



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-01-56856 יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ נ' רשות לניירות ערך

תיק חיצוני : מספר תיק חיצוני

1

בפני כבוד השופטת רות רונן

המבקשת: יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ
ע"י ב"כ עוה"ד ר. יאראק, אופק, א. יאראק וגרוס

נגד

המשיבה: רשות לניירות ערך
ע"י עוה"ד ויינבאום וכהן

2

החלטה

3

1. המבקשת היא חברה שעיסוקה בניהול זירת סוחר על חשבונה העצמי. היא הגישה
ביום 26.5.2015 בקשה למשיבה לקבלת רישיון זירת סוחר. ההחלטה בבקשה זו טרם
ניתנה על ידי המשיבה (להלן: "הרשות").

6

ביום 14.7.2015 פנתה הרשות למבקשת וטענה כי בהתאם למוצג בפניותיה לקבלת
רישיון וכעולה מאתר האינטרנט שלה, המבקשת או חברה קשורה בה מבצעת פעילות
של ניהול תיקים ללא רישיון. כעולה מהבקשה, הרשות הבהירה לראשונה ביום
12.10.2015 כי פנייתה מכוונת בעיקר לפעילות המסחר האלגוריתמי המבוצעת בזירת
הסוחר. לגישת המבקשת, העובדה שהיא מתירה ביצוע אלגו טריידינג (קרי מסחר
באמצעות אלגוריתמים) אינה הופכת אותה למי שמנהלת תיקים ללא רישיון.

13

2. לאחר דין ודברים ממושך שהתנהל בין הרשות לבין המבקשת, הודיעה הרשות
למבקשת ביום 19.1.2016 כי היא מורה למבקשת לחדול לאלתר מכול פעילות אלגו-
טריידינג המבוצעת על ידי לקוחות המבקשת בחשבונה. ביום 20.1.2016 הודיעה
המבקשת לרשות כי היא פעלה כפי שנדרשה, וניתקה את האפשרות לבצע אלגו-
טריידינג בזירת המסחר אותה היא מפעילה.

19

20



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-01-56856 יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ נ' רשות לניירות ערך

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

- 1 המבקשת הגישה נגד החלטת הרשות את העתירה הנוכחית. בבקשה לצו ביניים
- 2 שהגישה המבקשת במקביל לעתירתה, היא עתרה כי בית המשפט יוציא תחת ידיו צו
- 3 ביניים הקובע כי פעילותה המאפשרת ללקוחותיה לבצע מסחר באמצעות אלגוריתם
- 4 ("אלגוריתמי") היא פעילות חוקית ומוותרת, וזאת עד להכרעה בעתירה המנהלית
- 5 לגופה.
- 6
- 7 בבקשה טענה המבקשת בין היתר כי הרשות פעלה נגדה באופן בררני ומפלה. היא
- 8 הוסיפה כי לא קיים איסור על מסחר אלגוריתמי, ולרשות אין הסמכה לאסור. נטען
- 9 כי מסחר כזה קיים על גבי רוב זירות המסחר.
- 10
- 11 עוד נטען כי אין לראות בפעילות העותרת במסחר האלגוריתמי של לקוח על גבי זירת
- 12 המסחר בגדר ניהול תיקים על ידי זירת הסוחר. זאת משום שניהול תיקים הוא
- 13 פעילות לפי שיקול דעת בחשבונם של אחרים. ואולם, המבקשת לא תכנתה את
- 14 האלגוריתם, אינה יודעת מה כלול בו ואינה מפעילה אותו. היא רק מאפשרת ללקוח,
- 15 לפי הוראותיו שלו, להתחבר לאלגוריתם ולהתנתק ממנו. לכן אין מדובר בפעולה
- 16 הכרוכה בשיקול דעת כלשהו של המבקשת או מי מטעמה, ומכאן שאין מדובר גם
- 17 בניהול תיקים על ידיה.
- 18
- 19 העותרת הבהירה בעתירתה את טענותיה מהן עולה לגישתה כי העתירה שהיא
- 20 הגישה היא בעלת סיכויים טובים להתקבל. כן טענה העותרת כי שיקולי מאזן
- 21 הנוחות מורים כי יש לקבל את בקשתה. כך לגישתה לא ייגרם נזק – לא לרשות ואף
- 22 לא לקהל המשקיעים – מהמשך המסחר האלגוריתמי. זאת משום שמדובר במסחר
- 23 שהוא אופציונלי וולונטרי. המבקשת לא חייבה את לקוחותיה לסחור על גבי זירת
- 24 הסוחר שלה בדרך של אלגו-טריידינג, ולקוח הסוחר באופן זה יכול לחדול מכך בכל
- 25 עת.
- 26
- 27 מעבר לכך, נטען כי הרשות דרשה רק מהמבקשת (ואולי מעוד חברה או שתיים)
- 28 לחדול מפעילות האלגוריתמי, ומכאן כי לקוחות המעוניינים לסחור בדרך זו –
- 29 יכולים לעשות זאת באמצעות מתחרותיה של המבקשת.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-01-56856 יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ נ' רשות לניירות ערך

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

- 1 המבקשת הוסיפה וציינה כי עצירת פעילות האלגו-טריידינג שלה תזיק ללקוחותיה.
- 2 כך, לקוח אשר נהג לסחור על גבי זירת הסוחר של המבקשת בעבר בדרך של אלגו-
- 3 טריידינג, וחשבונו נמצא ביתרת חובה, לא יוכל להמשיך לסחור ולנסות להקטין את
- 4 יתרת החובה שלו או אף לעבור ליתרת זכות.
- 5
- 6 לגישת המבקשת עמדת הרשות הביאה להפסקת הפעילות שלה, והיא עלולה להביא
- 7 לידי הפסקת פעילות מוחלטת של זירת הסוחר אותה היא מפעילה, תוך שכספי
- 8 המשקיעים ירדו לטמיון. המבקש טענה כי בכל יום שעובר בו המבקשת אינה יכולה
- 9 לאפשר ללקוחותיה לסחור בזירת הסוחר שלה בדרך של אלגו-טריידינג, היא מאבדת
- 10 לקוחות נוספים לטובת מתחרותיה. לכן – כך נטען – מאזן הנוחות נוטה לזכותה של
- 11 המבקשת.
- 12
- 13 הרשות השיבה לבקשת המבקשת לסעד ביניים. היא התייחסה לטענות המבקשת
- 14 לגופו של ענין, והבהירה את עמדתה לפיה השירות שהמבקשת מעניקה ללקוחותיה
- 15 הוא שירות של ניהול תיק השקעות. המבקשת פועלת – כך נטען – בניהול תיקים ללא
- 16 רישיון, כאשר היא מפעילה תוכנה המבצעת בכספי הלקוחות החלטות השקעה בתוך
- 17 זירת המסחר שלה. הרשות טענה כי חרף ההסכמים עליהם מוחתמים הלקוחות, הרי
- 18 בפועל אלה אינם הסכמים לניהול עצמאי. זאת משום ששיקול הדעת מועבר
- 19 מהלקוחות אל תוכנת המחשב שהוצעה להם על ידי המבקשת ושהמבקשת שולטת
- 20 בה.
- 21
- 22 הרשות ציינה כי היא אינה שוללת מיניה וביה את האפשרות למסחר באלגו-
- 23 טריידינג. לגישתה "ככל שמדובר בזירת סוחר, בסיטואציות בהן ברור כי הלקוח הוא
- 24 היוזם את השימוש בתוכנת האלגו טריידינג, הוא זה שבוחר אותה, הוא זה שמפעיל
- 25 אותה, והזירה אינה נוטלת כל חלק בתהליך, למעט מתן אפשרות החיבור של
- 26 התוכנה על הפלטפורמה שלה, ואף אין לה כל קשר שהוא עם יוצרי התוכנה
- 27 ושיווקה ללקוחותיה ואין לה כל הרשאה לשימוש בה, הרי שפעילות זו של הלקוח
- 28 תיכלל בגדר מסחר עצמאי שהוא מבצע בזירת הסוחר. זאת בדומה לפעילות של
- 29 משקיע הסוחר בבורסה באמצעות תוכנת אלגו טריידינג" (ר' ס' 53 לתשובת הרשות
- 30 לבקשה לצו ביניים).



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-01-56856 יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ נ' רשות לניירות ערך

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8
9. עוד טענה הרשות בתשובתה כי היא לא נהגה בדרך של אכיפה בררנית; כי זכות השימוע של המבקשת לא נפגעה ואף לא חופש העיסוק שלה; וכי שיקולי מאזן הנוחות מטים אף הם את הכף לדחיית הבקשה. בהקשר זה נטען כי המבקשת לא כימתה כל נזק שנגרם לה, וכי ממצאי ביקורת שנערכה על ידי הרשות אצל המבקשת העלו כי הלקוחות שמסרו כסף למבקשת, מפסידים אותו, וכי היא מנהלת את כספם ללא רישיון.
10. המבקשת השיבה לתשובת הרשות. היא טענה כי כאשר מדובר בחיבור טכני של המשקיע למסחר באלגוריתמים, אין מדובר בניהול תיקים. היא הוסיפה והדגישה כי עצירת המסחר בהתאם להחלטת הרשות פוגע בלקוחותיה כי היא מאבדת לקוחות מדי יום, וכי אם לא יינתן הצו המבוקש – ייגרם לה נזק נוסף בלתי ניתן לכימות ואולי אף בלתי הפיך.
11. **דיון**
כידוע, במסגרת בקשה לסעד זמני, על בית המשפט לשקול שני סוגים של שיקולים – הערכת משקל הטענות והסיכויים לכאורה כי טענות העותרת בעתירה יתקבלו; ושיקולים של מאזן הנוחות.
12. באשר למחלוקת בין הצדדים לגופה - טענות הצדדים בבקשה ובתגובות צוינו בהחלטה זו לעיל רק בתמצית. זאת משום שמדובר במחלוקת מורכבת, שלצורך ההכרעה בה תידרש בחינה מפורטת ומעמיקה של אופן הפעולה של המבקשת מול לקוחותיה, אופן הפעולה של האלגוריתמים שהוצעו להם, ועוד נושאים עובדתיים ומקצועיים רבים. רק לאחר הבירור העובדתי והבנה מעמיקה של הנושאים המקצועיים, ניתן יהיה מקום לבחון האם מדובר בפעולה של ניהול תיקים – כטענת הרשות, אם לאו.
13. אינני סבורה כי יש לקבוע מסמרות ביחס למחלוקת לגופה בשלב זה של הדיון מעבר לאמור לעיל. זאת משום שלטעמי ניתן להיעתר לבקשה לצו ביניים באופן חלקי, תוך



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-01-56856 יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ נ' רשות לניירות ערך

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

- 1 צמצום הנזק לו טענה הרשות שנגרם וייגרם אם המבקשת תמשיך להתנהל כפי
- 2 שהתנהלה בעבר – אך במקביל תוך צמצום הנזק שעלול להיגרם למבקשת.
- 3
- 4 העובדה כי צמצום כזה הוא אפשרי, עלתה מתשובת המשיבה לבקשה לצו ביניים.
- 5 הרשות אינה שוללת – כעולה מתשובתה – את עצם המסחר באלגוריתמים, אלא רק
- 6 את האפשרות של ניהול תיקים אסור במסגרת מסחר כזה. בס' 53 לתשובה שצוטט
- 7 לעיל, ציינה למעשה המשיבה את התנאים שבהתקיימם – המסחר האלגוריתמי
- 8 ייחשב על ידיה כמסחר עצמאי, ולא כמסחר המתנהל על ידי המבקשת כמנהלת
- 9 תיקים.
- 10
- 11 14. האפשרות להיעתר לבקשה בתנאים הועלתה על ידי בית המשפט כבר בישיבה
- 12 הקודמת שהתנהלה בבקשת הביניים, ביום 15.3.2016. באותה ישיבה העלה ב"כ
- 13 הרשות מספר תנאים שהעותרת צריכה לעמוד בהם כדי לאפשר לה להמשיך במסחר.
- 14
- 15 בהחלטה מאותו מועד נקבע כי -
- 16 **"בית המשפט רשאי במסגרת זו (של שיקולי מאזן הנוחות, ר. ר.) לבחון את**
- 17 **השאלה האם ניתן לקיים את המסחר בזירת המסחר של העותרת תוך**
- 18 **הקטנה או שלילה של הנזקים האפשריים שהמשיבה התייחסה אליהם**
- 19 **בתגובתה.**
- 20 **השאלות שהופנו לצדדים במהלך הדיון, נועדו לברר האם ניתן לקיים את**
- 21 **המסחר בזירת המסחר של העותרת תוך הקטנה או שלילה כזו של הנזקים.**
- 22 **מדבריו של ב"כ המשיבה עולה שישנם תנאים מסוימים שאם העותרת**
- 23 **תקיים אותם במלואם, ותניח את דעתה של המשיבה כי אכן התנאים הללו**
- 24 **התקיימו, תוכל המשיבה לשקול בחיוב את האפשרות לאפשר את המסחר**
- 25 **לפחות לצורך צו הביניים ואולי גם לצורך העתירה בכללותה.**
- 26 **מאחר שמדובר בתנאים טכניים שהעותרת צריכה לבחון את האפשרות**
- 27 **לעמוד בהם, ואף את האפשרות להוכיח למשיבה שהיא אכן עומדת בהן,**
- 28 **ומאחר שעל פני הדברים ולגישת ב"כ העותרת, העותרת מוכנה לנסות**
- 29 **ולעמוד בתנאים הללו, אני סבורה כי יש לאפשר לצדדים פרק זמן מוגבל כדי**
- 30 **לנסות להגיע להסכמה ברוח הדברים שנאמרו בפרוטוקול."**



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-01-56856 יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ נ' רשות לניירות ערך

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

- 1
 - 2
 - 3
 - 4
 - 5
 - 6
 - 7
 - 8
 - 9
 - 10
 - 11
 - 12
 - 13
 - 14
 - 15
 - 16
 - 17
 - 18
 - 19
 - 20
 - 21
 - 22
 - 23
 - 24
 - 25
 - 26
 - 27
 - 28
 - 29
15. לאחר אותה ישיבה ובהתאם להנחיות שנמסרו בה, פנתה המבקשת לרשות. בין הצדדים התנהלו חילופי דברים. בסופו של דבר הודיעו שני הצדדים לבית המשפט כי ישנן מספר נקודות השנויות במחלוקת ביניהם ביחס לאפשרות כי המבקשת תמשיך לפעול בזירת המסחר באלגו טרידינג.
16. בהודעת העותרת שכותרתה "הודעה לבית המשפט ובקשה לקביעת דיון דחוף" ציינה המבקשת את נקודות המחלוקת בין הצדדים בסי' 26 להודעה.
- הרשות השיבה להודעה זו והתייחסה לתנאים שנדרשו על ידיה שאותם המבקשת לא הסכימה לקבל. מדובר אם כן במספר נקודות מחלוקת, כאשר יתר התנאים הוסכמו בין הצדדים. נתייחס אם כן לנקודות אלה.
17. **פרסום על ידי המבקשת של האפשרות לחבר תוכנה למערכת המסחר – כעולה** מעמדות הצדדים, ישנן שתי סוגיות ביחס לפרסום זה - הראשונה, האם להתיר למבקשת לפרסם מראש את שמות האתרים בהם ניתן לרכוש תוכנות למסחר אלגוריתמי הקיימות בשוק. ביחס לנושא זה מקובלת עלי עמדת הרשות. אינני סבורה כי יש לאפשר למבקשת לפרסם מידע כזה.
- השנייה**, האם רשאית המבקשת לספק ללקוח המבקש ממנה באופן פרטני, מיוזמתו, מידע כזה. בהקשר זה מקובלת עלי טענת המבקשת, ואינני סבורה כי בנסיבות כאלה (קרי פנייה של לקוח ובקשה להפנייה לאתרים) יש מקום למנוע מהמבקשת להיעתר לפנייה ולספק ללקוח את המידע.
18. מחלוקת נוספת שהיתה בין הצדדים התייחסה לפרסום אפשרי על ידי המבקשת באמצעי מדיה כלליים ולא רק באתר המבקשת. המבקשת טענה כי ישנו נוסח שהרשות התירה את פרסומו באתר האינטרנט של המבקשת, והיא מבקשת שיותר לה לבצע פרסום זהה באותו נוסח גם באמצעים אחרים.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-01-56856 יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ נ' רשות לניירות ערך

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

- 1 אני סבורה כי ככל שמדובר בנוסח שהרשות איפשרה את פרסומו באתר המבקשת,
- 2 אין מניעה לאפשר אותו גם באמצעי פרסום אחרים.
- 3
- 4 **19. הדרכת הלקוח בנוגע לתוכנת המסחר** – הרשות טענה כי מתן הדרכה אינו מתיישב
- 5 עם היותו של השירות – שירות עצמאי. לגישה, על המבקשת להימנע מכל
- 6 אינטראקציה עם הלקוח בנושא של שימוש בתוכנת המסחר האלגוריתמית, למעט מתן
- 7 תמיכה טכנית ביחס לחיבור התוכנה למערכת המסחר.
- 8
- 9 לאחר שמיעת עמדות הצדדים וההסברים שלהם בישיבת יום 14.4.2016, אני סבורה
- 10 כי הדין בנושא זה עם הרשות. ההדרכה אליה התייחסו ב"כ המבקשת (שמתייחסת
- 11 לתשואה על נכס מסוים על פני התשואה המקובלת וכיו"ב עניינים), עלולה "לזלוג"
- 12 לנושאים של ייעוץ השקעות, ולכן אין מקום להתיר אותה. המבקשת תהיה רשאית
- 13 לתת ללקוח תמיכה טכנית ביחס לחיבור התוכנה למערכת המסחר בלבד – ולא
- 14 לקיים איתו אינטראקציה ביחס לנושאים נוספים מעבר לכך.
- 15
- 16 **20. התייחסות ללקוחות עבר** – הרשות דרשה, כתנאי להמשך פעילות המבקשת בתקופת
- 17 הזמן נושא צו הביניים עד להכרעה בעתירה, כי המבקשת תודיע ללקוחות העבר שלה
- 18 כי פעילותה של המבקשת במתכונתה הקודמת – נאסרה, וכי ככל שמופקדים עדיין
- 19 כספי לקוחות לגביהם ביצעה המבקשת פעילות אותה היא נדרשה על ידי הרשות
- 20 להפסיק, כי כספים אלה יושבו על ידיה ללקוחות. המבקשת התנגדה לתנאי זה.
- 21
- 22 **21. אני סבורה כי אין צורך להיעתר לתנאי זה.** כאמור, התנאים שיוטלו על המבקשת
- 23 נועדו לצמצם את הנזקים שהרשות חוששת מפניהם – ביחס להמשך הפעילות של
- 24 המבקשת בעתיד. אינני סבורה לכן כי יש הצדקה לקשור בין התנאים הללו לבין
- 25 האופן בו יש להתייחס לפעילות המבקשת בעבר. מעבר לכך, ככל שהרשות מבקשת
- 26 לפרסם מידע ביחס לפעילות המבקשת בעבר, היא יכולה לעשות כן בעצמה, ואין
- 27 מקום לדרוש מהמבקשת לפרסם את המידע הזה – לפחות לא בשלב הנוכחי של
- 28 הסעד הזמני.
- 29



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 16-01-56856 יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ נ' רשות לניירות ערך

תיק חיצוני: מספר תיק חיצוני

- 1 הצדדים יפעלו אם כן בהתאם לאמור לעיל, כאשר ההכרעות שלעיל יתווספו
- 2 להסכמות הצדדים כפי שהן עולות מהתכתובת ביניהם. תנאי צו הביניים יכללו את
- 3 התנאים שפורטו בנייר העמדה של הרשות לניירות ערך מיום 21.3.2016 שצורף
- 4 להודעת המבקשת כנספח 2 יחד עם האמור לעיל בהחלטה זו. מכלול התנאים הללו
- 5 יהיו התנאים שהמבקשת תצטרך לעמוד בהם במהלך תקופת הביניים עד להכרעה
- 6 בעתירה.
- 7
- 8 מובן כי אם המבקשת תפר את התנאים הללו, תוכל הרשות לחזור ולדרוש ממנה
- 9 לחדול לפעול בזירת המסחר באלגו טריידינג.
- 10
- 11 23. אינני עושה צו להוצאות בבקשה לצו הביניים.
- 12
- 13 24. המבקשת עתרה כי בית המשפט יאפשר לה להודיע – לאחר מתן ההחלטה, באיזה
- 14 אופן היא מבקשת להמשיך את הדיון בעתירה. הודעה כאמור תימסר לבית המשפט
- 15 עד יום 3.5.2016.
- 16 התיק יועבר לתז"פ ביום 3.5.2016 ואז ייקבע על פי הצורך המשך הדיון בעתירה.
- 17
- 18 ניתנה היום, ו' ניסן תשע"ו, 14 אפריל 2016, בהעדר הצדדים.
- 19
- 20 רות רונן, שופטת
- 21