקאות, לפי שיקול דעת, לחשבונם של אחרים". לטענת המבקשת היא מבצעת את פעולותיה "בחשבון עצמי של המבקשת" (סעיף 118 לבקשה) ולכן לא מדובר בביצוע עסקאות "לחשבונם של אחרים". הנפח המזערי שטענה זו תופסת בבקשה ומיקומה בשלהי הבקשה מעיד גם על חולשתה, ואכן - דין טענה טכנית זו להידחות על הסף.

100. הרשות התייחסה לטענה זו במכתבה מיום 13.1.2016 (נספח 10 לבקשה), שגם הפנה לעמדת סגל הרשות מיום 5.8.2009.

101. בעמדה זו של סגל הרשות צוין כי חוק הייעוץ הוא הסדר חוקי הנוגע לפעילות של השקעה עבור אחרים בשוק ההון. התכלית העומדת בבסיס חוק הייעוץ היא שמירת עניינו של ציבור המשקיעים והרצון להגן עליו באמצעות הסדרה ופיקוח על אלה העוסקים בניהול כספי אחרים בשוק ההון. לכן כל פעילות שבמהותה היא ניהול השקעות עבור אחר מוסדרת וכפופה לאחד מהחוקים המסדירים את הפעילות בשוק ההון, למעט פעילות אשר הוצאה באופן מפורש מתחולת החוקים.

עמדת סגל הרשות מיום 5.8.2009 מצ"ב כנספח י'.

102. בהתאם לכך, הפירוש התכליתי הנכון של התיבה "לחשבונם של אחרים" הוא כי כאשר מדובר בפעילות אשר היא במהותה ביצוע עסקאות בניירות ערך לפי שיקול דעת המבוצע עבור אחר, מדובר בניהול תיקים ואין כל משמעות לעובדה כי הפעולות מתבצעות באותו חשבון.

103. בהקשר זה יצוין גם כי לפי סעיף 22(2) לחוק הייעוץ מנהל תיקים "יחזיק ניירות ערך ונכסים פיננסיים של כל לקוח בנפרד, יקבל החלטה על ביצוע עסקה לגבי כל לקוח בנפרד וינהל רישומים לגבי כספים, ניירות ערך ונכסים פיננסיים של כל לקוח בנפרד...". ככל שהמבקשת היתה פועלת כחוק והיתה אכן מחזיקה כספי כל לקוח בנפרד אז אין ספק כי הפעולות שהיו מבוצעות לגבי אותו לקוח בנפרד היו מהוות פעילות "לחשבונם של אחרים". ברור כי אי קיום מלוא הוראות החוק ביחס למתן שירותי ניהול תיקים אינו מוציא את השירות מגדר שירות ניהול תיקים שהחוק חל עליו. לא ניתן להתחמק מתחולת הוראות הדין על ידי הפרת הדין.

104. לכן ברור - כפי שהובהר בעמדת הסגל מיום 5.8.2009 - כי "התיבה 'לחשבונם של אחרים' איננה מאפשרת לעקוף את הוראות הרגולציה על ניהול תיקים השקעות בניירות ערך באמצעות ניהול



תיקים של מספר לקוחות בחשבון אחד. כאשר מדובר בפעילות אשר היא במהותה ביצוע עסקאות בניירות ערך לפי שיקול דעת, המבוצע עבור אחר, מדובר בניהול תיקים ואין כל משמעות לעובדה כי הפעולות מתבצעות באותו חשבון ...".

#### ז(2) - אין שום "חוסר היגיון" בעמדת הרשות

105. בסעיפים 50 ו-51 לבקשה המבקשת טוענת כי עמדת הרשות חסרת הגיון וסותרת את עצמה, ובסעיף 91 לבקשה המבקשת טוענת כי עמדת הרשות "אינה מתקבלת על הדעת" כיוון שמשמעותה "כי כל תעשיית זירות הסוחר, וכל תעשיית האלגוטריידינג דינה כליה". טענות אלה פשוט אינן נכונות. עמדת הרשות כפי שהוצגה לעיל הגיונית וקוהרנטית, היא אינה ממיטה "כליה" על תעשייה כלשהי, אך יותר מזה - היא נגזרת מפרשנות מתבקשת של הדין, כמפורט לעיל.

106. ניתן לסכם את עמדת הרשות בקצרה כך:

ראשית, ניהול כספם של אחרים באמצעות מסחר אלגוריתמי מחייב רישיון ניהול תיקים.

שנית, גם לאחר השגת רישיון ניהול תיקים לא ניתן יהיה לבצע מסחר אלגוריתמי בזירת סוחר לא מפקחת נוכח הוראתו הברורה של סעיף 22(3) לחוק הייעוץ. לא מדובר בפרשנות של הרשות אלא בהוראה ברורה של סעיף בחקיקה הראשית. הדבר אינו מלמד כלל כי דרישת הרשות לקבלת רישיון היא חסרת טעם או חסרת הגיון, שכן מקבל הרישיון יוכל לבצע מסחר אלגוריתמי בפלטפורמות מסחר אחרות (דוגמת הבורסה), וכן לנהל ללקוחות תיקים בשיטה המסורתית.

שלישית, לאחר השגת רישיון זירת סוחר, הזירה לא תוכל לבצע עבור לקוחותיה פעילות ניהול תיקים (באמצעות מסחר אלגוריתמי או "ידני") בזירת הסוחר גם נוכח הוראות ניגוד העניינים וייחוד העיסוק בתקנות זירות סוחר ובחוק.

רביעית, לקוח של זירה שיוזם את השימוש בתוכנת מסחר, הוא זה שבוחר אותה, הוא זה שמפעיל אותה, והזירה אינה נוטלת כל חלק בתהליך, למעט מתן אפשרות החיבור של התוכנה על הפלטפורמה שלה, ואף אין לה כל קשר שהוא עם יוצרי התוכנה ושיווקה לצרכניה ואין לה כל הרשאה לשימוש בה, הרי שפעילות זו של הלקוח תיכלל בגדר מסחר עצמאי שהוא מבצע בזירת הסוחר.

107. יצוין כי עמדת הרשות הנ"ל כלל אינה מאיימת על "תעשיית האלגוטריידינג" - תעשייה זו תוכל להמשיך להתקיים, פשוט לא על ידי זירה בתוך הזירה. תעשייה זו משגשגת בבורסה בישראל ובבורסות אחרות בעולם. אין גם כל מניעה שהלקוח יפעיל תוכנת מסחר, כאמור לעיל.

בהתאם, עמדת הרשות הנ"ל גם אינה מאיימת על "תעשיית זירות הסוחר" - גם תעשייה זו תוכל להמשיך להתקיים (והראייה - המבקשת עצמה ממשיכה גם נכון לעכשיו להפעיל את זירת הסוחר שלה), אך הזירה עצמה לא תוכל להציע ללקוחותיה שירותי ניהול תיקים. על המסחר בזירת הסוחר להתבצע, כפי שהורה המחוקק, על ידי הלקוח באופן עצמאי.

#### פרק ח': טענות מנהליות

## ח(1) - הרשות לא נקטה באכיפה בררנית

108. בשנים האחרונות התגברה התופעה של גורמים לא מפקחים הפונים לציבור הרחב בהצעות לביצוע השקעות נושאות תשואה. תופעה זו התפשטה ככל הנראה על רקע סביבת הריבית הנמוכה המביאה משקיעים לנסות ולאתר אפיקי השקעה אטרקטיביים, ולנוכח נגישותו של הציבור הרחב לרשת האינטרנט והיכולת לבצע בקלות פעילויות באמצעות האינטרנט, לרבות פעילות שיווק והעברת כספים ממשקיעים.
109. השקעות לא מפקחות חושפות את הציבור לסיכונים משמעותיים ביותר. כידוע, כל השקעה פיננסית כרוכה מטבעה בסיכונים, אולם הסיכונים בהשקעות לא מפקחות הנם רבים ומשמעותיים יותר. סיכונים אלה כוללים אי-חוקיות של הפעילות, חוסר יציבות פיננסית של הגופים המגייסים את הכספים, היעדר גילוי נאות, היעדר כללי ממשל תאגידי, היעדר בקורות ומנגנונים שנועדו לצמצם סיכונים, מרמה והונאה של הציבור, וניצול של המיזמים לצרכים פליליים.
110. תפקידה של הרשות נוגע מטבע הדברים לטיפול בהשקעות לא מפקחות רק מקום בו הן מתבצעות בניגוד לדין. בהקשר זה ביצעה הרשות פעולות בדיקה ואכיפה מול עשרות גופים. הפעילויות הלא מפקחות כוללות בעיקר פעילות של הצעה ומכירה של ניירות ערך ללא תשקיף, פעילות של ייעוץ השקעות ללא רישיון, פעילות של ניהול תיקים ללא רישיון, ופעילות של זירות מסחר בניגוד לחוק (המתיר כיום לפעול רק לזירות שהגישו בקשת רישיון במועד שנקבע לכך). פעולות הרשות נעשות במישורים רבים, לרבות בדיקות מודיעיניות, דרישות מידע ומסמכים, בחינת תלונות ציבור, ביקורות שטח, פנייה לבית משפט בבקשה לצו מניעה שיאסור על המשך הפעילות, וחקירות פליליות.
111. ביום 2 באוגוסט 2015 פרסמה הרשות באופן חריג אזהרה לציבור בדבר ניהול השקעות ממוחשב (ראו נספח ב' לעיל). אזהרה זו נגעה לחברות הפונות לציבור, לרוב באמצעות האינטרנט והדואר האלקטרוני, ומזמינות את הציבור לנהל עבורו כספים לשם השקעה בשוק ההון, אשר תתבצע תוך קבלת החלטות השקעה על-ידי החברה עבור לקוחותיה באמצעות תוכנות מחשב הכוללות אלגוריתם לבחירת השקעות. שירות זה מכונה אלגוריתמי, מסחר רובוטי ממוחשב או ניהול תיקים אוטומטי. באזהרה צוין כי על רקע הגידול במספר פניות ציבור בנושא, לרבות של מי שרואים עצמם כנפגעים, רשות ניירות ערך מבקשת להבהיר כי שירותי ניהול התיקים הממוחשב כאמור מחייבים בדרך כלל קבלת רישיון ניהול תיקים מרשות ניירות ערך ועמידה בהוראות המנויות בחוק, וכי גורמים המבצעים פעילות זו ללא רישיון ניהול תיקים פועלים לכאורה בניגוד להוראות החוק. כן הודגש, כי גם רישיון לניהול זירת מסחר או רישיון לייעוץ או לשיווק השקעות אינו רישיון מתאים לפעילות זו.
112. עוד לפני פרסום האזהרה האמורה, וביתר שאת אחריה, פעלה הרשות מול שורה של גורמים הנחזים לבצע פעילות של ניהול תיקים כאמור ללא רישיון (מטבע הדברים לא ניתן לחשוף במסמך זה את זהותם של אותם גורמים). מול חלק מהגורמים פעולות הבדיקה והאכיפה של הרשות הסתיימו כבר, ומול חלקם היא עדיין נמשכת. יצוין כי בשנה האחרונה הרשות פעלה מול מעל 20 גורמים כאלה. רק לשם לדוגמא ניתן לציין את פעילות הרשות מהעת האחרונה נגד חברת **יוטרייד פרימיום בע"מ**, חברה שלעמדת הרשות ביצעה אף היא פעילות של ניהול תיקים ללא רישיון. הרשות פעלה מול חברה זו באופן דומה לזה שהיא פעלה מול המבקשת - התכתבה עימה, ביצעה אצלה ביקורת, ואף

הגישה בקשה לצו מניעה כנגד פעילותה (ת"א 43133-12-15 רשות ניירות ערך נ' יוטריו פרימיום בע"מ).

113. בעניינה של המבקשת, קדמו להתראת הרשות בדבר כוונתה לפנות לבית המשפט בבקשה לצו מניעה מספר התרחשויות: תלונות ציבור שהתקבלו ברשות, בקשת לאישור תובענה ייצוגית כנגד המבקשת, התכתבויות עם המבקשת ובחינת כל טענותיה, וכן ביקורת שבוצעה אצלה (כמפורט לעיל). על כן אין לטענת המבקשת בדבר אכיפה בררנית כל בסיס עובדתי. הרשות פעלה ופועלת מול גורמים אחרים המבצעים פעילות דומה, ואף אופן פעילותה היה דומה לזה שנקט כלפי גורמים אחרים המבצעים פעילות דומה.

114. בע"פ 3520/91 תורג'מן נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 14.2.1993) נטענה טענת אכיפה בררנית נגד משטרת ישראל בכך שהיא אכפה את הדין בנוגע למכוני עיסוי באופן סלקטיבי, ובמשפט עצמו התברר שהמשטרה מודעת לקיומם של מכוני עיסוי רבים אשר אף מפורסמים, אך אין היא נוהגת להעמיד לדין פלילי את המחזיקים במכוני, אלא אם הוגשה תלונה נגדם. דעת הרוב שם קבעה כך:

"אין באוזלת ידיים זו מטעם המשטרה - שכאמור אנוסה היא לנהוג כך בגלל המחסור בכוח אדם - כדי להקל עם העבריינים המובאים לדין כתוצאה מהגשת תלונה נגדם על-ידי השכנים. אין כאן משוא פנים מצד המשטרה, שאין ביכולתה לעקוב אחר כל העבריינים, שאילו כך היה, ניתן היה לומר שמידת הצדק לוקה, והפליה יש כאן בין עבריין לעבריין" (שם, עמ' 448).

115. מעבר לצורך יצוין, כי בתי המשפט עמדו לא אחת על כך שהנטל להוכיח קיומה של אכיפה בררנית הוא גבוה במיוחד. רשות מינהלית המבקשת לאכוף את החוק נהנית, כמו כל רשות מינהלית, מחזקת החוקיות. על הטוען לקיומה של אכיפה מפלה או "בררנית" מוטל הנטל להציג תשתית עובדתית מספקת שיהיה בה כדי להתגבר על החזקה בדבר התקינות המנהלית. ואף אם עבר הטוען משוכה זו, עדיין יכולה הרשות להראות כי אותה אכיפה הנחזית להיות בררנית למעשה נעוצה בשיקולים ענייניים<sup>13</sup>. וראו לעניין זה גם דבריו של כב' השופט זמיר בבג"ץ זקין<sup>14</sup>:

"אכן, רשות מינהלית המבקשת לאכוף את החוק נהנית, כמו כל רשות מינהלית, מחזקת החוקיות. מי שמעלה נגד החלטת הרשות טענה של אכיפה בררנית, ולכן הוא מבקש לפסול את ההחלטה, עליו הנטל להפריך חזקה זאת. הדעת נותנת כי רק במקרים נדירים ניתן יהיה להפריך את החזקה ולהוכיח אכיפה בררנית. ראשית, הדעת נותנת כי בדרך-כלל רשות מינהלית, שיש לה סמכות לאכוף את החוק, תפעיל את הסמכות על יסוד שיקולים ענייניים לאור מטרת החוק. שנית, גם במקרה שבו קיים חשד בדבר אכיפה בררנית, בדרך-כלל קיים קושי להוכיח כי הרשות המינהלית הפעילה את הסמכות לאכוף את החוק על יסוד שיקול זר או להשגת מטרה פסולה.

<sup>13</sup> בג"ץ 5290/14 סעדי עאל עפו קואסמה נ' המפקד הצבאי לאיזור הגדה המערבית (פורסם בנבו - 11.8.2014).

<sup>14</sup> בג"ץ 6396/96 זקין נ' ראש עיריית באר שבע, פ"ד נג (3) 289 (להלן - "בג"ץ זקין").

אולם, במקרה הנדיר, שבו ניתן להוכיח אכיפה בררנית, מן הראוי שתהיה לכך נפקות משפטית".

116. בענייננו, טענת האכיפה הבררנית נטענה בעלמא. המבקשת לא הציגה כל תשתית עובדתית מספקת (או בכלל) שיהיה בה כדי להתגבר על החזקה בדבר התקינות המנהלית, וכאמור לעיל - לא בכדי. בפועל, הרשות פעלה ועודנה פועלת להפעלת אמצעי אכיפה גם ביחס לחברות נוספות הפועלות במתכונת דומה לזו של המבקשת.

117. מובן כי מטבע הדברים, ונוכח המשאבים המוגבלים העומדים בפני הרשות אין בידי הרשות לבצע אכיפה מלאה או סימולטנית של כלל הפעילויות הרלבנטיות שנחזות כפעילויות מפרות. אך גם אם האכיפה אינה מלאה, אין משמעות הדבר כי היא לוקה בפגם משפטי המצדיק התערבותו של בית המשפט.<sup>15</sup>

118. יפים לעניין זה דבריו של כב' השופט זמיר בבג"ץ זקין :

"אכיפה בררנית (באנגלית: selective enforcement) אינה היפוך של אכיפה מלאה. לעתים קרובות אין אכיפה מלאה, ומבחינה מעשית אף לא יכולה להיות אכיפה מלאה, של חוק או תקנות. אכיפה חלקית אינה בהכרח אכיפה פסולה. כך גם אכיפה מדגמית, שהרי המדינה אינה יכולה להקצות אלא משאבים מוגבלים לאכיפת החוק. כך גם רשויות מינהליות שונות, כמו רשויות מקומיות. לכן רק טבעי וראוי הדבר שהמדינה ורשויות אחרות יקבעו לעצמן מדיניות, ובמידת הצורך והאפשר גם הנחיות כתובות, שיקבעו סדר עדיפות לאכיפת החוק. אכן, מדיניות או הנחיות כאלה צריכות לעמוד במבחנים המקובלים לגבי כל החלטה מינהלית, כגון מבחנים של מטרה כשרה, שיקולים ענייניים, סבירות ועוד. אולם, אם הן עומדות במבחנים אלה, אכיפת החוק על-פי מדיניות או הנחיות כאלה אינה אכיפה פסולה. אכיפה כזאת, אף שהיא אכיפה חלקית, אינה אכיפה בררנית".

וראו לעניין זה גם דבריו של כב' השופט זמיר בבג"ץ שקם<sup>16</sup> :

"עם זאת, התפקיד של אכיפת החוק מוטל על הרשויות המוסמכות של המינהל הציבורי, ולא על בית-המשפט. בידי הרשויות המוסמכות מופקדים המשאבים הנדרשים לאכיפת החוק. משאבים אלה לעולם אינם מספיקים לצורך אכיפה מלאה של כל החוקים. לכן, שומה על הרשויות המוסמכות לכלכל את צעדי האכיפה במסגרת המשאבים, בהתאם למדיניות אכיפה ולפי סדרי עדיפות המשתנים עם הנסיבות..."

<sup>15</sup> בג"ץ 551/99 שקם בע"מ נ' מנהל המכס ומע"מ, פ"ד נד (1) 112 (להלן: "בג"ץ שקם").

<sup>16</sup> שם.

119. זאת ועוד. המבקשת מפנה לפסיקת בתי המשפט העליון לפיה **"אכיפה בדרנית היא אכיפה הפוגעת בשוויון במובן זה שהיא מבדילה לצורך אכיפה בין בני אדם דומים או בין מצבים דומים לשם השגת מטרה פסולה, או על יסוד שיקול זר או מתוך שרירות גרידא"**<sup>17</sup>.

אך בענייננו לא ניתן לטעון, ולא בכדי הדבר אף לא נטען על ידי המבקשת, כי הרשות פעלה באכיפתה כנגד המבקשת לשם השגת מטרה פסולה או על יסוד שיקול זר. אף המבקשת לא טוענת כי הפעולות שנקטו כנגדה היו בגדר החלטה לאכוף חוק כנגד פלוני ולא לאכוף את החוק כנגד פלמוני על בסיס שיקולים של דת, לאום או מין, או מתוך יחס של עוינות אישית או יריבות פוליטית כנגד פלוני. פעולת האכיפה של הרשות נעשתה לצורך הגשמת תכלית החקיקה - שהיא הגנה על ציבור המשקיעים, ולמטרה זו בלבד.

אף לא ניתן לטעון כי פעולות הרשות נגועות בשרירות. ביסוד פעולות האכיפה שנקטה הרשות כנגד המבקשת, וכחלק ממדיניות האכיפה של הרשות, עומדת העובדה כי התנהלותה של המבקשת היתה חמורה במיוחד במספר היבטים דוגמת - בין היתר - מספר הלקוחות, היקפי ההשקעה, הפער בין מה שהוצג ללקוחות לבין מה שנעשה בכספם, ועוד.

120. לאור האמור לעיל, ובהתחשב בכך שהמבקשת לא הציגה כל תשתית עובדתית לביסוס טענת האכיפה הבררנית, דינה של טענה זו גם היא להידחות.

#### **ח(2) - זכות השימוע של המבקשת לא נפגעה**

121. פסיקת בית המשפט העליון לאורך השנים קיבעה את ההלכה לפיה אין חובה לקיים את הליך השימוע ו/או זכות הטיעון בעל פה דווקא, וגם שימוע ו/או קיום זכות טיעון באמצעות הכתב הינה בגדר הליך ראוי, תקין וסביר.

122. דוגמא לכך היא בג"ץ 35/78 י.ש.י. - פ.א.ב. חברה קבלנית לעבודות בניין בע"מ נ' עיריית ירושלים, פ"ד לב(2) 581, 587-588 (1978), בעמ' 588, שם קבע כב' הנשיא זוסמן כי **"השמיעה אינה חייבת להימשך זמן רב וכידוע, מותר גם לרשות מינהלית 'לשמוע' דברו של אזרח בכתב"**. מדובר בהלכה ברורה לחלוטין, וכך נפסק גם בנוגע לסיטואציות בהן לכאורה הפגיעה באזרח הייתה קשה. כך לדוגמא, גם בבג"ץ 469/74 גונן נ' ועדת החקירה - מלחמת יום הכיפורים, פ"ד כט(1) 635 (1974), נקבע כי **"זכותו של אדם 'לשמיעה הוגנת' אינה מחייבת שמיעת דברו בעל-פה דווקא, אלא מתן אפשרות להגשת טיעון בכתב דיו"**. בדומה, בבג"ץ 161/84 חברת ווינדמיל הוטל בע"מ נ' שר הפנים, פ"ד מב(1) 793, 796 (1984), נקבע כי **"דרכי השמיעה רבות הן ומגוונות ומשתנות על-פי הנסיבות. יש שהשמיעה היא בכתב ויש שהשמיעה היא בעל-פה..."**. בבג"ץ 3424/91 הארגון הארצי להגנת הדייר נ' שר הבינוי והשיכון, פ"ד מה(5) 340, 344 (1991), קבע כב' השופט מלך כי **"זכותו של אדם שעניינו עלול להיפגע על-ידי מעשה מינהלי, לטעון טענותיו איננה מוגבלת להשמעת טענות בעל-פה דווקא, ודי בכך שניתנת לו הזדמנות נאותה להגיש השגות בכתב"**. בנוסף, בעל"ע 1421/04 דר נ' לשכת עורכי הדין בישראל, פ"ד נח(6) 457 (2004), קבע כב' הנשיא בדימוס ברק כי **"חובתה של**

<sup>17</sup> סעיף 154 לעתירה.

הלשכה לשמוע את טענותיו של המערער נעשתה בכתב ולא בעל-פה. אך בעובדה זו, כשלעצמה, אין כדי לפגוע בזכות הטיעון". בבג"ץ 6339/05 מטר נ' מפקד כוחות צה"ל בחבל עזה, פ"ד נט(2) 846, 854 (2005) קבע כב' הנשיא בדימוס ברק כי "חובת השימוע יכול שתהיה מוגשמת במספר רב של אופנים. בדרך כלל, הרשות תצא ידי חובתה בדרך של שימוע בכתב. רק בנסיבות מיוחדות עשויה חובת השימוע לחייב את הרשות לקיים שימוע בעל-פה". ובשנים האחרונות, בבג"ץ 10307/08 איגוד חברת הפרסום נ' הרשות השנייה לטלוויזיה ולרדיו (פורסם בנבו, 8.12.2008), חזר כב' השופט דנציגר על ההלכה לפיה "את חובת השימוע ... ניתן להגשים במספר רב של דרכים ובדרך כלל, הרשות המינהלית תצא ידי חובתה באפשרה שימוע בכתב כאשר רק בנסיבות מיוחדות עשויה חובת השימוע לחייב את הרשות המינהלית לקיים שימוע בעל-פה".

123. לכן ברור כי אין ממש בטרזניה המועלית על ידי המבקשת לפיה נפל פגם בהתנהלות הרשות שעה שהשימוע של טענותיה נעשה בכתב (ר' למשל סעיפים 26, 28, 30, 33, 39, 40, 42 ו-46 לבקשה). למבקשת לא היתה זכות קנויה להישמע בעל-פה דווקא.

124. לגוף הטענה, עיון בבקשה ובנספחים לה מראה שהמבקשת זכתה לזכות שימוע רחבה ביותר. כפי שפורט לעיל, בין הרשות למבקשת התנהלה תכתובת ערה במסגרתה המבקשת שלחה לרשות מספר מכתבים (בין היתר גם מכתב בן 31 עמודים) שזכו להתייחסות קפדנית ונענו בתשומת לב על ידי הרשות.

אין על כך אין כל מחלוקת. בסעיף 35 לבקשה המבקשת עצמה מציינת כי טיעוניה הוצגו כלפי הרשות בפירוט ובהרחבה: "כמפורט בהרחבה בנספח 6 דלעיל, המחזיק שלושים ואחת (31) עמודים, מרכיב שיקול הדעת אינו מתקיים ואינו יכול להתקיים בביצוע אלגוטרידינג ...". כלומר, אין טענה מהותית לעניין היעדר השימוע. הטענה היחידה היא טענה טכנית - שהעמדה לא הוצגה לרשות בעל פה אלא רק בכתב. טענה זו אין בה ממש כאמור לעיל ועל כן יש לדחותה. המבקשת לא יכולה לטעון כי דברה לא נשמע, טענותיה כפי שפרטה באריכות לא זכו למענה, או כי נגרם לה עיוות דין.

125. בנוסף, ומבלי לפגוע כהוא זה באמור לעיל, כידוע הן הפסיקה והן המלומדים בשנים האחרונות מצביעים על התופעה במסגרתה הגישה המסורתית, שצידדה בביטול החלטות שהתקבלו מבלי שניתנה לצד המעוניין זכות טיעון, הומרה באופן הדרגתי בתפיסה גמישה יותר המכירה ביחסיותה של הבטלות, ולפי תפיסה זו, בעיקרו של דבר, גם במקרה בו הופרו כללי של המשפט המינהלי, וזכות הטיעון בכלל זה, לא בהכרח תיפסל ההחלטה שהתקבלה כך. ראו לדוגמה דפנה ברק-ארז "בטלות יחסית: על מחירן של זכויות" ספר יצחק זמיר: על משפט, ממשל וחברה 283 (יואב דותן ואריאל בנדור עורכים, 2005). לפי הפסיקה העכשווית, גם כאשר עתירה נגד פגיעה בזכות הטיעון מוגשת על-ידי בעל הזכות עצמו, יוסיף בית המשפט ויבחן אם נגרם לו עיוות דין. במקרים אלה בית המשפט שואל את עצמו אם לנפגע הייתה טענה טובה שהייתה עשויה להתקבל אילו ניתנה לו זכות טיעון (ראו לדוגמה את ניצני הפסיקה ברוח זו בבג"ץ 598/77 דרעי נ' ועדת השחרורים, פ"ד לב(3) 161 (1978) (פסק דינו של כב' השופט יצחק כהן), ואת בג"ץ 118/80 גרינשטיין נ' הפרקליט הצבאי הראשי, פ"ד לה(1) 239 (1980).

126. במקרה הנוכחי ברור כי אין ולא יכולה לעמוד למבקשת טענה לפיה נמנעה ממנה היכולת לטעון טענה זו או אחרת. המבקשת ניצלה כל הזדמנות בכדי להעלות כל טענה אפשרית ביחס לנטען על ידי הרשות, תוך שהיא מצטיידת בייעוץ משפטי ומפרטת כל טענה וטענה.

### **ח(3) - חופש העיסוק של המבקשת לא נפגע**

127. בפתח הדיון בטענת המבקשת לפיה נפגעה זכות היסוד שלה לעסוק במסחר אלגוריתמי בזירה אותה היא מפעילה, יש להדגיש את המשוואה הפשוטה לפיה אם יקבל בית המשפט הנכבד את עמדת הרשות כי פעילות המסחר האלגוריתמי בזירה המנוהלת על ידי המבקשת, ללא רישיון לניהול תיקים, הינה בניגוד לחוק הייעוץ, אין עוד צורך לעסוק בטענת המבקשת לפיה נפגע חופש העיסוק שלה מהנימוקים המועלים בבקשה ובעתירה.

128. פסקת ההגבלה בחוק יסוד: חופש העיסוק קובעת (סעיף 4 לחוק) כי "אין פוגעים בחופש העיסוק אלא בחוק ההולם את ערכיה של מדינת ישראל, שנועד לתכלית ראויה, ובמידה שאינה עולה על הנדרש, או לפי חוק כאמור מכוח הסמכה מפורשת בו".

129. הנה כי כן, פסקת ההגבלה מורכבת מארבעה יסודות והם:

א. הפגיעה בחופש העיסוק צריכה להיות "בחוק" או "לפי חוק כאמור מכוח הסמכה מפורשת בו".

ב. החקיקה הפוגעת חייבת להלום את "ערכיה של מדינת ישראל".

ג. החקיקה הפוגעת צריכה להיות מיועדת ל"תכלית ראויה".

ד. החקיקה פוגעת בחופש העיסוק "במידה שאינה עולה על הנדרש".

130. כב' הנשיא (בדימוס) אהרן ברק מבהיר בספרו (אהרן ברק פרשנות במשפט - פרשנות חוקתית (התשנ"ד), 615) כי הפגיעה בחופש העיסוק צריכה להיות בחוק או מכוח הסמכה מפורשת בחוק לרבות בחקיקת משנה ולא זו בלבד. כב' הנשיא (בדימוס) ברק קובע כי: "נראה שהדיבור 'לפי חוק' כולל מצבים נוספים, מעבר לפגיעה בזכות יסוד בחקיקת משנה. טול חוק המסמיך רשות מוסמכת לפגוע בהחלטתה בחופש העיסוק (בדומה לרשות בענייננו - ל"ו וש"כ). פגיעתה היא 'לפי חוק', גם אם אינה לובשת צורה של חקיקת משנה".

131. מן האמור נמצאנו למדים כי הרשות - אשר הוסמכה מכוח החוק והתקנות לפיו לשמש כגוף מנהלי שבין מטרותיו פיקוח, בין היתר, על מנהלי תיקים וזירות סוחר ואכיפת הוראות הדין בעניינם - ממלאת את דרישת היסוד הראשונה בפסקת ההגבלה. לגבי שלושת העקרונות הנוספים המנויים לעיל, דומה שהמבקשת כלל לא טוענת כי הנ"ל נפגעו בצורה זו או אחרת, ומכאן שומרת הרשות לעצמה את זכות הטיעון בעניינם ככל שתעלה טענה על ידי המבקשת.

132. בקליפת אגוז ייאמר כי מעצם העובדה שהרשות אוכפת את האיסור על ניהול כספי לקוחות במסחר אלגוריתמי שמוצע על ידי הזירה ובתוך הזירה עולה כי הפגיעה (ככל שישנה כזו) בחופש העיסוק של המבקשת היא במידה שאינה עולה על הנדרש. הרשות אינה אוסרת על הפעלת הזירה, והראייה - המבקשת ממשיכה להציע את שירותיה ללקוחות "עצמאיים".

133. בבג"ץ 4769/95 מנחם נ' שר התחבורה, פ"ד נז(1) 235, 260 קובעת כב' השופטת ד' ביניש כך :

**"הגבלת אפשרות הכניסה לעיסוק פוגעת בחופש העיסוק החוקתי. פגיעה ישירה או עקיפה באפשרות המימוש של עיסוק אף היא פגיעה בחופש העיסוק החוקתי שיש להעמידה במבחני פיסקת ההגבלה שבחוק-יסוד: חופש העיסוק. ככל שהפגיעה נוגעת לשלילת עיסוק או למניעת כניסה לעיסוק, כך עשויה היא להיחשב קשה וחריפה יותר מפגיעה באופן מימוש העיסוק נוכח הפגיעה החמורה יותר בחופש הבחירה של האדם ובזכותו לאוטונומיה אישית. טיב הפגיעה בחופש העיסוק ועוצמתה עשויים להשפיע על בחינת הפגיעה במשקפיה של פיסקת ההגבלה".** [הדגשות הוספו : ל.ו. וש.כ.].

134. עוד קובעת כב' השופטת ביניש שם (עמ' 264) כי תכלית של דבר חקיקה היא ראויה כדרישת פיסקת ההגבלה שבחוק-יסוד: חופש העיסוק, אם היא נועדה להגן על זכויות אדם, לרבות על-ידי קביעת איזון סביר והוגן בין זכויות של פרטים בעלי אינטרסים מנוגדים באופן המוביל לפשרה סבירה בתחום הענקת הזכויות האופטימליות לכל פרט ופרט. תכלית תימצא ראויה אם היא משרתת מטרות ציבוריות חשובות למדינה ולחברה במטרה לקיים תשתית לחיים בצוותא ולמסגרת חברתית המבקשת להגן על זכויות אדם ולקדמן.

135. אנו רואים אפוא, כי בניגוד לנטען על ידי המבקשת, בתי המשפט ראו לנכון לקבוע כי ניתן לפגוע בחופש העיסוק של אדם כאשר בית המשפט הגיע לכדי מסקנה כי הנ"ל נעשה תוך שימוש בתכלית ראויה של מעשה חקיקה. תכלית ראויה פורשה כתכלית המשרתת מטרות ציבוריות חשובות.

136. דומה שלא ניתן לחשוב ו/או לטעון כי תכלית חוק הייעוץ בכל הקשור לניהול תיקים וההגנות אותן הוא מעניק לציבור המשקיעים במסגרת היחסים עם מנהל התיקים, החב ברשיון כאמור, אינה בגדר תכלית ראויה - כזו מכוחה ניתן לפגוע בחופש העיסוק.

137. לסיכום פרק זה - אין לקבל את טענת המבקשת לפיה הפגיעה בחופש העיסוק של המבקשת נעשית שלא על פי חוק - וזאת על בסיס האמור לעיל בתשובה זו בכל הקשור לצורך בקבלת רשיון לניהול תיקים על ידי המבקשת והיות פעילותה מפרה את חוק הייעוץ. הדבר עולה הן מלשון מעשי החקיקה שנותחו לעיל, והן מתכליתם. כיוון שכך, אין בפגיעה בחופש העיסוק של המבקשת כדי להוות פגיעה אסורה שאינה מכח החוק, וממילא מדובר בפגיעה מידתית וסבירה.

#### **ח(4) - סעד הביניים המבוקש אינו ראוי**

138. בענייננו, ועל פי הודעת המבקשת מיום 20.1.2016 (נספח 15) בהתאם להנחיית הרשות היא ניתקה את האפשרות לבצע מסחר אלגוריתמי בזירת המסחר אותה היא מפעילה (סעיף 59 לעתירה). אם כן,



**מצב הדברים הקיים היום - עוד מיום 20.1.2016 ועל-פי הודאתה של המבקשת - הוא שאין אפשרות לבצע מסחר אלגוריתמי בזירת המסחר אותה מפעילה המבקשת ולמעשה בבקשה למתן צו ביניים שהגישה המבקשת ביום 28.1.2016 היא מבקשת לשנות מאותו מצב קיים כאמור ("ליתן צו ביניים הקובע כי פעילות המבקשת המאפשרת ללקוחותיה לבצע מסחר באמצעות אלגוריתם ('אלגוריתם דינג') על גבי זירת המסחר שלה, הינה חוקית ומותרת וזאת עד להחלטה בעתירה המנהלית המוגשת בד בבד עם בקשה זו").**

139. עיון בעתירה המנהלית שהוגשה במקביל לבקשה מראה כי הסעד העיקרי שהתבקש שם על-ידי המבקשת מבית המשפט הנכבד הוא ליתן צווים הקובעים שהחלטת הרשות אשר הורתה למבקשת לחדול מלאפשר ללקוחותיה לבצע מסחר אלגוריתמי על גבי זירת המסחר מטעמה - בטלה.

140. לכן הסעד המבוקש בבקשה חופף בעיקרו את הסעד העיקרי שהתבקש בעתירה. הלכה היא כי על בית המשפט לנקוט משנה זהירות בטרם יורה על צו עשה זמני המשנה את מצב הדברים הקיים ואשר כמוהו כסעד המלא שנדרש בתובענה, עוד לפני שניתנה ההכרעה הסופית בתובענה (ראו רע"א 2430/91 טיב טירת צבי נ' דליקטיב הקניון, פ"ד מה(4) 225 (1991); רע"א 4848/13 דרים בוטס בע"מ נ' T.A.Y Technology Limited חברה זרה (הונג קונג) (פורסם בנבו, 16.2.2014)).

141. כמו כן, צו עשה זמני המשנה מצב קיים ראוי שיינתן במצבם חריגים בלבד, רק כאשר נוכח בית המשפט כי התערבותו חיונית בכדי למנוע תוצאה קשה ביותר וכאשר הנזק שעלול להיגרם אינו ניתן לתיקון באמצעות פיצוי כספי הולם (ראו למשל: רע"א 1868/98 סייג נ' המועצה לייצור ולשיווק צמחי נוי (פורסם בנבו, 6.4.1998). הרשות סבורה כי העניין הנוכחי אינו מהווה מקרה חריג המצדיק סטייה מהלכה זו. הרשות סבורה כי בענייננו המצב הפוך - נזק קשה ביותר ייגרם אם יינתן הצו המבוקש.

142. מטרת מתן הסעדים הזמניים היא שמירת המצב הקיים על עומדו, עובר להגשת התובענה. בענייננו, המצב העובדתי עובר להגשת הבקשה ברור - המבקשת חדלה מלאפשר ללקוחותיה לבצע מסחר אלגוריתמי על גבי זירת המסחר שלה. על כן, דווקא מתן צו עשה אשר אוכף להתיר את המסחר האלגוריתמי בזירת המסחר של המבקשת מביא לשינוי מצב הדברים הקיים והוא מיותר למעשה את ההכרעה הנדרשת בתיק העיקרי לעניין זה, ולכן אין לתיתו.

143. בתמיכה לאמור יש לקרוא את דברי כב' השופט בך בבש"א 459/89 (ע"א 674/89) ד' טורטן נ' ההתאחדות לספורט בישראל, פ"ד מג(4) 563, 566 :

**"... משמעות מתן הצו (צו-מניעה זמני- ל"ו וש"כ) היא שינוי המצב ולא הקפאתו, עד להכרעה בערעור. בית-משפט זה מסתייג, ככלל, ממתן סעד זמני, אשר משמעותו היא שינוי המצב הקיים ויצירת מצב חדש".**

144. בבש"א 2966/96 אלי עטיה נ' עיריית תל אביב-יפו, פ"ד נ(1) 668, 671, צוטטה הקביעה הנ"ל ובית המשפט העליון אף הוסיף וקבע כי "קל וחומר כך כאשר הסעד המבוקש, אף שהוא זמני, הרי הוא לפי מהותו הסעד הסופי, כלומר, הסעד שנתבקש בתביעה אשר הוגשה לבית המשפט קמא, ונדחה על-ידיו, כמו במקרה שלפנינו".

#### ח(5) - מאזן הנוחות

145. בפתח הדברים יטען כי המבקשת לא טענה, קל וחומר לא כימתה, כל נזק שנגרם לה כתוצאה מהמצב לפיו היא הודיעה שהפסיקה לפעול בניגוד לחוק ו/או כדבריה, כתוצאה מהוראת הרשות אליה לחדול כאמור. בהעדר כל טיעון ו/או כימות של הנזק, הרי שעוד בטרם נזקק לאמור להלן בכל הקשור למאזן הנוחות, בית המשפט הנכבד מתבקש לדחות את הבקשה לסעד הביניים בהעדר כל אינדיקציה לנזק שנגרם למבקשת.

146. הלכה ידועה היא ביחס לסעדים זמניים, כדברי כב' השופט פוגלמן בעניין עע"מ 6920/13 נטו אינווסטמנט בע"מ נ' חברת רכבת ישראל בע"מ ואח' [פורסם בנבו] פסקה 4 (20.10.13):

"במסגרת בקשה לסעד זמני, על המבקש להראות כי סיכוייו לזכות בערעור טובים וכי מאזן הנוחות בין הצדדים נוטה לטובתו באופן המצדיק את מתן הסעד (עע"מ 3154/13 לאופר תעופה - גהי בע"מ נ' אירוהנדלינג, [פורסם בנבו] פסקה 8 (19.5.2013) (להלן: עניין לאופר); עע"מ 7961/12 הדים מכונים אודילוגים בע"מ נ' שרותי בריאות כללית, [פורסם בנבו] פסקה 19 (2.12.2012); עע"מ 1873/12 אסוס חברה קבלנית בע"מ נ' אוניברסיטת בן גוריון בנגב [פורסם בנבו] (14.3.2012)). בכלל זה, עליו להראות כי הנזק שייגרם לו, אם לא יינתן הסעד, הוא בלתי הפיך (עע"מ 2803/06 מאיר ובניו בע"מ נ' הגיחון מפעלי מים וביוב ירושלים בע"מ, [פורסם בנבו] פסקה 8 (11.4.2006)). עוד יצוין כי שני שיקולים אלו שלובים זה בזה וקיימת ביניהם 'מקבילית כוחות', כך שכל שסיכויי הערעור גבוהים יותר, כך ניתן למעט בדרישת מאזן הנוחות ולהיפך".

147. בכל הקשור לסיכויי המבקשת לזכות בעתירתה מופנה בית המשפט הנכבד לטיעון המפורט לעיל בדבר זכותה של המבקשת לתת שירותים אגב הפרת חוק ברורה - חוק הייעוץ. בכל הקשור לנזק שיגרם היה ולא יינתן צו הביניים ומאזן הנוחות, דומה שכלל שבית המשפט הנכבד משתכנע כי בפעילות המבקשת יש פגם וכי קיים חשש שהנ"ל מהווה הפרת חוק, אין מקום להמשיך הלאה לבחון את מאזן הנוחות ואין לתת את הצו (לרבות אך לא רק גם משיקולים של צו זמני החופף לצו קבוע ושינוי מצב קיים).

148. ואולם, גם מבחינת מאזן הנוחות דומה שאין צורך להכביר מילים לאור ממצאי הביקורת שתמציתם הובאה לעיל ואשר מראים כי הלקוחות אשר מסרו את מיטב כספם למבקשת מפסידים חלקים ניכרים ממנו והכל, בין היתר, כאשר המבקשת מנהלת את כספם ללא רישיון ותוך התעלמות מהוראות החוק. מול הנזק המוכחש שיכול ויגרם למבקשת ואשר אין בו כדי להוות נזק של ממש מקום בו היא מפרה את החוק, ומקום בו היא הסכימה להפסיק ולפעול בניגוד לחוק, עומד הנזק

הישיר והמידי של הלקוחות הרבים אשר עולה לאין שיעור על כל נזק (מוכחש) שנטען על ידי המבקשת.

149. במקרה הנוכחי דומה ששני הגורמים ב"מקבילית הכוחות" המוזכרת בפסיקה מחייבים דחייה של הבקשה לסעד זמני כמבוקש בבקשה זו, שכן סיכויי ההצלחה בהליך העיקרי הינם קלושים לאור האמור לעיל, ומנגד הנזק שיגרם ללקוחות (הקיימים והפוטנציאליים) הוא אדיר, היה ויוצא הצו הזמני המבוקש (קל וחומר לאור העדר הטיעון בדבר הנזק שיגרם למבקשת היה והצו לא יינתן).

### **פרק ט': סיכום**

150. בתשובה זו הרשות הראתה כי המבקשת הפרה את חוק הייעוץ וביצעה פעילות של ניהול תיקים ללא רישיון בכל הקשור ללקוחות להם היא הציעה שירותי מסחר אלגוריתמי. מדובר בעשרות רבות של לקוחות שמחזיקים בכמאה חשבונות.

151. מסקנה זו בוססה באמצעות ניתוח לשוני ותכליתי של חוק הייעוץ, וכן באמצעות ניתוח מקיף של פעילות המבקשת.

152. הרשות גם הראתה שהפרות הדין הנ"ל גרמו ללקוחות לנזקים עצומים, וכי המבקשת הציגה ללקוחות במהלך הליך הגיוס שלהם מצגים בלתי-נכונים.

153. הרשות גם הראתה כי בטענה כאילו היא מתכוונת "למגר" את תחום המסחר האלגוריתמי אין ממש, וכי לכן כל החלק (הארוך) בבקשה בנוגע להעדר הסמכות לעשות כן כלל אינו רלבנטי.

154. הרשות הראתה כי עמדתה סבירה וקוהרנטית, ואינה מונעת מהגורמים השונים בשוק לעסוק במסחר אלגוריתמי או בתחום הזירות.

155. בסופו של דבר, הרשות הציגה עמדה טריוויאלית - **כי מי שמבקש לנהל כספי אחרים, גם אם הדבר נעשה באמצעות שימוש בתוכנת מחשב, חייב להיות בעל רישיון ניהול תיקים.**

156. תשובה זו נתמכת בתצהירו של אלחנן הרמור, מנהל היחידה לפיקוח על בעלי רישיון במחלקת השקעות ברשות.

---

ליאב ויינבאום, עו"ד

---

אופיר איל, עו"ד

