

בבית המשפט העליון בירושלים  
ע"א \_\_\_\_\_  
**בשבתו כבית משפט לערעורים אזרחיים**

בעניין:

**רשות ניירות ערך**

ע"י ב"כ מפרקליטות המדינה

מרח' קריית המדע 5, בנין B3, גנים טכנולוגיים, הר חוצבים, ירושלים

טל: 073-3929616/2 פקס: 073-3929610/09

**המערערת**

**נ ג ד**

1. שמואל רותם ת"ז ...

2. נבו הראל ת"ז ...

3. אלון קסלר ת"ז ...

4. דנה קמחי ת"ז ...

5. חיים אהרון ת"ז ...

כולם ע"י ב"כ עוה"ד אירית דרדיק פלם ו/או עילי מימן

מרח' התע"ש 20, בית הפעמון, ת"ד 548, כפר סבא 44104

טל: 09-7652208; פקס: 09-7652207

6. דבורה בן דרור ת"ז ...

ע"י ב"כ עוה"ד נטלי דיין, ו/או דביר סיני

מרח' מנחם בגין 154 (בית קרדון), תל-אביב

טל: 072-2477771; פקס: 072-2477772

**המשיבים**

**הודעת ערעור**

רשות ניירות ערך (להלן גם: "הרשות") מתכבדת בזאת להגיש הודעת ערעור על פסק דינו של בית המשפט המחוזי בתל-אביב - יפו בת"א 11283-09-16, ת"א 62033-11-17, ת"א 11094-11-17 ות"א 26307-03-16, מיום 24.6.2019.

פסק הדין מצורף להודעת הערעור ומסומן א'.

## א. פתח דבר

1. ענייננו בערעור על פסק דין מרחיק לכת אשר מטיל, לראשונה, אחריות נזיקית על רשות ניירות ערך בגין אי מניעת הפסדי משקיעים.
2. פעילות של השקעה פיננסית מתבצעת כידוע כל העת בהיקפי עתק, ונתונה מטיבה לא רק לרווחים אלא גם להפסדים גדולים ביותר. הפסדי משקיעים מתרחשים באופן תדיר מסיבות שונות, ובהן גם הפרות דין מצד הפועלים בשוק ההון.
3. בפסק הדין הוחלט, לראשונה, להטיל אחריות לאי מניעת הפסדי משקיעים על רשות ניירות ערך, ולחייב אותה בפיצוי המשקיעים בגין אובדן השקעותיהם. יתרה מכך – לא זו בלבד שפסק הדין קמא הטיל על הרשות את האחריות לאי מניעת הפסדי משקיעים, הוא עשה כן ביחס למשקיעים אשר בחרו דעבמו, ומתוך תקווה להשיג רווחים חריגים, לסכן את כספם בהשקעות שאינן מפוקחות על ידי הרשות, קרי בהשקעות שלא קיבלו היתר או רישיון מצד הרשות.
4. פסק הדין מעביר לעמדתנו מסר נורמטיבי בעייתי ביותר, לפיו הרשות היא האחראית לשאת בהתממשותם של סיכונים, ואף סיכונים מוגברים ובלתי סבירים, שלקחו על עצמם משקיעים בשוק ההון, מתוך תקווה להשיג רווחים חריגים, משל היתה הרשות, הציבור, בגדר מבטח סיכונים שלוקחים על עצמם משקיעים. פסק הדין אף שומט את הקרקע תחת הכוונת ההתנהגות הרצויה של הציבור, בהעבירו מסר נורמטיבי שלילי ביותר, החותר תחת אחריותם של המשקיעים לנהוג בתבונה בכספם ולהביא בחשבון את הסיכונים הגלומים בהשקעותיהם.
5. פסק הדין מטריד לעמדתנו במיוחד נוכח זאת שענייננו במקרה שבו, תוך הפעלת שיקול דעת והידרשות לדברים בכובד ראש בזמן אמת, נקטה הרשות בשורה ארוכה של כלים משמעותיים. בין הכלים בהם נקטה הרשות במקרה דנן – בדיקה יזומה של פעילות חברה לא מפוקחת במסגרת בדיקה רוחבית של פעילות חדשנית מורכבת – מסחר אלגוריתמי; דרישת ידיעות ומסמכים; ביצוע בדיקות יזומות; ניתוח עובדתי, כלכלי ומשפטי מורכב תוך הידרשות לשאלות תקדימיות, לרבות ביחס לעצם תחולת הדין שנתגבש זמן רב לפני ההתפתחויות הטכנולוגיות שאפשרו את תחום

הפעילות החדשני בו עסקינן; ביצוע ביקורת שטח בגוף לא מפוקח; פניה לבית המשפט בבקשה לצו מניעה לעצירת הפעילות; ניהול חקירה פלילית והבאת הנאשמים לדין.

בפעולתה כפי שנעשתה הביאה הרשות, במישור הקונקרטי - להעמדה לדין של נאשמים אשר פעלו בתחום רב ותוך הסוואת הפעילות התרמית שלהם שפגעה במאות לקוחות. במישור הרוחבי - הביאה הרשות להסדרת סוגיה חדשנית ותקדימית שלא היתה מוסדרת בישראל ובמדינות אחרות בעולם, ועת רשות ניירות ערך הישראלית היתה בין הגורמים הראשונים בעולם שהביאה להסדרתה ובכך הקדימה את רוב מקבילותיה בעולם.

אלא שלפי פסק הדין קמא, הרשות לא פעלה מהר מספיק וצריכה היתה לנקוט בפעולות נוספות, תוך קביעות מרחיקות לכת בעניין.

6. רשות ניירות ערך פועלת ללא לאות, בהתאם לסמכויותיה, ובמסגרת מגבלת משאבים מובנית המחייבת תעדוף משימות מתמיד, לצורך הגשמת תפקידה - שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך כפי שנקבע בחוק. טובתו של ציבור המשקיעים מצויה תמיד לנגד עיניה של הרשות, ומתווה את דרכה. הרשות מצרה על כל משקיע שנפגע מפעילותו בשוק ההון, והדברים נכונים כמובן גם לגבי המשיבים. ואולם, ובכל הכבוד הראוי, אין כל מקום להטיל על הרשות לשאת באבדן כספי המשיבים.

7. לאור האמור, ונוכח כל שיפורט להלן, אנו רואים לעצמנו חובה להביא הדברים לפתחו של בית משפט נכבד זה, למען יעמיד דברים על מכונם.

## **ב. על רשות ניירות ערך**

8. רשות ניירות ערך היא רשות סטטוטורית עצמאית שהוקמה על פי חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968 (להלן: "חוק ניירות ערך" או "החוק"), ותפקידה הוא שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך כפי שנקבע בחוק. לשם הגשמת תפקידה, מבצעת הרשות בין היתר פעילות של פיקוח ואכיפה.

9. תקציבה של הרשות נובע אך ורק מאגרות המשולמות לה על ידי הגופים המפוקחים. גובה האגרות קבוע בתקנות והיקפן בפועל נובע מהיקף הפעילות בשוק ההון.

### פיקוח

10. **פעילותה של רשות ניירות ערך תחומה מכוח דיני ניירות ערך. הבחנה עקרונית**

**שיוצר הדין היא בין מעגל הגורמים המפוקחים על ידי הרשות ובין מעגל הגורמים**

**שאינם מפוקחים על ידה. הגורמים המפוקחים הם גורמים שקיבלו מאת הרשות**

**היתר או רישיון לפעול, ונכנסו בכך למסגרת הפיקוח מכוח דיני ניירות ערך. מעגל**

**הגורמים המפוקחים על ידי הרשות כולל, למשל, חברות ציבוריות הנסחרות בבורסה, מנהלי קרנות נאמנות, יועצי**

השקעות ומנהלי תיקים. בסוף שנת 2015, השנה הרלוונטית לתביעה דנן, כלל מעגל הגורמים המפוקחים על ידי הרשות, בין השאר, 532 תאגידים הנסחרים בבורסה, את הבורסה עצמה, 19 מנהלי קרנות אשר ניהלו 1,392 קרנות נאמנות, 638 תעודות סל, 884 מנהלי תיקים, 3,058 יועצי השקעות ו-582 משווקי השקעות.

11. היקף כספי הציבור המושקע במעגל הגורמים המפוקחים הוא גדול ביותר: בסוף שנת 2015, עמד שווי מניות וניירות ערך ההמירים למניות של החברות הנסחרות בבורסה על כ-946 מיליארד ₪; היקף אגרות החוב במחזור של החברות הנסחרות בבורסה עמד כל כ-280 מיליארד ₪ (בשנת 2015 לבדה גויסו כ-50.8 מיליארד ₪ באגרות חוב שהונפקו לציבור); שווי הנכסים שהוחזקו בקרנות הנאמנות עמד על כ-229.1 מיליארד ₪; שווי החזקות הציבור בתעודות סל עמד על כ-103.5 מיליארד ₪; שווי הנכסים המנוהל בחברות לניהול תיקים עמד על כ-262 מיליארד ₪.

12. רוב הפעילות הכלכלית במשק אינה מפוקחת על ידי הרשות. יש כמה אלפי גורמים המפוקחים על ידי הרשות, שבהם מושקעים כספי ציבור בהיקף גדול מאוד, בעוד שרוב הגופים הפועלים במשק אינם מפוקחים על ידי הרשות. פעילות לא מפוקחת בתחום הפיננסי אינה בהכרח מנוגדת לדין אולם לעתים היא עלולה להיעשות תוך הפרה של דיני ניירות ערך. הקטגוריות העיקריות הרלוונטיות הן הצעה ומכירה של ניירות ערך לציבור ללא תשקיף, ניהול תיקים ללא רישיון, ייעוץ השקעות ללא רישיון, וניהול זירת סוחר ללא רישיון. זאת ועוד, פעילות לא מפוקחת עלולה להתבצע לא רק תוך הפרה של דיני ניירות ערך, אלא גם תוך הפרות של הוראות שונות של חוק העונשין, ולכלול תרמיות מסוגים שונים. **ואולם**, כפי שהוסבר לעיל, רוב הפעילות במשק אינה מפוקחת ואין בכך הפרה של דיני ניירות ערך, גם אם כרוכים בפעילות זו סיכונים משמעותיים למשקיעים.

13. **ההבחנה בין שני המעגלים – המפוקח והלא מפוקח – היא ברורה וגלויה.** הגופים המפוקחים קיבלו היתר או רישיון מאת הרשות, והרשות מפרסמת באתר האינטרנט שלה את רשימת הגופים המפוקחים על ידה. קל לברר אם גוף מסוים נמצא במעגל הגורמים המפוקחים או מחוץ לו.

14. מעגל הגורמים המפוקחים נגזר מתחולת דיני ניירות ערך. מעת לעת משתנה מעגל הפיקוח בהתאם לדינים אלה. לדוגמה, לאחר הליכי חקיקה שנמשכו שנים, נקבע בדין כי החל בשנת 2015 (ובהתאם להוראות המעבר) יתווספו שני סוגים חדשים של גורמים מפוקחים למעגל הפיקוח – חברות דירוג וזירות סוחר. מעגל הפיקוח משתנה גם כאשר חלים מעת לעת שינויים במבחני התחולה. מבחני התחולה אינם פשוטים ומעוררים לעתים שאלות משפטיות מורכבות, ואולם כאמור לעיל, ציבור המשקיעים יכול לדעת בכל נקודת זמן אילו גופים מפוקחים על ידי הרשות ואילו גופים לא.

15. כמעט כל פעילות של רשות ניירות ערך עוסקת בגורמים המפוקחים על ידה. דיני ניירות ערך כוללים סעיפי חיקוקים רבים מאוד הנוגעים לגורמים המפוקחים, אשר מורים להם כיצד עליהם לנהוג, ומורים לרשות כיצד עליה לפקח על גורמים אלה. פעולות ההסדרה והפיקוח של הרשות הן רבות ומגוונות, וכוללות, בין השאר, רישוי ושליטת רישיונות, מתן היתרים לפרסום תשקיף, בדיקת מסמכי גילוי מסוגים שונים (עשרות אלפי מסמכי גילוי מוגשים מדי שנה), פרסום

חוזרים ועמדות פרשניות לגבי הדין, ביקורת בגופים המפוקחים, בקרת מסחר, ייזום והובלת חקיקה בתחום ניירות הערך, ועוד.

16. לעומת זאת, גורמים שאינם מפוקחים כפופים בעיקר להוראות התחולה של דיני ניירות ערך. רשות ניירות ערך אינה מחזיקה בסמכויות פיקוח לגביהם אלא בסמכויות בדיקה ואכיפה בלבד. הרשות אינה מוסמכת, לדוגמה, להפנות לגוף שאינו מפוקח דרישות גילוי למשקיעים בו, דרישות בנוגע לאופן החזקת כספי לקוחות על ידו, דרישות בנוגע לתגמול שהוא מקבל ממשקיעים, דרישות בנוגע לתפקוד האורגנים ונושאי המשרה שלו, וכדומה. המידע שיש לרשות אודות גורמים לא מפוקחים, ככל שהוא קיים, הוא מוגבל ביותר שכן אין להם חובות גילוי כלשהן כלפי הרשות, והכלים שניתנו לרשות בחוק ביחס לגורמים אלה הם מוגבלים וכוללים כאמור סמכויות בדיקה ואכיפה בלבד. יצוין, שגם אם מצאה הרשות שגוף מסוים הפר את חובת הרישיון או ההיתר החלה עליו, אין הדבר הופך אותו לגוף המפוקח על ידה אלא לגוף הנמצא בהפרה של הדין.

17. לנוכח משאביה המוגבלים של הרשות והיקף הפעילות העצום של הגורמים המפוקחים, פעילות ההסדרה והפיקוח של הרשות מוגבלת מיסודה. לשם המחשה: הדיווח הכספי של תאגידים הנסחרים בבורסה ידוע כרכיב מרכזי בהגנה על ציבור המשקיעים בניירות הערך שלהם. תאגידים הנסחרים בבורסה היו מחויבים עד לא מכבר להגיש 4 דו"חות כספיים בשנה (דו"ח שנתי ו-3 דו"חות רבעוניים, לאחרונה ניתנה האפשרות לדיווח על בסיס חצי-שנתי ולא רבעוני). מכאן, שמדי שנה נדרשו תאגידים אלה, הכוללים את התאגידים הגדולים במשק, להגיש במצטבר למעלה מ-2,000 דו"חות כספיים בשנה. בדיקת הרשות של דו"חות אלה, נעשית באופן מדגמי בלבד ובדיעבד. כך, בשנים 2013, 2014 ו-2015 בדקה הרשות 31, 25 ו-47 דו"חות, בהתאמה. דוגמה נוספת לשם המחשה: כאמור, ענף קרנות הנאמנות מנהל כספי ציבור בהיקף העולה על 200 מיליארד שקלים. בשנת 2015 ערך סגל הרשות 4 ביקורות שטח אצל מנהלי קרנות הנאמנות.

פירושו של דבר, אם כן, כי גם לגבי הגופים המפוקחים בהם מתמקדת הרשות, פעילות הפיקוח היא מדגמית, ובאופן מובנה. היא אינה יכולה להקיף, ואינה מתיימרת להקיף, את כלל הפעילויות והגורמים המפוקחים.

#### אכיפה

18. לצד סמכויות הפיקוח, מסורות לרשות ניירות ערך סמכויות אכיפה בתחום ניירות הערך. פעולות האכיפה העיקריות של הרשות נעשות ב-3 מישורים – חקירה פלילית, אכיפה מנהלית ועיצומים כספיים. ההליכים בשני המישורים הראשונים, החמורים יותר, נוגעים לעבירות או להפרות בתחום ניירות הערך. נושאי האכיפה המרכזיים הם עבירות של תרמית בניירות ערך, עבירות של שימוש אסור במידע פנים ועבירות גילוי.

19. עיקר פעולות האכיפה של הרשות ממוקד אף הוא במעגל הגופים המפוקחים. רוב רובן של החקירות עוסק בחשדות להפרת הוראות הפיקוח הייחודיות של דיני ניירות ערך בידי גופים מפוקחים, עובדיהם ונושאי המשרה שלהם או בחשדות להפרת האיסורים הנוגעים למסחר בבורסה. חלק מן החקירות הפליליות עוסק בעבירות

הקשורות לעבירות ניירות ערך כגון שוחד או קבלת דבר במרמה שהתעורר חשד בעניינן במסגרת הפרשה הנחקרת. במסגרת דיני ניירות ערך, ישנן גם עבירות הנוגעות להפרות החובה להיכנס למעגל הפיקוח – לדוגמה: סעיף 39(א)(1) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1955 (להלן: "חוק הייעוץ"), שעניינו הפרת האיסור לעסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות או בניהול תיקי השקעות ללא רישיון מתאים.

20. **האמור לעיל לגבי משאביה המוגבלים של הרשות נכון כמובן גם לגבי פעולות האכיפה שלה.** מספר החקירות הפליליות שנפתחו בכל אחת מהשנים 2011-2015 היה קרוב ל-10, ועם תחילתו של הליך האכיפה המנהלי בשנת 2011, החל בהדרגה טיפול גם בתיקי ברור מנהלי בהיקף דומה. התיקים הפליליים הנחקרים על ידי הרשות הם לעתים קרובות תיקים עצומי ממדים מבחינת היקף החומר ומורכבות הסוגיות המשפטיות.

21. לצד סמכויות האכיפה הפליליות והמנהליות של הרשות, הוקנתה ליו"ר הרשות בסעיף 56 לחוק ניירות ערך, סמכות חריגה בעלת אופי מניעת. על פי סעיף זה, רשאי יו"ר הרשות לפנות לבית המשפט בבקשה להוצאת צו מניעה אזרחי שיאסור על ביצועם או המשך ביצועם של מעשים, אם היה לו יסוד סביר להניח כי מתבצעת עבירת ניירות ערך או הפרה, או עומדת להתבצע עבירה או הפרה כאמור. השימוש בסמכות זו לאורך השנים נעשה על ידי הרשות במשורה, לרבות משום שצו מניעה, ואף עצם הבקשה לצו מניעה, עלולים לגרום נזק בלתי הפיך לפעילותו של העסק מושא הבקשה ולמשקיעים בו; משום שנטל ההוכחה בהליך הוא על הרשות; משום שהסעיף מעניק לבית המשפט סמכות לאסור על ביצוע עבירת ניירות ערך, אולם אינו מטפל בהיבטים רלוונטיים אחרים, ומשכך שימוש לא מושכל בו עלול להוביל להימלטות מפני הדיון, להברחת נכסים, או לביצוע פעולות אחרות שיפגעו בסופו של דבר בטובת המשקיעים; ומשום שמדובר בסעיף שהוא אזרחי במהותו ושימוש בו עלול להקשות על הפעלת סמכויות האכיפה האחרות והמשמעותיות של הרשות.

22. **הרשות אינה פותחת, ואינה אמורה לפתוח, בחקירה או בבירור מנהלי באופן אוטומטי בכל מקרה שבו מוגשת לה תלונה או מצטבר אצלה חשד לביצוע עבירות ניירות ערך.** סעיף 52מד לחוק קובע מפורשות שלא בכל מקרה שבו היה ליו"ר הרשות יסוד סביר לחשד כי בוצע מעשה או מחדל שבשלהם ניתן לקיים חקירה פלילית או בירור מנהלי, יורה על קיום חקירה או בירור כאמור, אלא שעליו לשקול את חומרת המעשה ונסיונותיו; הערכת טיבן ועצמתן של הראיות הקשורות באותו מעשה; ואת מדיניות האכיפה של הרשות. מדי שנה יש מאות תלונות ואינדיקציות אחרות המעוררות חשדות לעבירות ניירות ערך, בעוד שמספר החקירות הפליליות והבירורים המנהליים עומד כאמור כל אחד על כ-10 בשנה. הרשות מפעילה שיקול דעת רב ביחס לפתיחה בהליכי אכיפה.

### **ג. התגברות תופעת ההשקעות הלא מפקחות**

23. **בשנת 2014 זיהתה הרשות התגברות משמעותית בתופעת ההשקעות הלא מפקחות.** המדובר בפניות שנעשו לציבור הרחב להשקיע כספו בפעילויות לא מפקחות. פעילויות אלה היו מגוונות ביותר מבחינת מאפייניהן. הן כללו, לדוגמה, הצעות לציבור להשקיע בזירות מסחר אינטרנטיות בשלל מכשירים פיננסיים, הצעות לציבור להשקיע במיזמי השקעה בנדל"ן, הצעות לציבור להשקיע בניירות ערך הנסחרים באמצעות פלטפורמות אלטרנטיביות לבורסה, ועוד.

התגברות התופעה של השקעות לא מפקחות נבעה, ככל הנראה, מסביבת הריבית הנמוכה, שהובילה את הציבור לחפש אחר אלטרנטיבות השקעה, ומהנגישות הרבה שיש כיום לגופים עסקיים לפנות לציבור הרחב, באופן המאפשר לשווק, להתקשר ולבצע פעילויות פיננסיות בקלות רבה באמצעות האינטרנט.

## 24. לנוכח התגברות התופעה של השקעות לא מפקחות השקיעה הרשות מאמצים

**ח ס ר י ת ק ד י מ ב ט י פ ו ל ב ת ו פ ע ה .** פעילות הרשות כללה, בין היתר, פרסום אזהרות לציבור וחינוך פיננסי, זיהוי פעילויות לא מפקחות המהוות הפרה של החוק, פניה לגורמים המנהלים פעילויות לא מפקחות בדרישות לקבל פרטים ומסמכים בדבר פעילותם, פניה לגורמים מסוג זה בדרישה לחדול מפעילות המפרה את הוראות החוק, קיום הליכים בבתי המשפט במספר מקרים הנוגעים להשקעות לא מפקחות, ביצוע פעולות אכיפה לרבות פתיחה בחקירות פליליות, פרסום של פרשנויות ועמדות משפטיות הנוגעות לתחולת דיני ניירות ערך ונקיטת יוזמות חקיקה לתיקון דיני ניירות ערך.

## 25. כך, ובין השאר, הרשות השקיעה מאמצים רבים בהגברת המודעות של הציבור לסיכונים הכרוכים בהשקעות לא

מפקחות. אזהרה נרחבת ראשונה בעניין זה פורסמה ביום 11.6.2014: "רשות ניירות ערך מפרסמת אזהרה לציבור בדבר הסיכונים הכרוכים בהשקעות שאינן מפקחות"; ביום 2.11.2014 פרסמה הרשות הבהרה לציבור לפיה בניגוד לפרסומים לא מדויקים בעניין, הרי שהפיקוח על זירות סוחר טרם החל (פירוט בהקשר לנושא זירות הסוחר הרלוונטי לענייננו ראו גם בתת הפרק הבא): "רשות ניירות ערך מפרסמת הבהרה לציבור כי הפיקוח על זירות המסחר (פורקס) טרם החל"; ביום 2.8.2015 פרסמה הרשות אזהרה בעניין ניהול השקעות ממוחשב: "אזהרה לציבור בדבר ניהול השקעות ממוחשב ("מסחר רובוטי", "אלגו טריידינג" וכו')". לצד אזהרות אלה, ביצעה הרשות גם קמפיין תקשורתי רחב היקף על מנת להעמיד את הציבור על הסיכונים הכרוכים בהשקעות לא מפקחות למיניהן. בפרסומים רבים אלה הבהירה הרשות כי על אף שכל השקעה כרוכה מטיבה בסיכונים רבים, הרי שהשקעה בגופים שאינם מפקחים כרוכה בסיכונים רבים ומשמעותיים יותר, ובהם סיכוני פעילות בלתי חוקית, אי יציבות פיננסית, העדר גילוי נאות וכללי ממשל תאגידי, העדר בקורות ומנגנוני צמצום סיכונים, וסיכוני מרמה והונאה. הפרסומים לציבור תיארו בין היתר את תופעת ההשקעות הלא מפקחות, את הסיכונים העודפים הכרוכים בהשקעה לא מפקחת, את חשיבות ההשקעה באמצעות גורמים מפקחים, ואת אפשרות הבדיקה הפשוטה אם גורם מסוים מפקח על ידי הרשות.

### העדר הסדרה לפעילות זירות סוחר

## 26. פעילות לא מפקחת בעלת חשיבות מיוחדת לענייננו היתה פעילותן של זירות הסוחר. זירות סוחר הן

מערכות ממוחשבות שבאמצעותן סוחר אדם במכשיר פיננסי אל מול לקוחותיו לחשבונו העצמי, או מעמידות ללקוח אפשרות לסחור במערכת כאמור. **פעילות זו כרוכה בסיכונים רבים למשקיעים, ולכן היתה טעונה הסדרה, אך משך שנים היא לא נפלה לאף אחת מהקטגוריות הקבועות בדיני ניירות ערך.** רשות ניירות ערך יזמה חקיקה

להסדרת התחום. תיקון לחוק אושר בכנסת בשנת 2010 (תיקון 42 לחוק ניירות ערך במסגרתו נוסף פרק ז' 3 לחוק), ותקנות מפורטות אושרו בכנסת בשנת 2014, אולם נקבע כי ההסדר החוקי יכנס לתוקף רק ביום 26.5.2015. זאת ועוד, הוראת המעבר קבעה כי זירות שהחלו לפעול לפני ה- 26.5.2015 והגישו בקשה לקבלת רישיון זירת סוחר, יוכלו להמשיך ולפעול ללא רישיון עד שתתקבל החלטה בעניינן. 21 זירות סוחר הגישו בקשת רישיון, והליך הרישוי לגבי זירות אלה נמשך עד חודש דצמבר 2016 (ולגבי אחת הזירות אף לאחר מכן). מדובר בהליכים מורכבים שבמסגרתם נבחנה עמידת החברות בתנאים המהותיים למתן רישיון שנקבעו בחוק. בתום ההליכים קיבלו 6 זירות סוחר רישיון להמשיך ולפעול.

27. **משמעות הדבר היא שמשיך שנים, לרבות בתקופה שבה נבחנה על ידי הרשות פעילותה של חברת יוטרייד פרימיום בע"מ (להלן: "יוטרייד"), העומדת במוקד פסק הדין קמא, התקיימה פעילות נרחבת של זירות סוחר ללא פיקוח.** פעילות זו כללה פרסומים נרחבים בתקשורת, שכנוע לקוחות להיכנס לפעילות בזירות, והשקעה של לקוחות במוצרים פיננסיים מורכבים. הפעילות היתה מחוץ לתחולת דיני ניירות ערך, ומשכך לרשות לא היתה לא סמכות פיקוח ולא סמכות אכיפה לגביה.

28. **פעילותן הלא מפוקחת של זירות הסוחר הציבה בעיה חמורה בהיבטי הפיקוח והאכיפה גם משום שהיא הקשתה על זיהוי וטיפול בפעילויות לא מפוקחות אחרות.** באופן כללי, בשנים האחרונות חל טשטוש בין תחומי הפעילות והפיקוח השונים תחת דיני ניירות ערך, ולגבי פעילויות שונות מתעוררת שאלה אם הן צריכות להיות מפוקחות תחת דין זה או אחר. לדוגמה, האם פעילות פיננסית מסוימת היא בגדר ניהול תיקים או ניהול קרנות נאמנות. או לדוגמה, הרלוונטיות לעניין שבנדון, האם פעילות פיננסית מסוימת היא בגדר ניהול זירת סוחר או ניהול תיקים. בהתחשב בכך שפעילות זירות הסוחר לא היתה מפוקחת, ופעילות זו יכולה להכיל בתוכה מגוון רחב מאוד של מכשירים פיננסיים, המשמעות היא כי בקלות יחסית ניתן היה לבצע פעילות פיננסית המופנית לציבור הרחב ללא פיקוח. זאת ועוד, גם בהינתן מסקנה שמדובר בפעילות הטעונה רישיון, יכול היה אותו גורם, בקלות יחסית, לשנות את מתכונת הפעילות, כך שתיחשב לפעילות של זירת סוחר ולצאת בכך ממעגל הפיקוח. הואיל ופעילות הזירות לא היתה מפוקחת, היכולת לטפל בגופים לא מפוקחים המבצעים פעילות נוספת או משיקה היתה מוגבלת ביותר.

#### פעולות הרשות בנוגע למסחר אלגוריתמי

29. המונח "מסחר אלגוריתמי" אינו מוגדר בדין והשימוש בו יכול להיעשות בהקשרים שונים. ניתן להכליל ולומר, שבעוד שבעבר התנהל המסחר בשוק ההון באופן בלתי אמצעי, בהתבסס על שירותיהם של סוחרים אנושיים, הרי שכיום שוק ההון הוא אלקטרוני ורובו מתנהל ללא מגע יד אדם. בין יתר הרכיבים שעברו "אוטומציה" 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, שעשה שהן אכן מבוצעות באופן ישיר על ידי תוכנה שמקבלת החלטות על בסיס אסטרטגיה שנקבעה מראש וללא התערבות אנושית, מכונות מסחר אלגוריתמי.



30. בזווית הרגולטורית יכולה להתעורר הסוגיה של מסחר אלגוריתמי במספר היבטים. היבט אחד, הרלוונטי לענייננו, הוא הצעה של שירותי מסחר אלגוריתמי לציבור, בין היתר במסגרת שירותים של ייעוץ השקעות, ניהול תיקים או זירות סוחר. בחינת השאלה הרוחבית - מתי פעילות של מסחר אלגוריתמי מהווה ניהול תיקים, נעשתה על ידי הרשות לראשונה בעניינה של יוטרייד, כאשר לאחר שמצאה הרשות להורות ליוטרייד על הפסקת פעילות, ובמקביל לטיפול בעניינה, נעשו על ידי הרשות במסגרת הידרשותה הרוחבית לעניין, פניות בנושא זה לכ-10 גופים נוספים שהרשות זיהתה שמבצעים פעילות דומה.

31. ההידרשות לנושא רוחבי זה, עוררה שאלות מורכבות ביותר, לרבות לאור כך שהדין נתגבש זמן רב לפני התפתחותו של תחום הפעילות החדשני בו עסקינן. הרשות נדרשה לדברים בכובד ראש, תוך נקיטת פעולות רבות ושונות. הדברים בשלו לידי גיבוש ופרסום של כללי רוחב על ידי הרשות, לקראת סוף שנת 2016, לרבות על בסיס הניסיון שנצבר בבדיקות של הגופים השונים שהציעו מסחר אלגוריתמי ובטיפול בהן, ובהליך הרישוי של זירות הסוחר שהיה כבר בעיצומו.

32. במהלך מורכב ויסודי, ששילב בדיקות יזומות, פעולות אכיפה, פעולות רישוי ופעולות הסדרה, טיפלה הרשות באופן מקיף בתופעה של מסחר אלגוריתמי. טיפול זה נעשה על ידי הרשות בפרק זמן קצר יחסית, שנמשך כשנתיים, תוך התמודדות עם פעילות חדשנית בשוק ההון, עם גורמים רבים שעסקו בה ללא כל פיקוח, ועם אתגרים מקצועיים ומשפטיים מורכבים. רשות ניירות ערך הישראלית היתה כאמור בין הגורמים הראשונים בעולם שהסדירה את התחום.

## ד. פעילות הרשות בעניינה של יוטרייד כפי שהעיד היועץ המשפטי של הרשות

33. ביום 24.6.2014 פנתה הרשות ליוטרייד לראשונה במטרה לקבל מסמכים בדבר פעילותה ואופי השירותים שהיא נותנת ללקוחותיה, וביקשה לברר אם יוטרייד פועלת בהתאם לחוק הייעוץ. בין הצדדים הוחלפה תכתובת, כאשר יוטרייד סירבה להיענות לדרישות הרשות, טענה שפעילותה אינה מהווה ניהול תיקים אלא פעילות של זירת סוחר שעדיין אינה כפופה לדיני ניירות ערך, ומשכך שכלל אין לרשות סמכות ביחס אליה. טענתה המרכזית של יוטרייד היתה שהחוק אינו חל על פעילותה של יוטרייד משום שהעסקאות המבוצעות על ידה עבור לקוחותיה אינן בגדר "חווה עתידי" כהגדרתו בסעיף 64 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (מכתב יוטרייד מיום 26.6.2014, מכתב הרשות מיום 29.6.2014, מכתב יוטרייד מיום 29.6.2019, מכתב יוטרייד מיום 9.7.2014, מכתב הרשות מיום 10.9.2014, מכתב יוטרייד מיום 23.9.2014).

34. ביום 6.1.2015 הודיעה הרשות ליוטרייד כי אינה מקבלת את טענתה לפיה אינה נתונה לסמכות הרשות, וביום 29.3.2015 נשלחה התייחסות מסודרת ליוטרייד בעניין. הרשות הורתה ליוטרייד לחדול מיידית מפעילותה המפרה ולתת הודעה בעניין זה לרשות בתוך 14 ימים, שאם לא כן בכוונת הרשות לפנות לבית המשפט בבקשה להוציא צו מניעה בנדון.

35. ביום 13.4.2015 השיבה יוטרייד לרשות כי היא עדיין מחזיקה בטענה לפיה פעילותה אינה מהווה ניהול תיקי השקעות וכי הימשכות ההתכתבות בין הרשות ליוטרייד על פני חודשים כה רבים מעידה על מורכבות הסוגיה. עוד טענה יוטרייד כי דרישת הרשות שתחדל באופן מיידי מפעילות שלטענת הרשות היא פעילות מפרה, אינה סבירה, אינה מידתית ועלולה לגרום נזק רב ליוטרייד ולקוחותיה. יוטרייד ביקשה להודיע לרשות את עמדתה עד ליום 15.5.2015 בנוגע לשינוי מתכונת פעילותה ואולי אף הפסקת הפעילות וזאת עד ליום 26.5.2015 - יום כניסתו לתוקף של תיקון 42 לחוק, באופן שעשוי ליתר את פניית הרשות לערכאות משפטיות. בהמשך לאמור, במכתבה מיום 4.5.2015 הודיעה יוטרייד שהיא מבצעת באותם ימים שינוי של מתכונת פעילותה ובמסגרת זו היא מורידה/מפסיקה את כל הפרסומים מטעמה בדבר גיוס לקוחות חדשים ו/או הון חדש לפעילות שלדעת הרשות יש בה משום ניהול תיקים. עוד הודיעה יוטרייד שהחלה לגייס לקוחות לטובת חברת טרייד מארקר, חברה חדשה אשר נמצאת בהליכי הגשת בקשה לניהול זירת מסחר ו/או שירותים אחרים. חברה זו אכן הגישה בקשת רישיון זירת סוחר לרשות ביום 25.5.2015, קרי במועד שעל פי הוראת המעבר התיר לה להמשיך ולפעול ללא פיקוח של הרשות עד קבלת החלטה בנוגע לבקשת הרישיון.
36. ביום 6.5.2015 השיבה הרשות ליוטרייד וביקשה כי תבהיר שנכון למועד מכתבה האחרון של יוטרייד, אכן חדלה מכל פרסום כאמור במכתבה. ביום 7.5.2015 הבהירה יוטרייד לרשות שאכן ביום 4.5.2015 חדלה לפרסם באפיקי המדיה השונים, כאמור לעיל, וכי החל מיום 7.5.2015 חדלה מלפעול על מנת לגייס לקוחות חדשים ו/או הון חדש לפעילות ניהול התיקים וכי היא מתמקדת בשיווק זירת המסחר העתידית טרייד מארקר. אשר ללקוחות הקיימים בפעילות ניהול התיקים מסרה יוטרייד שהיא נערכת באופן אינטנסיבי להפסקת פעילות זו, אך נדרשת שהות נוספת להפסקת פעילות זו הדורשת רגישות, וכי הצפי שלה להפסקת הפעילות הוא עד למועד הקובע להגשת בקשה לרישיון זירת סוחר (יום 26.5.2015).
37. חרף מצגיה הברורים של יוטרייד, התעוררו חשדות שאינה פועלת כפי שהתחייבה, והיא ממשיכה לגייס לקוחות חדשים לפעילות מפרה. במהלך החודשים מאי ויוני 2015 הרשות נקטה מספר פעולות בכדי לאשש את החשש לפיו יוטרייד לא עומדת בהתחייבויות שלקחה על עצמה להפסיק את פעילות ניהול התיקים.
38. הרשות החלה להערך להגשת בקשה לצו מניעה לבית המשפט בעניין הפסקת פעילותה של יוטרייד לניהול תיקים ללא רישיון.
39. במסגרת ההערכות והשיח עם הפרקליטות בעניין, התברר הצורך בהעמקת התשתית העובדתית, הכלכלית והמשפטית בדבר אופי הפעילות של יוטרייד, מהות המוצרים שהיא מציעה ללקוחותיה, התאמתם של המוצרים להגדרות חוק הייעוץ, וההשלכות על סמכות הרשות לפעול בעניינה. בירור זה נדרש לצורך העמדת תשתית עובדתית ומשפטית לפני בית המשפט שידון בבקשת הרשות, והכל אף מבלי שהרשות נהנית משיתוף פעולה של יוטרייד, אשר כאמור אינה גוף בעל רישיון המפוקח על ידי הרשות.

40. במסגרת ההערכות עלו שאלות וספקות ביחס לסוגיות שעל הרשות יהיה להוכיח לפני בית המשפט שיזקק לבקשה לצו המניעה, והרשות ערכה בדיקות כלכליות ומשפטיות בדבר המוצרים שנטען שנעשה בהם שימוש על ידי יוטריו, במסגרת ההשקעות שבוצעו עבור לקוחותיה.
41. **זאת ועוד, כאמור, באותה התקופה התעוררו שאלות כבדות משקל בנוגע למסחר אלגוריתמי גם לגבי גופים נוספים שהרשות פנתה אליהם בהמשך לבדיקה שביצעה בעניינה של יוטריו. ביום 2.8.2015 פרסמה הרשות אזהרה לציבור בדבר ניהול השקעות ממוחשב בה ציינה שבדרך כלל פעילות זאת היא בגדר ניהול תיקים הדורש רישוי, ועמדה על הסכנות הכרוכות בביצוע השקעה שכזו שלא אצל בעל רישיון. זירות סוחר רבות טענו מנגד כי מסחר אלגוריתמי אינו מהווה ניהול תיקים, כי עמדת הרשות היא כוללנית מדי, אינה מעוגנת בהוראות הדין, וכי איסור על פעילות מסחר אלגוריתמי הוא בלתי סביר ובלתי מידתי.**
42. החברות הנוספות שביצעו מסחר אלגוריתמי אליהן פנתה הרשות העלו שורת שאלות שיוטריו לא העלתה. כך, בעוד שיוטריו התמקדה כאמור במענה שלה בשאלה, המורכבת כשלעצמה, האם העסקאות נעשות ב"חוזת עתידי" כהגדרתו בחוק, החברות אליהן פנתה הרשות לאחה מכן, העלו טענות נוספות, ובכלל אלו טענות לפיהן בחו"ל מקובל שזירות סוחר מבצעות פעילות של מסחר אלגוריתמי, טענות כלליות של כפיית דין לפני שהחלה ההסדרה, טענות הנוגעות לעצם השאלה מתי פעילות של מסחר אלגוריתמי מהווה פעילות של ניהול תיקי השקעות הטעונה רישיון, ועוד.
43. **המורכבות בהכנת בקשת צו המניעה, לצד מידע נוסף שהתקבל ברשות לפיו יוטריו ממשיכה בפעילותה המפרה למרות התחייבותה המפורשת כלפי הרשות, ותלונות משקיעים לפיהן פנו לקבל את כספם מיוטריו בהתאם להסכמים עמה ונענו בטענות שונות, הובילו את הרשות להחליט על עריכת ביקורת מכוח סעיף 29(ב)(1)(ב) לחוק הייעוץ. הביקורת נערכה בימים 14 ו-15 בדצמבר 2015.**
44. **במהלך הביקורת התגלו ממצאים חמורים: למרות שיוטריו התחייבה לרשות באופן מפורש לחדול מפעילות של ניהול תיקים ללא רישיון, בפועל היא המשיכה בה; יוטריו היתה בקשיי נזילות כבדים ולא יכלה להשיב ללקוחות כספים שהושקעו על ידם ושעמדו לזכותם בחשבונם בחברה; ככל הנראה לפחות חלק מהמשקיעים לא היו מודעים לכך שכספם ירד לטמיון; יוטריו המשיכה לנסות לגייס משקיעים חדשים שכספיהם אינם מושקעים בדבר, אלא מופנים לתשלום הסדרי פריסה של תשלומים למשקיעים שביקשו למשוך את כספם.**
45. בעקבות הביקורת היו לרשות די ראיות לבסס חשד לפיו גם כספי המשקיעים שלא הופסדו וכספם של משקיעים פוטנציאליים מצויים בסכנה מוחשית, וכי העניין המרכזי אינו הפרה של חוק הייעוץ (ניהול תיקים ללא רישיון לעשות כן), אלא חשש לגניבה ממש. לנוכח חומרת הממצאים ובהמשך לביקורת פנתה הרשות ביום 21.12.2015 לבית המשפט בהתאם לסעיף 56 לחוק ניירות ערך בבקשה לצו מניעה קבוע נגד יוטריו להפסקת הפעילות המפרה. במסגרת הבקשה לצו המניעה הקבוע הוגשה גם בקשה לצו מניעה זמני.

46. באותו היום ניתנה החלטה בבקשה לסעד הזמני אשר נעתר לבקשה וקבע דיון בבקשה ליום 30.12.2015. ביום 23.12.2015 הוגשה על ידי יוטריון תגובה לבקשה לסעד הזמני בה הסכימה לבקשה. במקביל, ביום 24.12.2015 התקיים דיון בבקשות פירוק נגד יוטריון שהוגשו מיד לאחר הגשת הבקשה לצו המניעה על ידי גורמים שונים, לרבות משקיעים שנטען שכספם ירד לטמיון, ובית המשפט מינה מפרק זמני ליוטריון והיא הפסיקה את פעילותה. ביום 17.1.2016 ניתן פסק דין בהסכמה בבקשה לצו מניעה קבוע וזאת לאחר שהמפרק של יוטריון נתן את הסכמתו לבקשה.

#### 47. **תוצאות הביקורת התניעו מהלך של פתיחה בחקירה פלילית על ידי הרשות. תיק**

החקירה הועבר לפרקליטות בחודש אפריל 2017 לצורך בחינת הגשת כתב אישום, לאחר שממצאי החקירה העלו שהחשודים פעלו בתחכום רב תוך הסוואת פעילות תרמיתית ענפה ופגיעה במאות לקוחות. למען השלמת התמונה יצוין שבסוף שנת 2018 **הוגש כתב אישום** נגד החברה ומעורבים נוספים, הכולל אישומים בעבירות של גניבה בידי מורשה, קבלת דבר במרמה בנסיבות מחמירות, איסור עשיית פעולה ברכוש אסור, ניהול תיקי השקעות ללא רישיון, ועבירות של שיבוש מהלכי משפט. התיק מתנהל בימים אלו בבית המשפט המחוזי בתל-אביב יפו (ת"פ - 60588-12-18).

#### ה. **ההליך קמא ותמצית קביעות פסק הדין הצריכות לענייננו**

48. לבית המשפט המחוזי הוגשו 4 תביעות, שהדיון בהן אוחד, על ידי 6 תובעים שונים אשר התקשרו עם יוטריון במטרה שכספם יושקע באמצעות שירותי המסחר האלגוריתמי אותם סיפקה החברה. בתביעות נטען כי על הרשות לפצות את התובעים בגין הנזקים שנגרמו להם כתוצאה מהשקעותיהם, בטענה שהרשות לא פיקחה כנדרש על פעילותה של יוטריון ולא מנעה פעילות זו. בית משפט קמא הנכבד מצא לקבל את התביעה ביחס ל-4 מהתובעים (המשיבים 1, 4-6), והורה לרשות לפצות אותם על אובדן השקעותיהם כפי שנקבע על ידי בית המשפט, בניכוי אשם תורם של 30%.

49. חובת הזהירות (סעיפים 19-26). בית משפט קמא הנכבד קבע כי לרשות חובת זהירות מושגית וקונקרטית כלפי משקיעים בהשקעות לא מפוקחות שבאות בגדר ניהול תיקים ללא רישיון, וזאת לרבות משום שלפי קביעתו לרשות סמכות פיקוח רחבה על גופים המבצעים פעילות של ניהול תיקים ללא רישיון בניגוד לדין, וכי הציבור מסתמך על קיומו של פיקוח כאמור.

50. שאלת ההתרשלות (סעיפים 32-77). בית המשפט הבחין בין 4 תקופות ביחס לטיפול הרשות בעניינה של יוטריון. התקופה הראשונה - עד לפניה הראשונה של הרשות ליוטריון ביום 24.6.2014. התקופה השנייה - מהפניה הראשונה עד ההחלטה מחודש מרץ 2015 בה נקבע על ידי הרשות כי יוטריון פועלת בניגוד לדין. התקופה השלישית - התקופה בין ההחלטה מחודש מרץ 2015 ועד לסוף חודש מאי 2015 (המועד שבו התחייבה יוטריון לחדול לגמרי מפעילותה המפרה). התקופה הרביעית - לאחר חודש מאי 2015.

51. בית משפט קמא הנכבד קבע שלא הוכח שהרשות התרשלה ב-3 התקופות הראשונות, תוך שעמד על מדיניות הפיקוח המדגמית, המורכבות של הסוגיות שהתעוררו שהצריכו בחינה מעמיקה והצורך לאזן בין מכלול השיקולים הרלוונטים. לעומת זאת בית משפט קמא הנכבד קבע שהרשות התרשלה בתקופה הרביעית, משום שלפי קביעתו מחודש יוני 2015 ועד לביקורת בחודש דצמבר 2015, לא פנתה הרשות ליוטרייד ולא פעלה בכל דרך אחרת כדי לברר האם היא עומדת בהתחייבותה. בית המשפט קבע שביום 1.7.2015 או בסמוך מאוד לאחריו יכולה היתה הרשות להגיש את הבקשה לצו מניעה, ואילו היתה עושה כן, ההנחה היא שפעילותה של יוטרייד היתה נפסקת אז. בית המשפט קבע שעלות מניעת ההפרה אינה גבוהה, שכן כל שנדרש מהרשות היה לברר האם יוטרייד אכן מפרה את התחייבותה, וזאת ניתן היה לעשות לקביעתו באמצעים פשוטים וזולים.
52. בית משפט קמא הנכבד הוסיף וקבע כי הרשות התרשלה גם בכך שלא פרסמה אזהרה פרטנית לציבור בעניינה של יוטרייד בסוף חודש מאי 2015. בית משפט קמא קבע בהקשר זה כי אף אם מדיניותה הכללית העקבית היא שלא לפרסם אזהרות ספציפיות, אין הדבר אומר שהיא לא חרגה בכך מסטנדרט ההתנהגות של רשות סבירה. בית משפט קמא הנכבד הוסיף וקבע בהקשר זה כי לא די היה באזהרה הכללית של הרשות מחודש יוני 2014 מפני השקעות לא מפוקחות, כי האזהרה מחודש נובמבר 2014 אינה רלוונטית לעניין, וכי גם אם היה די מבחינת תוכן הפרסום באזהרה מחודש אוגוסט 2015, ביחס להשקעה בגופים המנהלים השקעות באופן ממוחשב ללא רישיון, הרי שהוא נעשה בשלב מאוחר מדי לקביעת בית משפט קמא הנכבד.
53. קשר סיבתי (סעיפים 97-78). בית משפט קמא הנכבד קבע שההפסדים שנגרמו למשיבים כתוצאה מההשקעות ביוטרייד נגרמו בעיקרם לא כתוצאה מהסיכון הרגיל הכרוך בהשקעה בשוק ההון, אלא כתוצאה ממעשי גניבה ומרמה (כספי המשקיעים הועלמו ונגנבו ולא הושקעו כפי שיוטרייד התחייבה); בית המשפט קבע קשר סיבתי בין ההתרשלות שייחס לרשות בכך שלא עצרה את פעולתה של יוטרייד החל מיום 1.7.2015 ובין נזקם של 2 מהמשיבים - המשיב 1 שהתקשר עם יוטרייד ביום 7.7.2015, והמשיבה 4 שהתקשרה עם יוטרייד ביום 26.7.2015. ביחס ליתר המשיבים, שהשקיעו ביוטרייד במועדים מוקדמים יותר, נקבע שלא הוכח קשר סיבתי עובדתי, שכן בחודש יולי 2015 כבר היו ליוטרייד קשיי נזילות ולקוחותיה לא הצליחו למשוך את כספם, כפי שעלה מטענות המשיבים עצמם. בית משפט קמא הנכבד קבע שקיים קשר סיבתי בין ההתרשלות שייחס לרשות באי פרסום אזהרה פרטנית ביחס ליוטרייד בסוף חודש מאי 2015 ובין נזקם של המשיבים 4-6. נקבע כי המשיבים 4 ו-5 ערכו בדיקות מסוימות לפני התקשרותם עם יוטרייד ושאלו היתה אזהרה ספציפית בעניינה היא היתה יכולה להגיע אליהם בדרך זו, וכי המשיבה 6 היתה מבקשת למשוך את כספה בסמוך לאחר פרסום אזהרה שכזו, וכי הנטל על הרשות להראות כי לא היתה מצליחה בכך במועד זה.
54. אשם תורם (סעיפים 105-98). בית משפט קמא הנכבד קבע כי למשיבים אשם תורם בשיעור של 30%.
55. סופו של דבר: בית משפט קמא הנכבד הורה לרשות לפצות את המשיבים 1, 4, 5 ו-6 בסכום השקעותיהם המוכת, ולאחר ניכוי אשם תורם – 210,000 ₪, 105,000 ₪, 490,000 ₪ ו-73,913 ₪, בהתאמה, ובסה"כ כ-880,000 ₪, בצירוף הפרשי ריבית והצמדה מיום הגשת התביעה.

## ו. נימוקי הערעור

כללי

56. שגה בית משפט קמא הנכבד עת מצא בפסק דינו להטיל על רשות ניירות ערך אחריות ביחס להפסד כספי משקיעים.

57. הרשות תטען, בין היתר, שבית משפט קמא הנכבד לא ייחס משקל, לחלופין את המשקל הנדרש, לשיקולי המדיניות הרלוונטים לעניין ולא יישם את הלכותיו של בית משפט נכבד זה כנדרש.

58. הרשות תטען, בין היתר, שבית משפט קמא הנכבד לא ייחס משקל, לחלופין את המשקל הנדרש, בין היתר לאופי הפעילות בשוק ההון הכולל באופן מובנה סיכונים ופעילות ספקולטיבית, לכך ששוק ההון כולל באופן מובנה קריסה של גופים והפסדי עתק של משקיעים, לעתים עקב מעשי תרמית, ולאופי פעילות הפיקוח והאכיפה המוגבל המובנה בעניין.

59. הרשות תציין שאופי הפעילות בשוק ההון לצד אופי הפעילות של הרשויות המפקחות, אף הובילו במדינות העולם, וביניהן בארה"ב, בריטניה, קנדה ואוסטרליה, להגנות המגבילות הטלת אחריות נזיקית על רשויות ניירות ערך המקבילות בגין הפסדי משקיעים.

60. מבלי לפגוע בכלל האמור, הרשות תוסיף ותטען כי בית משפט קמא הנכבד אף לא ייחס משקל, לחלופין את המשקל הנדרש, להבחנה היסודית והמהותית שיוצר הדין בין מעגל הגורמים המפוקחים על ידי הרשות ובין מעגל הגורמים שאינם מפוקחים על ידה. הבחנה זו משליכה הן על הציפייה שצריכה להיות מהרשות במי לוי תפקידיה, והן על הציפייה מן המשקיעים ועל אחריותם לסיכונים שהם נוטלים בהשקעתם.

61. הרשות תטען שהאמור לעיל ביחס להטלת אחריות על הרשות ביחס להפסדי משקיעים באופן כללי, חל מקל וחומר ביחס להטלת אחריות על הרשות ביחס להפסדי משקיעים בהשקעות לא מפוקחות.

הרשות תטען, בין היתר, שכמעט כל פעילותה עוסקת בגורמים המפוקחים על ידה, לרבות נוכח היקף הפעילות העצום של הגורמים המפוקחים, היקף כספי הציבור המושקעים בהם, הסמכויות שניתנו לרשות בדין ביחס לגורמים מפוקחים, ההבחנה הברורה והגלויה לציבור בין שני המעגלים ושלא אפיקי ההשקעה המפוקחים הפתוחים בפניהם, ומשאביה המוגבלים של הרשות; הרשות תטען שהבחירה להשקיע בגורם מפוקח מבוססת בין היתר על כך שהוא קיבל היתר או רישיון מהרשות והוא כפוף לדיני ניירות ערך ולפיקוח הרשות, וכי הבחירה להשקיע בגורם שאינו מפוקח אינה יכולה להיות מבוססת על ציפייה דומה; הרשות תטען כי ביחס לגורמים שאינם מפוקחים, לרשות כלל אין סמכויות פיקוח, כפי ששגה בית משפט קמא הנכבד בפסק דינו לסבור, אלא סמכויות בדיקה ואכיפה, וכל דפוס הפעולה ביחס אליהם הוא שונה.

62. הרשות תטען כי שגה בית משפט קמא הנכבד עת הטיל עליה את האחריות לאי מניעת הפסדים של משקיעים, קל וחומר הפסדי משקיעים אשר בחרו במודע, ומתוך תקווה להשיג רווחים חריגים, לסכן את כספם בהשקעות

שאינן מפוקחות אשר באופן מובנה כרוכות בסיכונים רבים ומשמעותיים באופן מיוחד, משל היתה הרשות, הציבור, בגדר מבטח סיכונים שלוקחים על עצמם משקיעים בשוק ההון. הרשות תטען שמשמעותו הנורמטיבית והמעשית של פסק הדין היא בעייתית ביותר, בקבעו כי הציבור הוא שאחראי לשאת באבדן כספי משקיעים, ואף באבדן כספי משקיעים אשר בחרו בודעין להשקיע בגורם לא מפוקח, ואף תוך התעלמות מנורות אזהרה ספציפיות שלקביעת בית המשפט עצמו צריכות לעורר חשד שהגוף בו הם מבקשים להשקיע פועל שלא כדין, על הסיכון המוגבר הכרוך בהשקעות בגורם שכזה. הרשות תטען כי פסק הדין אף שומט את הקרקע מתחת להכוונת ההתנהגות הרצויה של ציבור המשקיעים.

63. הרשות תטען כי פסק הדין עלול לפתוח פתח לתביעות דומות ואחרות בהן יטען כי על הרשות לשאת בהפסדים כספיים שנגרמו למשקיעים, בהיקפי עתק שכלל אינה יכולה ואינה צריכה לשאת בהם.

64. הרשות תוסיף ותטען ששגה בית משפט קמא עת קבע כי הרשות אחראית לאבדן כספי משקיעים שנגרמו בגין ביצוע עבירות פליליות. הרשות תפנה בהקשר זה גם לפסיקתו של בית משפט נכבד זה, ובכלל זה פסיקתו מהעת האחרונה: "בצר להם, מבקשים המערערים למצוא סעד לחסרון הכיס שנגרם להם בתביעה משפטית נגד רשויות ציבוריות שונות - המשטרה, רשות ניירות ערך ושירות בתי הסוהר - וזאת בטענה כי לא פיקחו כראוי על אותו רמאי מועד. תכלית תביעתם של המערערים ברורה: להסיט את ההפסדים שגרם אותו רמאי מארנקם הפרטי המצומצם לכיס הציבורי העמוק. לכך אין באפשרותנו לתת את ידנו. הרווח אותו חיפשו המערערים היה רווח פרטי, וההפסד שנגרם מכישלונם הוא הפסד פרטי. זאת ועוד, הרמאי, אף אם הוא בגדר "שור מועד", אינו קניין הציבור, ואין הציבור נושא ברגיל באחריות למעשיו (השוו ואבחנו שמות, כ"א 36). לדידי, רק בנסיבות חריגות ויוצאות דופן עשוי כישלונה הרשלני של רשות ציבורית למנוע עבירות ולעצור עבריינים להצדיק הטלת אחריות נזיקית בגין רשלנות בפיקוח – אחריות שמשמעותה גלגול מלא או חלקי של ההפסד הכספי שנגרם לפרט בעקבות אותה פעילות עבריינית על כתפי הכלל" (ע"א 2394/18 פלונים נ' משטרת ישראל (פורסם באר"ש, 10.4.2019) (להלן: "עניין לרנר")).

65. הרשות תוסיף ותטען כי בית משפט קמא הנכבד לא התייחס, לחלופין באופן הנדרש, לטענות עקרוניות, משפטיות ועובדתיות רבות של הרשות, ולא ייחס להן משקל, לחלופין את המשקל הנדרש. הרשות תטען כי שגגה זו של בית משפט קמא הנכבד, הובילה אותו לכדי פסק דין מוטעה המשקף תמונה חלקית ומוטה של הדברים. הרשות תוסיף ותטען, ובכל הכבוד הראוי, שבית משפט קמא הנכבד אף לא הסיק את המסקנות המתחייבות מקביעותיו שלו.

#### יסוד ההתרשלות

66. הרשות תטען כי בית משפט קמא הנכבד לא הביא את כלל האמור לעיל בחשבון גם ביחס לסטנדרט הזהירות המצופה מן הרשות. הרשות תטען, בין היתר, כי הדבר הוביל את בית משפט קמא הנכבד לבחון את התנהלות הרשות במקרה דנן, תוך החלת סטנדרט התנהגות שגוי, טעות שהובילה אותו לקביעה מוטעית, בכל הכבוד, בדבר קיומה של התרשלות.

67. שגה בית משפט קמא הנכבד עת קבע שהרשות התרשלה במקרה הנדון. הרשות תטען בהקשר זה, בין היתר, שבית משפט קמא הנכבד, לא נתן לרשות את מרחב שיקול הדעת המוקנה לה, והתערב, בכל הכבוד באופן בוטה ומתוך חכמה שבדיעבד, בשיקול הדעת, לרבות שיקול הדעת האכיפתי ושיקול הדעת הרגולטורי, של הרשות, וזאת בעניינים המצויים בלב ליבו של שיקול הדעת; הרשות תוסיף ותטען בהקשר זה, שבית משפט קמא הנכבד בחן את הדברים בפריזמת הסתכלות צרה וחד ממדית, המבודדת ומנתקת את האירוע באופן מלאכותי מן הרקע שעליו הוא התרחש ומן ההקשר הכולל שלו.

68. הרשות תטען כי מדובר במקרה שבו היא נקטה בשורת כלים ארוכה, תוך הידרשות לדברים והפעלת שיקול דעת משמעותי בזמן אמת, וכי בפעולתה כפי שנעשתה היא הביאה, במישור הקונקרטי - להעמדה לדין של נאשמים שפעלו בתחום רב ותוך הסוואת הפעילות התרמית שלהם, ובמישור הרוחבי - להסדרת סוגיה חדשנית שלא היתה מוסדרת בישראל ובמדינות אחרות בעולם.  
הרשות תטען כי פעולתה במקרה הנדון היתה מקצועית, שקולה, ראויה ובוודאי סבירה.

#### יסוד ההתרשלות – הקביעה השגויה לפיה חייבת היתה הרשות להגיש בקשה לצו מניעה בסמוך ליום 1.7.2015

69. **שגה בית משפט קמא הנכבד עת קבע, בדיעבד, כי היה על הרשות להגיש צו מניעה להפסקת פעילותה של יוטרייד בסמוך מאוד ליום 1.7.2015, וזאת חרף כך שלגישת הרשות בעת זו לא היתה לה תשתית מספקת להגשת בקשה לצו מניעה ולהצלחה בהליך.**

70. הרשות תטען, כי בית משפט קמא הנכבד התעלם, בכל הכבוד, ממרחב שיקול דעתה של הרשות, בפרט בעניינים אלו, ולא יישם את הלכותיו של בית משפט נכבד זה כנדרש.

71. הרשות תטען שבית משפט קמא לא ייחס משקל, לחלופין את המשקל הנדרש, להערכתה בזמן אמת של הרשות, על בסיס בחינה שערכה בעניין עם הפרקליטות, וכפי שהובאה בפני בית המשפט מפי היועץ המשפטי של הרשות, כי לשם פניה לבית המשפט נדרשת העמקה עובדתית, כלכלית ומשפטית נוספת, וכי פניה לבית המשפט בעת ההיא עלולה היתה להסתיים בהכרעה שאינה מקבלת את עמדת הרשות.

72. הרשות תטען שבית המשפט לא ייחס משקל כנדרש בין השאר לקשיים המשפטיים שהיו באותה עת, לעובדה שמדובר בסוגיה תקדימית מורכבת ביחס לפעילות חדשנית שלא היתה אפשרית טכנולוגית כשגובש הדין בעניין, ולהשלכות השליליות שהיו עלולות להיות לו היתה הרשות נכשלת לשכנע בעמדתה בהליך המשפטי, וזאת לא רק על עניין יוטרייד, אלא בהסתכלות רגולטורית רוחבית ועל שורה ארוכה של מיזמים קיימים ופוטנציאליים שהיו עלולים להמשיך בפעילות של מסחר אלגוריתמי ללא הפרעה, תוך סיכונים כבדים ביותר למשקיעים.

73. הרשות תטען ששגה בית המשפט עת לא התחשב כלל בפרק הזמן הנדרש להכנת בקשה לצו מניעה, ושלל, כלאחר יד ממש, את הצורך לעבות אותה, ואת הצורך של הרשות להתמודד עם השאלות המורכבות שהסוגיה עוררה. ובכלל אלו:



השאלה האם מכשיר מסוג Rolling Spot נכלל בהגדרה של "חוזה עתידי" ממנה נגזרת תחולת חוק הייעוץ בענייננו, והשאלה הרחבה הקשורה לכך - ההבחנה בין מוצרי Spot ומוצרי Future. יצוין כי שאלה זו נבחנה גם בארה"ב שם לא התקבלה עמדת הרשות המפקחת ונדרש תיקון חקיקה בנדון; השאלה כיצד תוכל חברה המבקשת לבצע את הפעילות תחת רישיון ניהול תיקים לעמוד בהוראות סעיף 22(3) לחוק הייעוץ, הקובע שעל מנהל התיקים לנהל את כספי הלקוח בחשבון בתאגיד בנקאי או בחבר בורסה, בעוד שבזירות סוחר מנוהלים הכספים בחשבון הזירה; השאלה מתי פעילות של מסחר אלגוריתמי מהווה ניהול תיקים (שהיה אסור ללא רישיון) ומתי היא אינה עולה כדי ניהול תיקים אלא מהווה מסחר עצמאי וחלק מפעילות זירת סוחר (שהיתה מותרת באותה העת ללא רישיון). שאלה זו מחייבת בחינה והכרעה לגבי מאפייני פעילות רבים אפשריים המשתנים ממקרה למקרה (ביטוי למורכבות בהקשר זה ניתן לראות גם בהחלטות בית המשפט המחוזי בעניין חברת יו אס ג'י: עת"מ 56856-01-16 יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ נ' רשות לניירות ערך (פורסם בנבו, 14.4.2016), ות"צ 47119-12-15 אפרימוב נ' יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ (פורסם בנבו, 24.6.2019)); והשאלה כיצד ניתן לבצע פעילות של מסחר אלגוריתמי תחת המסגרת החוקית של ניהול תיקים.

74. הרשות טענה בהרחבה, לרבות מפי היועץ המשפטי של הרשות, כי לעת ההערכות להגשת הבקשה לצו מניעה, ובהתייעצות עם הפרקליטות, עלה הצורך לעבות את הבקשה מבחינה עובדתית, כלכלית ומשפטית, וכי בהתאם הרשות אכן נדרשה לדברים, בין היתר ערכה בדיקות כלכליות ומשפטיות מורכבות בדבר המוצרים הספציפיים שנטען שנעשה בהם שימוש על ידי יוטריווד במסגרת ההשקעות שבוצעו עבור לקוחותיה. הרשות הוסיפה ופירטה בהרחבה, את התגברות התופעה של השקעות לא מפוקחות, את העדר הסדרה לפעילות של זירות סוחר, ואת השלכות פעילות לא מפוקחת זו על התיק שבנדון. הרשות הוסיפה והסבירה שיוטריווד היתה המקרה הראשון במסגרת בדיקה רוחבית שנעשתה למספר רב של זירות סוחר שבהן נצפתה הפעילות החדשנית של מסחר אלגוריתמי, ושבמסגרת בדיקה רוחבית זו אף התעוררו שאלות שלא נדונו עובר לקבלת ההחלטה בעניין יוטריווד (וזאת בנוסף לטענות שדרשו העמקה נוספת גם בשאלות שהתעוררו לפניהם). הרשות טענה מפורשות שמורכבות רבה זו היא שעמדה ביסוד "התקופה הרביעית". הרשות תפנה, בין היתר, לדברים הבאים:

"ש: למה חיכיתם להוציא צו מניעה עד לחודש דצמבר 15?"

העד: בעצם במאי ויוני 2015 אנחנו ביצענו פעולות שהעלו אינדיקציות שיוטריווד ממשיכה לבצע את הפעילות שאנחנו הורינו לה להפסיק. התחלנו לעבוד על בקשת צו מניעה. הכנו את החומרים לצו המניעה והתייעצנו עם הפרקליט שאמור ללוות אותנו בתיק. הוא אמר, התיק שלכם חלש, אתם עומדים להפסיד בבית המשפט ואתם צריכים לעבות אותו גם מבחינה משפטית וגם מבחינה כלכלית. אנחנו עשינו את שני הדברים האלה. גם עיינו את חוות הדעת המשפטית וגם את הכלכלית. במקביל, יוטריווד לא היתה המקרה היחיד, היא היתה אולי המקרה הראשון, אבל אחר כך אנחנו התחלנו לפנות לשורה של זירות סוחר שביצעו פעילות נוספת של אלגו טרידינג, והן העלו טענות חדשות, שיוטריווד לא העלתה. יוטריווד הרי התמקדה בשאלה, האם מכשיר של רולינג ספוט הוא חוזה עתידי או לא? שאלה לא פשוטה בפני עצמה, אבל הזירות שפנינו אליהן אחר כך העלו הרבה שאלות נוספות... הזירות האלו העלו טענות כלליות, שנוגעות לאכיפה בררנית וכפיית דין לפני שההסדרה החלה ולכך שבחו"ל מקובל שזירות סוחר

מבצעות פעילות אלגו טריידינג. גם הם העלו סוגיה משמעותית, שנוגעת לעצם הפעילות, וזו השאלה מתי פעילות של אלגו טריידינג מהווה פעילות של ניהול תיקים ומתי מהווה פעילות של זירת סוחר" (בעמ' 106-105 לפרוטוקול).

75. דבריה וטענותיה המשמעותיות והמפורשות של הרשות בעניין מרכזי זה לא קיבלו התייחסות בהכרעת בית משפט קמא הנכבד ביחס ל"תקופה הרביעית", למעט אמירה, בכל הכבוד שטחית ולא מנומקת, לפיה מעדות היועץ המשפטי של הרשות עלה שעיבוי הבקשה נבע מממצאי הביקורת שנערכה במשרדי יוטרדינג בחודש דצמבר 2015 וכי "לא נטען וגם לא הוכח כי טענות של גופים אחרים שעסקו באלגו-טריידינג עוררו אצל הרשות ספקות ביחס לעמדתה בהחלטה ממרץ 2015 לפיה פעילותה של יוטרדינג נכנסת להגדרה של "ניהול תיקים" (בסעיף 57).

76. הרשות טענה שלא ברור כיצד הסיק כך בית משפט קמא הנכבד כאשר היועץ המשפטי העיד, בכתב ובע"פ, שהצורך בעיבוי הבקשה עלה חודשים קודם, ללא כל קשר לממצאי הביקורת. כפי שהעיד היועץ המשפטי - לא ממצאי הביקורת הולידו את הצורך לעבות את הבקשה, אלא להיפך: הצורך בעיבוי הבקשה והמורכבות בה נתקלה הרשות בהכנתה, הוא שהוליד - לאחר שהרשות ערכה בדיקות עובדתיות, כלכליות ומשפטיות שונות ומצאה שאין בהן די - את ההחלטה על הפעולה המורכבת של עריכת ביקורת בגוף לא מפוקח. מוקשית לא פחות לטעמנו קביעת בית משפט קמא הנכבד לפיה "לא נטען", עת היועץ המשפטי פירט הדברים בעדותו, לרבות ביחס לשאלה שנשאל בעניין, והדברים נטענו מפורשות אף בסיכומי הרשות. שגגות אלו של בית משפט קמא הנכבד בולטות ומזדקרות על פני הדברים ממש, ואף מלמדות, בכל הכבוד הראוי, כי בית משפט קמא הנכבד בחן את הדברים באופן המנותק מהקשרם בזמן אמת. הרשות תוסיף ותטען, מעבר לכלל האמור, שבניגוד לעולה מדברי בית משפט קמא הנכבד, הרי שנטל ההוכחה גם כלל אינו מצוי על כתפיה.

77. הרשות טענה, בין היתר, שבית משפט קמא הנכבד, שציין כי "שאלת סיווג פעילותה של יוטרדינג היא אכן מורכבת" (בסעיף 57), לא נתן משקל במסגרת הכרעתו ביחס לתקופה הרביעית למורכבות הרבה בה היו כרוכים הדברים בזמן אמת. הרשות טענה שביטוי למורכבות הסוגיה ניתן לראות, מעבר לכלל האמור לעיל, גם בהליך המשפטי בעת"מ 56856-01-16 יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ נ' רשות לניירות ערך (פורסם בנבו, 14.4.2016) להלן: "עניין יו אס ג'י" - עתירתה של חברה שהגישה בקשה לקבל רישיון זירת סוחר, המשיכה לפעול לנוכח הוראת המעבר, והרשות הורתה לה ביום 19.1.2016 לחזול מפעילות המסחר האלגוריתמי שביצעה. החברה עתרה נגד החלטת הרשות, וטענה בין היתר שמסחר אלגוריתמי קיים ברוב זירות הסוחר, שלא קיים איסור על מסחר כזה, ושלהרשות אין הסמכה לאסרו. בהחלטתו מיום 14.4.2016 בבקשת החברה למתן סעד זמני שיאפשר לה להמשיך ולפעול, ושלא קיבלה את עמדת הרשות במלואה, ציין בית המשפט הנכבד 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." בית

המשפט הורה על מתן סעד זמני בתנאים (שחלקם הושגו בהסכמת הצדדים). יצוין כי החלטה זו היתה ההחלטה השיפוטית הראשונה בישראל שכללה התייחסות לפעילות של מסחר אלגוריתמי בהקשר שבנדון.

78. החלטה זו של בית המשפט, שניתנה חודשים לאחר ציר הזמן בענייננו, לרבות לאחר התקופה הרביעית, מבטאת את המורכבות הרבה של הסוגיות שעמדו על המדוכה, ומלמדת היטב שהערכתה המקצועית של הרשות בזמן הטיפול בעניינה של יוטריו, שגובשה גם תוך היוועצות בפרקליטות, ולפיה בטרם פניה לבית המשפט נדרש לעבות את הבקשה לצו מניעה - בקשה שהנטל בעניינה אף מונח על כתפי הרשות, היתה החלטה מקצועית, שקולה, ראויה ונכונה, ובוודאי סבירה, שלא נפל בה כל פגם, כל שכן התרשלות.

79. הרשות תוסיף ותטען כי כאמור הסוגיה המורכבת שעניינה קביעה מתי מסחר אלגוריתמי בזירות סוחר מהווה פעילות של ניהול תיקים, למעשה הוכרעה על ידיה רוחבית תוך פרסום כללים ברורים, רק חודשים לאחר מכן. כך, בהמשך להחלטת בית המשפט בעניין יו אס ג'י, ועל בסיס הניסיון שנצבר בבדיקות של גופים שהציעו מסחר אלגוריתמי ובהליך הרישוי של זירות הסוחר שהיה כבר בעיצומו, פרסמה הרשות בחודש ספטמבר 2016 עמדה משפטית מפורטת שעניינה "הצעת שירותי מסחר באמצעות אלגוריתם בזירת סוחר". בעמדה זו פורטו התנאים שבהתקיימם סגל הרשות לא יראה פעילות של מסחר אלגוריתמי כפעילות ניהול תיקים או ייעוץ השקעות, אלא כפעילות של זירת סוחר הפועלת כדין. בסמוך לפני פרסום עמדה זו ולאחר עבודה רבה, פרסמה הרשות בחודש אוגוסט 2016 הוראה מפורטת לבעלי רישיון שעניינה "מתן שירותים תוך שימוש באמצעים טכנולוגיים". הוראה זו פירטה לראשונה כיצד יכול ונדרש מנהל תיקים המבקש לבצע פעילות של מסחר אלגוריתמי לעשות כן.

80. בית משפט קמא הנכבד ציין בהקשר זה כי "הרשות ממילא הכריעה בשאלה זו רק בסוף 2016... כלומר לאחר שהיא הגישה את הבקשה לצו המניעה כנגד יוטריו. לכן לא נראה שרצונה של הרשות לבחון את הסיווג הנכון לפעילותה של יוטריו במסחר אלגוריתמי הוא שמנע ממנה לפעול ולהגיש את הבקשה לצו מניעה במקום יותר" (בסעיף 57). ואולם, כאמור, ואין על כך כל מחלוקת - ממצאי הביקורת בעניינה של יוטריו לימדו כי העניין המרכזי בפעילותה אינו הפרת חוק הייעוץ, אלא גניבה ממש. הבקשה למתן צו מניעה הוגשה לאור ממצאי הביקורת החמורים, אשר הסיטו את מרכז הכובד של התיק מהפרת חוק הייעוץ, לעבירות של גניבת כספי משקיעים, אשר אף שינו דרסטית את חומרת התיק, ולימדו שכספי משקיעים מצויים בסכנה מוחשית ומיידית. משום כך נקטה הרשות פעולת אכיפה בעקבות ממצאי הביקורת כבר בחודש דצמבר 2015, על אף שהטיפול בתופעת המסחר האלגוריתמי נמשך עד לקראת שלהי שנת 2016.

זאת ועוד, ומבלי לפגוע באמור - קביעה זו של בית משפט קמא הנכבד מבטאת, ובכל הכבוד הראוי, הסתכלות דיכוטומית ופשטנית שאינה הולמת את הסוגיה הנדונה. העובדה שהרשות הסדירה את התחום באופן רחבי רק חודשים לאחר מכן אינה מלמדת, כפי שלכאורה עולה מדבריו של בית משפט קמא הנכבד, כי עד אז פעלה הרשות במנותק מן המורכבות הרבה של הסוגיה ובהתעלם ממנה. ההיפך הגמור - העובדה שהרשות בחנה מקרים נוספים ונדרשה

לשאלות שונות שהתעוררו, מלמדת עד כמה מורכבים היו הדברים בזמן אמת. התגבשות התובנות בעניין מטבעה אינה בגדר עניין נקודתי, אלא בגדר תהליך רב ממדי מורכב.

81. הרשות תטען שקביעותיו של בית משפט קמא הנכבד עומדות אף בסתירה לקביעתו החשובה לפיה: "התנהלות תקינה של רשות מנהלית מחייבת כי הרשות תשוב ותיבחן את עמדותיה כאשר מתעוררים ספקות ביחס אליהן" (בסעיף 57). כך בדיוק התנהלה הרשות בענייננו, וטוב עשתה. הרשות תטען שהכרעת בית משפט קמא הנכבד משמעה הנורמטיבי והמעשי הוא שמשרשות מקבלת החלטה ביחס לגוף, עליה לדבוק בהחלטתה זו ויהי מה, ואף לנקוט, ובאופן מייד, בכלים אכיפתיים לא הפיכים על מנת לוודא שהחלטתה מתבצעת בפועל. זאת, גם אם מתעוררות אצלה שאלות ואם לפי מיטב הערכתה המקצועית ושיקול דעתה האכיפתי נדרשת העמקה של התובנות, ועיבוי התשתית העובדתית, הכלכלית והמשפטית העומדת ביסוד הדברים בטרם נקיטת פעולת אכיפה. ברי כי לא כך הוא, וביתר שאת אמורים הדברים ביחס לסוגיה תקדימית מורכבת.

82. הרשות תוסיף ותטען שבית משפט קמא הנכבד שגה בהתנהגות הרשלנית שייחס לרשות. בית משפט קמא קבע שהתשלול הרשות היא בכך שלא פעלה מוקדם מספיק לברר את החשדות לפיהם יוטרייד לא חדלה מפעילותה המפרה: "מחודש יוני 2015 ועד לביקורת שביצעה הרשות בחודש דצמבר 2015, לא פנתה הרשות ליוטרייד ולא פעלה בכל דרך אחרת כדי לברר האם יוטרייד עומדת בהתחייבותה אם לאו" (בסעיף 47). ואולם, הרשות הצהירה באופן מפורש וברור, שלאור חשדות שהצטברו אצלה, היא ביצעה אף ביצעה פעולות יזומות בעניין, כדי לבדוק את החשש לפיו יוטרייד אינה עומדת בהתחייבותה: "חרף מצגיה של יוטרייד, התעוררו חשדות כי היא אינה פועלת כפי שהתחייבה, והיא ממשיכה לגייס לקוחות לפעילות המפרה. הרשות נקטה מספר פעולות אשר איששו את החשש לפיו יוטרייד לא עומדת בהתחייבויות שלקחה על עצמה..." (סעיף 70 לתצהיר היועץ המשפטי של הרשות); "...במאי ויוני 2015 אנחנו ביצענו פעולות שהעלו אינדיקציות שיוטרייד ממשיכה לבצע את הפעילות שאנחנו הורינו לה להפסיק. התחלנו לעבוד על בקשת צו מניעה..." (בעמ' 105 לפרוטוקול).

דומה כי דברים מפורשים אלו נעלמו כליל מעיניו של בית משפט קמא הנכבד בקביעתו בעניין יסודי זה של מרכיב ההתנהגות הרשלנית שייחס לרשות, שעליו מתבסס למעשה פסק הדין כולו. הרשות ביצעה אף ביצעה, כבר בחודשים מאי ויוני 2015, את הפעולה שבית משפט קמא הנכבד קבע שהיה עליה לבצע ביום 1.7.2015.

83. טעות זו גררה אחריה, בין היתר, גם טעות ברורה בניתוח בדבר עלות מניעת הנזק וכתוצאה מכך בניתוח סבירות התנהגות הרשות. בית משפט קמא קבע, והדגיש, שכל שנדרש מהרשות בעניין היה לנקוט פעולה "פשוטה וזולה" לברר האם יוטרייד עומדת בהתחייבותה: "הפעולה שהרשות היתה יכולה לנקוט בה כדי למנוע את הנזק שנגרם לתובעים היא פעולה פשוטה וזולה שאינה דורשת שימוש במשאבים רבים ויקרים. כך, כאמור, משהצטבר אצל הרשות די מידע שביסס אצל הרשות את החשד שיוטרייד ממשיכה להפר את הוראת הדין, היא היתה יכולה להסתפק בבדיקה קצרה (אפילו כזו שאינה כרוכה בביקור פיזי במשרדי יוטרייד, אלא בשיחה טלפונית ליוטרייד תוך ברור האם ניתן היא ממשיכה [כך במקור] לספק את שירותי ניהול התיקים)" (בסעיף 59). הרשות

תטען שהחלטה אם ומתי לברר אם גוף לא מפוקח עומד בהתחייבותו להפסיק פעילות מסוימת נמצאת במתחם שיקול דעתה האכיפתי, אך ממילא הרשות דווקא ביצעה, כאמור, פעולות בירור כבר בחודשים מאי ויוני 2015, ובניגוד לקביעת בית משפט קמא לא התמהמהה בביצוען עד לחודש דצמבר 2015. ואולם, בפעולות אלה לא היה די להערכת הרשות והפרקליטות כדי להגיש בקשת צו מניעה ולהצליח בה (לו אלו היו פני הדברים, הרשות גם לא היתה מחליטה בסופו של דבר על קיום הפעולה המורכבת של ביקורת בגוף לא מפוקח, אלא מגישה את צו המניעה על בסיס המידע שכבר היה לה). הפעולה שהרשות נדרשה לבצע לשם הגשת הבקשה לצו מניעה, לפי ההערכה המקצועית של היועץ המשפטי של הרשות והפרקליטות, לא היתה פעולה "פשוטה וזולה", אלא פעולות מורכבות של הערכות להליך משפטי ביחס לסוגיה תקדימית שעוררה שאלות רוחביות משמעותיות, פעולות שמטבען דורשות משאבים מקצועיים משמעותיים, ושאינן בגדר פעולה נקודתית.

84. **הרשות תוסיף ותטען מעבר לאמור, כי החלת מבחן של עלות מניעת הנזק אל מול תוחלת הנזק, אינו**

**הולם, כמבחן יחיד ובאופן הפשטני שבו הוא הוחל על ידי בית משפט קמא הנכבד,**

**פעילויות פיקוח ואכיפה בשוק ההון. הרשות תטען בהקשר זה, בין היתר, כי החלה פשטנית של מבחן זה תביא**

**להתקיימותו למעשה כמעט בכל מקרה שבו נגרם למשקיעים הפסד כספי משמעותי, ועל כן הדבר מוביל**

**לתוצאה בלתי סבירה. התחום הפיננסי מתאפיין בהיקפי כספים גדולים ביותר המושקעים בפעילות שבאופן**

**מובנה כוללת בחובה הפסדים גדולים ביותר, וכמעט בכל מקרה של כשל, ניתן יהיה להצביע בדיעבד על פעולה פשוטה**

**וזולה באופן יחסי שבאמצעותה ניתן היה לכאורה למנוע הפסד כספי גדול יותר. הרשות תטען, בין היתר, שככל שנעשה**

**שימוש במבחן האמור, בוודאי שמשמעותה של "עלות מניעת הנזק" אינה רק העלות התקציבית של הפעולה המבודדת,**

**אלא יש להביא בחשבון משתנים רבים נוספים, ובוודאי שיש להחיל את המבחן במשקפי זמן האמת, בכלל זה לאור**

**המידע המצוי בידי הרשות אותה עת, ובשים לב למשימותיה הרבות הנוספות של הרשות הדורשות תעדוף מתמיד.**

85. **הרשות תוסיף ותטען ששגה בית משפט קמא הנכבד עת דחה, הלכה למעשה על הסף, את**

**השיקולים המהותיים בדבר סדרי עדיפויות והמשאבים המוגבלים של הרשות. בית**

**משפט קמא קבע בהקשר זה כי "היה על הרשות להבהיר ולו ברמת הפשטה כללית, מה היו אותן**

**משימות ומדוע אותו תעדוף מנע ממנה לטפל במשימה שגם לשיטתה דרשה טיפול", זאת כאשר הפעולה**

**שהרשות היתה יכולה לנקוט בה כדי למנוע את הנזק שנגרם לתובעים היא פעולה פשוטה וזולה שאינה דורשת**

**שימוש במשאבים רבים ויקרים". (בסעיפים 58-59). הרשות פירטה הבברה רבה את מגבלת**

**המשאבים המהותית והמובנית שלה, את היקפי ההשקעה בגופים המפוקחים על ידה ומספרם**

הגדול, את היקף פעילות הפיקוח והאכיפה, את העובדה נוכח ש האמור ומטבע הדברים פעילות היא מדגמית בלבד, גם ביחס אלפיל הגופים המפוקחים על ידה, קל וחומר לגופים שאינם מפוקחים על ידה, את הצורך המובנה בתעדוף מתמיד של המשימות החשובות והבלתי נגמרות שעל שולחנה, את העובדה חרף זאת היא השקיעה זמן ומשאבים חסרי תקדים לטיפול בהשקעות הלא מפוקחות, בכלל זה השקיעה משאבים רבים בטיפול רוחבי בפעילות החדשנית המורכבת של מסחר אלגוריתמי ואת תהת קדימיו שבה סדרתה את התחום. בכל הכבוד, ומעבר לכך שמגבלת המשאבים היא בגדר דבר מובנה, הרשות הבהירה הדברים ברמת פירוט הרבה יותר מכללית, שאף לא נסתרה בדבר על ידי המשיבים, ובוודאי לא היה כל מקום לדחות טענות כבדות משקל אלו, על הסף ממש. הרשות תטען שגם בעניין מהותי ויסודי זה סטה בית משפט קמא הנכבד מהלכותיו של בית משפט נכבד זה. זאת ועוד, וכמוסבר לעיל, הפעולה שהרשות נדרשה לנקוט כדי למנוע את נזקם של המשיבים כלל אינה "פעולה פשוטה וזולה".

86. מבלי לפגוע באמור לעיל, הרשות תוסיף ותטען ששגה בית משפט קמא הנכבד עת ייחס את התרשלות הרשות ליום 1.7.2015. בית המשפט הנכבד קבע: "אילו הייתה הרשות פועלת במועד מוקדם יותר, והייתה מוודאת כי יוטרייד ממשיכה בפעילותה האסורה – היא הייתה יכולה לפנות לבית-המשפט בבקשה לצו מניעה במועד מוקדם יותר. כפי שציינתי – כדי לוודא שיוטרייד ממשיכה בפעילות לא נדרשה הרשות בהכרח לבצע ביקורת במשרדי יוטרייד. יחד עם זאת, אילו הייתה הרשות מבצעת ביקורת כזו במועד מוקדם יותר, היא הייתה מגלה כבר אז את מה שהתגלה בסופו של דבר בביקורת מחודש דצמבר 2015, אודות הפעילות התרמיתית של יוטרייד... אני קובעת כי הרשות התרשלה כאשר לא וידאה החל מיום 1.7.2015 כי יוטרייד חדלה מלפעול... במועד זה או בסמוך מאוד לאחריו יכלה הרשות להגיש בקשה לצו מניעה כפי שעשתה בסופו של דבר בחודש דצמבר 2015, כ-6 ימים לאחר הביקורת" (בסעיף 51). הרשות תטען, בכל הכבוד, שקביעה זו ניתנה מתוך חכמה שבדיעבד, שכן טרם הביקורת הרי לא היה ידוע על הממצאים החמורים ביותר שיעלו בה, ממצאים שהעבירו את מרכז הכובד של העניין לפעילות תרמיתית חמורה, וששינוי לחלוטין את חומרת התיק ובהתאם את טיפולה של הרשות בתיק. זאת ועוד – בית משפט קמא הנכבד קבע מחד גיסא, שהרשות יכולה היתה להגיש את הבקשה לצו מניעה ללא עריכת ביקורת, ואולם, מאידך גיסא, לוח הזמנים שקבע לעניין זה, הוא לוח הזמנים המידי שבו פעלה הרשות לאחר שעלו הממצאים החמורים ששינו את פני התיק לחלוטין, ולאחר שהרשות נערכה כבר בחודשים שקדמו לכך להגשת בקשת צו מניעה. ברי כי האופן המידי והדחוף שבו הרשות מצאה לפעול לאחר שהשתנתה חומרתו של התיק באופן דרסטי, ובכלל זה עלתה מוחשיותם המיידית של הסיכונים לכספי המשקיעים (ולאחר שהרשות נערכה בחודשים שקדמו לכך להגשת הבקשה לצו המניעה), אינו האופן שבו ניתן לדרוש מן הרשות לפעול עת המידע שבידיה הוא שונה בתכלית השינוי.

87. **שגה בית משפט קמא הנכבד בקביעתו לפיה היתה על הרשות חובה לפרסם אזהרה לציבור בדבר העובדה שיוטריוּד מפרה את הוראות חוק הייעוץ, בסוף חודש מאי 2015.**

88. הרשות תטען כי בהחלטתו זו, קבע למעשה בית משפט קמא הנכבד כי מדיניות מנומקת של רשות ניירות ערך, לפרסם אזהרות כלליות למשקיעים בדבר הסיכונים הגלומים בהשקעות לא מפוקחות ולהימנע מפרסום אזהרות ספציפיות בדבר פעילויות לא מפוקחות הנבדקות על ידה, היא בלתי סבירה. על כך החליט בית משפט קמא הנכבד מבלי לדון, כל שכן באופן הנדרש, בשיקולים שהציגה הרשות לפניו. הרשות תסביר להלן את ההבחנה העקרונית בין פרסום אזהרות כלליות ואזהרות פרטניות, ותעמוד על עיקרי מדיניותה בעניין;

89. **אזהרה כללית מהווה חלק בפעילות ענפה שמקיימת הרשות בתחום החינוך הפיננסי.** בהקשר של השקעות לא מפוקחות נשענה פעילות זו על התובנה שהדרך להימנע כליל מאבדן כספים ותרמיות בהשקעות לא מפוקחות היא אחת - להימנע מכניסה להשקעות אלה. סיבה נוספת לפרסום האזהרות נבעה מכך שלרשות אין כל אפשרות לאכוף את הדין מול כל, ואף לא מול מקצת, הגופים הלא מפוקחים. פרסום אזהרות כלליות היווה אם כן אפשרות פעולה מתבקשת וסבירה. לכן, עם זיהוי ההתגברות בתופעת ההשקעות הלא מפוקחות יצאה הרשות בשורת אזהרות מפני ההשקעה בגופים לא מפוקחים למיניהם והשקיעה מאמצים רבים בהגברת המודעות לסיכונים הכרוכים בכך. לעתים אזהרות אלה היו ביחס לכל סוגי ההשקעות הלא מפוקחות, ולעתים הן היו ספציפיות ביחס לסוג מסוים של השקעות לא מפוקחות (זירות סוחר לדוגמה).

90. **אזהרה ספציפית, לעומת זאת, היא אזהרה קונקרטית בעניינה של גוף מסוים.** מדובר בכלי אשר אינו נזכר בדין מפורשות, זאת בשונה משורת כלי אכיפה ופיקוח שונים המנויים בדין, ומדיניותה העקבית של הרשות, לפיה נהגה הרשות לאורך שנים בהן נבדקו על ידה מקרים רבים, היתה ככלל שלא לפעול בדרך זו, לרבות נוכח הנימוקים הבאים:

א. חשש מפגיעה לא פרופורציונלית במשקיעים ובמיזם - כך למשל פרסום אזהרה לגבי פעילות מסוימת עלול לגרום משיכות כספים שהן עצמן יובילו לקריסת הגוף. ניסיון להיענות למשיכות הכספים יהיה כרוך בדרך כלל במימוש נכסים במחירי הפסד, באופן שיפגע במשקיעים, וכך גם קריסת הגוף באופן לא מבוקר צפויה לפגוע במשקיעים הנשענים על פעילותו. או למשל, פרסום אזהרה לגבי פעילות מסוימת של גוף לא מפוקח עלול לגרום השפעה גם על פעילות אחרת שלו שאינה מפרה את הדין, וזאת גם אם האזהרה עצמה מבהירה שהיא מתייחסת רק לפעילות מסוימת של הגוף. בהינתן שפרסום אזהרה לציבור מפני גוף מסוים, עשוי להוביל לנזק בלתי הפיך לגוף, פעולה בדרך זו עשויה אף לשלול בפועל מן הגוף את האפשרות לפנות לבית המשפט נגד החלטת הרשות.

ב. חשש כי המידע שיתפרסם לא ישקף את הסיכון האמתי למשקיעים - בדיקות הרשות עוסקות רק בשאלת הפרת דיני ניירות ערך ומסקנה בעניין זה אינה משקפת בהכרח את הסיכון הנובע למשקיעים מהמיזם. סיכון זה נגזר משלל

גורמים ובהם סוג הפעילות, מאפייניה והתנהלות המיזם. בנוסף, המידע שהרשות מסתמכת עליו מתקבל בעיקרו מהמיזם עצמו עלול להיות חלקי או לא נכון.

- ג. סיכון פעולות אכיפה עתידיות - פרסום אזהרה בעניינו של גוף ספציפי צפוי לסכן באופן מוחשי פעולות אכיפה עתידיות, שכן הגוף שהאזהרה ניתנה בעניינו יהיה מודע לכך שפעולות אכיפה צפויות להינקט לגביו ויתנהל בהתאם. בין היתר עשויים הגורמים הרלוונטיים להערך להקירה עתידית, להשמיד ראיות, להבריח נכסים או להימלט.
- ד. חשש כי הפרסום לא ישיג את מטרותיו, בהיותו אמצעי בעייתי שעלול לפתוח קשת תרחישים שונים ובלתי צפויים - בניגוד לתפיסה פשטנית לפיה פרסום אזהרה פרטנית ישיג הגנה אופטימלית של המשקיעים, בפועל מדובר באמצעי בעייתי ביותר, שכן הפרסום אינו עומד בפני עצמו. הוא עשוי לגרור התייחסויות שונות בכלי התקשורת, לעתים תוך הצגת מסרים הפוכים, הוא עשוי לגרור תגובות ספציפיות של המיזם למשקיעים במסגרתן יועברו מסרים הפוכים, והוא עשוי להעלות שאלות רבות לגבי התנהלות ההמשך. כך, לדוגמה, האם תידרש הרשות לעדכן את הפרסום מקום בו מיזם הודיע לה ששינה את פעילותו? כיצד תוכל לדעת הרשות אם הצהרתו בנדון נכונה? האם תידרש הרשות לעדכן מקום בו נודע לה על מידע חדש (לדוגמה כי יש ביחס לאותו מיזם חשדות שלא היו ידועים במועד הפרסום)?

ה. הנחת תקינות בדבר מיזמים שהרשות לא פרסמה בעניינם ושימוש לרעה של מיזמים בפרסומים - הציבור עלול להסיק מפרסומי הרשות כי השקעות לא מפקחות אחרות שלא היה פרסום בעניינן הן לגיטימיות. זאת ועוד, מיזמים עלולים לעשות שימוש לרעה בפרסומים, ולציין בפני לקוחותיהם כי הרשות בדקה אותם ולא פרסמה כי פעילותם בעייתית, ומכאן שהיא תקינה.

ו. חשש לפגיעה בשיתוף הפעולה מצד מיזמים - העבודה מול גופים לא מפקחים נשענת במקרים רבים על המידע המתקבל מהם, על קיומו של שיח עימם בנוגע למאפייני הפעילות, ועל ביצוע שינוי על ידם במאפייני הפעילות במידת הצורך. פרסום אזהרות עלול לפגוע בכל אלה.

ז. הוראות דין שונות העשויות להגביל פרסום מידע - כך, עיקר המידע המתקבל ברשות ניירות ערך מגופים הנבדקים על ידה, כפוף לחובת סודיות מחמירה מכוח סעיף 56 לחוק, ומכך נגזרות מגבלות לגבי המידע שרשאית הרשות לפרסם על פי דין. בנוסף כפופה הרשות להוראות הדין הכללי.

## 91. תפיסתה ומדיניותה של הרשות בעניין נשענת, אם כן, על נימוקים כבדי משקל ובוודאי

**שהיא נטועה היטב במתחם הסבירות.** מדובר במדיניות עקבית לאורך השנים בהן נבדקו על ידי הרשות עשרות מיזמים של השקעות לא מפקחות. בית משפט קמא הנכבד פטר האמור בכך שפעולת הרשות בהתאם למדיניות שלה אינה מלמדת בהכרח שהרשות לא חרגה מסטנדרט התנהגות סבירה. ואולם הנמקה זו, בכל הכבוד, אינה מתמודדות עם כובד משקלה של הסוגיה, עם נימוקיה המשמעותיים של המדיניות, ועם כך שהמדיניות גובשה ונבחנה לאור עשרות מקרים.



92. **החלטתו של בית משפט קמא הנכבד אף אינה נותנת את המקום הנדרש וההכרחי לניסיונה הרב והמצטבר של הרשות ולמרחב שיקול דעתה הרגולטורי והאכיפתי.** מקל וחומר וביתר שאת אמורים הדברים ביחס לכלי הנדון, שכן כאשר הרשות חושדת שגוף מבצע פעולות המפרות את דיני ניירות ערך, בידיה כלי אכיפה שונים המגויים בחוק. השאלה האם לצורך הגשמת תפקידה בשמירת ענייניו של ציבור המשקיעים, על הרשות לנקוט בכלי נוסף, שלא נזכר בדין מפורשות, כלי אשר עשוי לעורר קשת שאלות וקשיים, היא בוודאי עניין אשר מצוי בלב ליבו של שיקול הדעת האכיפתי הנתון לה, ובוודאי שאם הרשות לא מצאה לנקוט בו, אין הדבר בגדר התרשלות. יצוין כי בית משפט קמא הנכבד הפנה בהקשר זה בפסק דינו לסעיף 9ב לחוק ניירות ערך הקובע ש"הרשות תפרסם את החלטותיה שלדעתה יש בהן חשיבות עקרונית". ואולם מדובר בסעיף כללי המכוון לדוגמה לפרסום החלטות בעלות משמעות רוחב בדבר פרשנות משפטית או חשבונאית של הרשות הרלוונטית לשורה של גופים מפקחים, וגם ביחס לכך הוא מקנה לרשות שיקול דעת בהכרעה מהן ההחלטות הטעונות פרסום.

הרשות תוסיף, כי עמדתה בעניין עולה בקנה אחד ונתמכת גם באמור בפסק הדין בעניין לרנר.

93. בית משפט קמא הנכבד הסתמך בפסק דינו גם על כך שהרשות מצאה לפרסם בעבר במקרים מסוימים אזהרות מפני גופים ספציפיים. ואולם, הרשות הסבירה שפרסומים ספציפיים ביחס להשקעות לא מפוקחות נעשו על ידה בעבר כשהיה הליך משפטי באותו עניין והוא התפרסם ממילא או שנפתחו פעולות אכיפה שפרסומן ממילא הביא לידיעת הציבור את ענייניו של הגוף הנחקר. כך היה בעניינה של קרן קלע, אחד משני המקרים אליהם מתייחס פסק דינו של בית משפט קמא. בעניין זה פרסמה הרשות אזהרה לאחר שנפתחה חקירה פלילית, שדבר פתיחתה פורסם והיה פומבי ממילא, ונמצאו ראיות משמעותיות לפעילות לא חוקית, וכן להמשך פעילות זו לאחר פתיחת החקירה הפלילית ולאחר שנאסר על קרן קלע, במסגרת הליכי שחרור בערובה לבצע את הפעילות שבגינה הוצאה לאחר מכן האזהרה. בעניין פיירטרייד, המקרה השני אליו מתייחס פסק הדין, פרסמה הרשות אזהרה בתגובה לפרסומיה הפומביים בכלי התקשורת של פיירטרייד מהם ניתן היה ללמוד שפעולתה, בעניין שאיסור עליו נכנס לתוקפו, אושרה על ידי הרשות ונתונה לפיקוחה. הפרסום נועד להפריך רושם מוטעה שעלול היה להתקבל מפרסומים פומביים פוזיטיביים של החברה בדבר אישור הרשות לפעולתה ופיקוחה עליה.

מקרים אלו, אך מעידים עד כמה ראויה, ובוודאי סבירה, התנהלותה של הרשות בעניין פרסום אזהרות לציבור ביחס לגוף מסוים. הרשות מפעילה את שיקול דעתה המקצועי, הרגולטורי והאכיפתי, על בסיס ניסיונה הרב והמצטבר, ומביאה בחשבון את כלל השיקולים הרלוונטים לעניין.

94. **קביעת בית משפט קמא הנכבד בדבר חובת פרסום אזהרה ביחס לגוף ספציפי, היא, אפוא, קביעה מרחיקת לכת ביותר.** השלכותיה של קביעה זו עשויות אף להיות רלוונטיות לכאורה למקרים רבים נוספים, ואף לגבי רשויות מנהליות ורשויות אכיפה נוספות ורבות.

95. נוכח כלל האמור, הרשות תטען כי דומה שבית משפט קמא הנכבד, בכל הכבוד הראוי, דן בעניין באופן שאינו הולם את הסוגיה, לא הביא בחשבון את כלל השיקולים הרלוונטים לעניין ולא איזן ביניהם כנדרש. הרשות תטען כי פסק הדין

הותיר אותה לפני שוקת שבורה ממש, בניתוח, שבכל הכבוד, אינו הולם את הסוגיה ושאינו מעניק לה כלים להתמודד עם הקביעות והשלכותיה.

96. **הרשות תוסיף ותטען שבית משפט קמא הנכבד אף לא ייחס משקל בהקשר זה, לחלופין**

**את המשקל הנדרש, לאזהרות הכלליות שהרשות פרסמה ביחס להשקעות לא**

**מפוקחות, באופן המקצין עוד יותר את קביעתו בדבר חובת פרסום אזהרה לציבור מפני גוף**

**מסוים. הרשות תטען כי פעולתה בדרך זו היתה פעולה סבירה ושקולה:**

א. **כאמור לעיל, החל בחודש יוני 2014 החלה הרשות בפרסום אזהרות כלליות**

**ובקמפיין תקשורתי נרחב מפני השקעות לא מפוקחות. בית משפט קמא קבע בהקשר זה**

כי "הודעות כלליות המזהירות באופן כללי מהשקעות בגופים שאינם מפוקחים מבלי לנקוט בשמן של

החברות הקונקרטיות, אינן יעילות די הצורך ביחס למשקיעים לא מנוסים", וכי "הסיכון אליו נחשף מי

שמשקיע בגוף הפועל ללא רישיון מקום בו רישיון נדרש על-פי דין, הוא סיכון גבוה יותר מאשר זה שאליו

נחשף מי שמשקיע בגוף שלפעילותו לא נדרש רישיון מלכתחילה. משקיע שאינו מנוסה עלול לא להבין כי

הגוף בו הוא משקיע חייב ברישיון ולמרות זאת פועל ללא רישיון" (בסעיף 74). הרשות תטען שאזהרתה

הכללית בעניין מפני השקעות לא מפוקחות, שיוטרייד באה כמובן בגדרן, היא חד משמעית וברורה. באזהרה זו

שכותרתה היא: "רשות ניירות ערך מפרסמת אזהרה לציבור בדבר הסיכונים הכרוכים בהשקעות שאינן מפוקחות",

הזהירה הרשות ברורות מפני הסיכונים הכרוכים בהשקעות בלתי מפוקחות, תיארה את התופעה ואת הסיכונים

העודפים הכרוכים בהשקעות לא מפוקחות, לרבות אי חוקיות, חוסר יציבות פיננסית, העדר כללי ממשל תאגידי,

העדר בקרות ומנגנונים שנועדו לצמצם סיכונים, סיכוני מרמה והונאה ועוד. האזהרה מסכמת ב"שורה התחתונה"

המודגשת הבאה: "נוכח כל האמור לעיל, מבקשת רשות ניירות ערך להדגיש את חשיבות ההשקעה באמצעות

גורמים מפוקחים, ומידת הזהירות שיש לנקוט בהעברת כספים לגורמים שאינם מפוקחים. לצורך בדיקה אם

גורם מסוים מפוקח על-ידי הרשות ניתן להיעזר ברשימות המתווכים הפיננסיים והגורמים המפוקחים

**המצויות באתר הרשות."**

הרשות תטען, בין היתר, כי המסר העולה מאזהרה גורפת ומשמעותית זו, העומדת מפורשות גם על כך שבהשקעות

לא מפוקחות ישנם סיכונים מוגברים לאי חוקיות ולמרמה והונאה, הוא ברור וחד משמעי, הן למשקיעים מנוסים,

וקל וחומר למשקיעים שאינם מנוסים. עוד תטען הרשות, שההבדל שראה בית משפט קמא הנכבד בסיכונים אליהם

נחשף משקיע בגוף לא מפוקח שפעילותו טעונה רישיון ובין גוף לא מפוקח שפעילותו אינה טעונה רישיון אינו

מבוסס, ובפרט הסיכונים הכרוכים בהשקעה בזירות סוחר שפעילותן לא היתה מוסדרת אותה עת, היו דומים על

פניו לסיכונים הכרוכים בהשקעה ביוטרייד. על כן גם באזהרותיה עמדה הרשות על הסיכון בהשקעות לא מפוקחות בכלל, בין שהן טעונות רישיון ובין שאינן טעונות רישיון.

ב. בנוסף לכך הזהירה הרשות מפני פעילות זירות הסוחר שלא היתה מפוקחת, ובפרט פרסמה אזהרה לציבור ביום 2.11.2014 לפיה בניגוד לפרסומים לא מדויקים בעניין, הרי שהפיקוח על זירות סוחר טרם החל. בית משפט קמא הנכבד קבע בעניין זה כי: "אזהרה זו אינה קשורה להשקעות התובעים ביוטרייד כמנהלת תיקי השקעות, ולכן היא אינה רלוונטית להליך הנוכחי" (בסעיף 70). הרשות טענה שקביעת בית המשפט הנכבד כי אזהרה זו "אינה רלוונטית" להליך הנוכחי ממחיש גם היא כי בית משפט קמא הנכבד בחן את הדברים באופן מנותק מהקשרם בזמן אמת, שכן באותה תקופה הציעו זירות הסוחר הלא מפוקחות השקעה במוצר כזה שהוצע על ידי יוטרייד, ויוטרייד הרי טענה כי פעילותה היא רק בגדר פעילות של זירת סוחר, ומכאן שאזהרה זו ודאי היתה רלוונטית גם לאנשים השוקלים השקעה ביוטרייד.

ג. אזהרה חשובה נוספת של הרשות, שעסקה באופן מובהק בפעילותה של יוטרייד, היא האזהרה שפרסמה הרשות ביום 2.8.2015 מפני ניהול השקעות ממוחשב: "אזהרה לציבור בדבר ניהול השקעות ממוחשב ("מסחר רובוטי", "אלגו טריידינג וכו')". באזהרה זו שבה והפנתה הרשות לאזהרתה הכללית מפני השקעות לא מפוקחות, וכן הבהירה שניהול השקעות ממוחשב מחייב בד"כ רישיון ניהול תיקים. הרשות עמדה על הסכנות הכרוכות בביצוע השקעה שכזו שלא אצל בעל רישיון. בית משפט קמא הנכבד קבע שגם בהנחה שדי היה באזהרה זו, היא נעשתה רק ביום 2.8.2015, בעוד שלקביעת בית המשפט הנכבד על הרשות היה לפרסם אזהרה בעניין כחודשיים קודם לכן, בסוף חודש מאי 2015. הרשות טענה ששגה בית המשפט גם בקביעה דווקנית זו, שמנתקת אף היא את האירוע מהקשרו הכולל, ובכלל הכבוד מתערבת בשיקול הדעת האכיפתי והרגולטורי של הרשות באופן קיצוני. האזהרה פורסמה במסגרת המהלך הרוחבי שנקטה הרשות בעניין, ובשים לב אליו.

97. מבלי לפגוע בכלל האמור, הרשות תוסיף ותטען ותדגיש, כי היא הרי הבהירה והצהירה, כי לאחר חודש מאי 2015, התעורר אצלה הצורך לעבות את התשתית העובדתית, הכלכלית והמשפטית שעמדה ביסוד החלטתה ביחס ליוטרייד, וכי התעוררו שאלות כבדות משקל ביחס לנושא במסגרת הבחינה הרוחבית של מקרים נוספים. ברי כי במצב דברים זה, אין מקום כי באותה עת הרשות תצא במסע פרסום פרטני נגד הגוף המדובר, ובוודאי שאי פרסום כאמור, אינו בגדר התרשלות של הרשות.

קשר סיבתי

98. שגה בית משפט קמא הנכבד עת קבע שקיים קשר סיבתי בין ההתרשלות שייחס לרשות ובין נזקי המשיבים.

99. **שגה בית משפט קמא הנכבד עת קבע שקיים קשר סיבתי בין התמהמהות המשיבה בהגשת הבקשה לצו מניעה**

**ובין נזקי המשיב 1, שהתקשר עם יוטרייד ביום 1.7.2015, ונזקי המשיבה 4, שהתקשרה עם יוטרייד ביום 26.7.2015.** כאמור, בית המשפט קבע שהרשות התרשלה משום שהחל מיום 1.7.2015 לא וידאה שיוטרייד חדלה מלפעול, ושבוועד זה או בסמוך לאחריו יכולה היתה הרשות להגיש את הבקשה לצו מניעה, כפי שעשתה בסופו של דבר בחודש דצמבר, כ-6 ימים לאחר הביקורת שערכה במשרדי יוטרייד. ואולם, ראשית גם אם הרשות היתה מגישה את הבקשה בתוך 6 ימים, היינו ביום 7.7.2015, התקשרות המשיב 1 לא היתה נמנעת, ומעבר לכך – כאמור, אין לצפות מהרשות לפעול באותה מידיות שבה היא פעלה לאחר שחומרתו של התיק ומיידיות הסיכונים השתנו דרסטית לאור ממצאי הביקורת, ולאחר שהיא נערכה בחודשים שקדמו לכך להגשת הבקשה לצו מניעה, ומשכך גם התקשרות המשיבה 4 לא היתה נמנעת.

100. זאת ועוד, הרשות תוסיף ותטען, בין היתר, שכלל לא ניתן לקבוע כי לו היתה מגישה הרשות את בקשתה בחודש יולי 2015, ללא עריכת ביקורת, על הממצאים החמורים שהתגלו בה, בית המשפט אכן היה נעתר אז, ובאופן מידי כפי שעולה לכאורה מקביעות בית משפט קמא הנכבד, למתן צו מניעה. מעבר לכך שההערכה המקצועית של הרשות והפרקליטות היתה שנדרשת העמקת התשתית בטרם ניתן יהיה להגיש את הבקשה ולהצליח בה, הרי שהרשות תפנה גם בעניין זה להחלטת בית המשפט בעניין יו אס ג'י, שכאמור נעתרה בתנאים לבקשה למתן סעד ביניים מצד החברה שאיפשר את המשך פעילותה, לאחר שהרשות הורתה לה לחזול מפעילותה. הרשות תטען, שיש להניח כי בדומה למקרה יו אס ג'י ולמקרים דומים בהם נפתח הליך משפטי עקב דרישת הפסקת פעילות של הרשות, הדיון בבית המשפט היה נמשך חודשים ארוכים בהם הפעילות היתה נמשכת.

101. **שגה בית משפט קמא הנכבד עת קבע כי קיים קשר סיבתי בין אי פרסום אזהרה ספציפית בעניין יוטרייד ובין נזקייהם של המשיבים 4-6.**

102. הרשות תטען, בין היתר, שהמשיבים 4-6 החליטו להשקיע במודע בגוף לא מפוקח, חרף הסיכונים הגלומים בכך, ואף חרף נורות האזהרה לכך שפעילותו של הגוף אינה כדוין. הרשות הזהירה באופן ברור ומפורש, חד משמע וגורף מפני השקעות לא מפוקחות, ועמדה באזהרותיה באופן מפורש על הסיכונים המוגברים לאי חוקיות ולמרמה והונאה. מדברי המשיבים עצמם עלה שאף היו פרסומים נוספים בתקשורת ביחס ליוטרייד באופן ספציפי שהיו בגדר נורות אזהרה. לפי קביעת בית משפט קמא הנכבד, בפני המשיבים היו נורות אזהרה נוספות שונות לכך שיוטרייד פועלת שלא כדוין, בכלל אלו התשואה הגבוהה, קביעת החוזה שמרוקנת מכל תוכן את גידור הסיכון, מתן סמכות שיפוט בלעדית בחוזה לבתי משפט במדינת סיישל, ועוד. נוכח האמור, בכל הכבוד, מסקנתו של בית משפט קמא הנכבד כי לו היתה הרשות מפרסמת אזהרה ספציפית בעניין יוטרייד דוקא דבר זה היה מוביל לשינוי בהתנהגות של המשיבים 4-6, היא מסקנה מוקשית.

103. זאת ועוד, בסוף חודש מאי 2015 לא היו ידועים לרשות ולא היו אמורים להיות ידועים לה הממצאים החמורים בדבר פעילות תרמית של יוטרייד. האזהרה שבית משפט קמא הנכבד קבע שעל הרשות היה לפרסם נוגעת לכך שיוטרייד ביצעה פעולות של ניהול תיקים ללא רישיון. אין כל סיבה להניח כי במקום שבו אזהרות מפורשות מפני השקעות לא מפוקחות, לרבות בדבר הסיכונים לאי חוקיות מרמה והונאה, לא הועילו, ומקום בו נורות אזהרה ספציפיות שעמדו בפני המשיבים לכך שהגוף פועל שלא כדין ובדבר הסיכונים הכרוכים בהשקעתם, לא הועילו, היתה צומחת תועלת כה דרסטית דוקא מאזהרה בדבר פעילות של ניהול תיקים ללא רישיון מתאים. יוזכר אף כי בית משפט קמא הנכבד לא שלל כי באזהרת הרשות מיום 2.8.2015 מפני ניהול השקעות ממוחשב היה די מבחינת תוכן הפרסום, אלא אך שהפרסום נעשה כחודשיים לאחר המועד בו הוא קבע שהיה צריך להיעשות. קביעה זו מדגישה עוד יותר את העדרו של קשר סיבתי, שכן גם אזהרה זו לא הביאה לשינוי בהתנהלותם של המשיבים ולבקשה מצדם למשוך את כספם.

104. בית משפט קמא הנכבד שגה גם בכך שייחס לאזהרה אפקטיביות מקסימלית, מבלי ששקל כלל תוצאות אפשריות אחרות של פרסום אזהרה. כך לדוגמה, בית משפט קמא לא הביא בחשבון שבעקבות פרסום אזהרה, יש להניח כי יוטרייד היתה פונה למשקיעים פוטנציאליים וקיימים המוטרדים מהאזהרה, מרגיעה אותם, ואף דואגת לפרסומם של מסרים הפוכים בתקשורת. או לדוגמה, בעקבות פרסום אזהרה, יתכן שיוטרייד היתה פועלת במרץ להעלמת כספי משקיעים, נערכת לפעולות אכיפה עתידיות, באופן שבו היו נפגעים אף יותר המשקיעים בה. ההנחה שפרסום אזהרה ספציפית היה גורם למשקיעים פוטנציאליים להימנע מהשקעה ביוטרייד ולמשקיעים קיימים לפנות ליוטרייד ולקבל את כל כספם, היא עם כל הכבוד השערה שלא הוכחה, שלצידה קיימות השערות סבירות למדי אפשריות אחרות, המשליכות על שאלת קיום קשר סיבתי.

105. הרשות תוסיף ותטען כי שגה בית משפט קמא הנכבד עת העביר את הנטל לרשות להוכיח שהמשיבה 6 יכולה היתה לקבל חזרה את כספה בסוף חודש מאי 2015 או בסמוך לכך. בכלל זה תטען הרשות כי שגה בית משפט קמא הנכבד עת התבסס על דוקטרינת הנזק הראייתי המובנה.

106. **הרשות תטען כי שגה בית משפט קמא הנכבד בהניחו כי אלמלא ההשקעה ביוטרייד היו המשיבים משקיעים כספם באופן בטוח ולא היו נגרמים להם הפסדים.** כידוע, כל השקעה פיננסית כרוכה בסיכונים, ובמצב דברים רגיל היחס בין הסיכוי והסיכון הגלום בהשקעה הוא יחס הפוך (ככל שהתשואה הפוטנציאלית גבוהה יותר כך גם הסיכון הפוטנציאלי להפסד). מכאן שכל החלטה של המשיבים להשקיע כספם בהשקעה בעלת תשואה פוטנציאלית כפי שביקשו להשיג ביוטרייד היתה מגלמת בתוכה סיכוני הפסד משמעותיים. זאת ללא קשר לאירועי מרמה אפשריים, שעשויים להתרחש למרבה הצער גם בגופים מפוקחים.

הרשות תוסיף, מבלי לפגוע בכלל האמור לעיל, שגם אם פעולתה של יוטרייד היתה נפסקת מכח צו המניעה בשלב מוקדם יותר והמשיבים לא היו מתקשרים איתה ספציפית, או שפרסום אזהרה היה מוביל את המשיבים לנהוג אחרת ביחס ליוטרייד ספציפית, אין סיבה להניח שהם לא היו פונים לגופים לא מפוקחים אחרים שבאותה העת הציעו תשואה

גבוהה דומה, לרבות זירות הסוחר שכאמור היו פעילות באותה תקופה ממש מבלי שיחולו עליהן דיני ניירות ערך. פעילותם של גופים אלה, שלא היו מפקחים, התאפיינה באותם סיכונים שהיו בפעילותה של יוטרייד, ואכן משקיעים רבים הפסידו כספיהם בפעילות זו, בפרט עד תחילת הפיקוח עליה.

#### הסתכנות מרצון ואשם תורם

107. שגה בית המשפט הנכבד עת לא קבע הסתכנות מרצון, ולחלופין שגה עת קבע אשם תורם של 30% בלבד.
108. המשיבים היו מודעים לכך שהם משקיעים בגוף לא מפוקח שאין לו רישיון וצריכים היו להיות מודעים לכך; הרשות הזהירה מפורשות וברורות מפני השקעות בגופים לא מפוקחים, נוכח הסיכונים המוגברים הקיימים בהשקעות אלה, לרבות סיכונים של מרמה; המשיבים החליטו במודע לקחת על עצמם סיכונים אלה לרבות נוכח התשואה החריגה שהם קיוו לקבל (בכלל זה נקבע כי למשיב 1 הובטחה תשואה של 15%(!)); כפי שקבע בית משפט קמא הנכבד, בפני המשיבים אף היו מספר נורות אזהרה ספציפיות אשר צריכות היו לעורר אצל חשד כי פעילותה של יוטרייד נעשית בניגוד לדין, בכלל זה התשואה הגבוהה, קביעת החוזה שמרוקנת מכל תוכן את גידור הסיכון, מתן סמכות שיפוט בלעדית בחוזה לבתי משפט במדינת סיישל, ועוד. המשיבים הם בבחינת מונע הנזק הראשוני, היעיל, והנכון וזאת בהתנהלות פשוטה ואחראית.
109. בית משפט קמא הנכבד ביטא כלל האמור בקביעת אשם תורם בגובה 30%. לפי קביעת בית משפט קמא הנכבד, משקיעים לא מתוחכמים סומכים על ההנחה כי הרשות מבטיחה שבית השקעות המנהל כספי לקוחות עושה זאת כדין וכי אם נדרש לפעולתו רישיון, יש לו רישיון מתאים, ובכלל זה מניחים משקיעים פיקוח רגולטורי על כך שהכספים אותם הם משקיעים משמשים להשקעות ולא למטרות אחרות.
110. הרשות תטען שבכל הכבוד, לא ברור כיצד אנשים הבוחרים להשקיע בהשקעות לא מפוקחות יכולים לסמוך על כך שהרשות מפקחת על ההשקעות הלא מפוקחות, ואף "מבטיחה", כלשון בית משפט קמא הנכבד, שפעולתם כדין ושהכספים משמשים להשקעות ולא למטרות אחרות. הרשות תטען כי העובדה שגוף שאינו מפוקח מכנה עצמו "בית השקעות" אינה אומרת דבר, שאין בכך הפרה של איסור בדין, ושלא תיתכן הנחת פיקוח לגבי גוף שלא קיבל היתר או רישיון מהרשות ושאינו מצוי ברשימת הגופים המפוקחים שמפרסמת הרשות, ובוודאי לא לגבי גוף המצהיר שאינו מפוקח, ומצד משקיע החותם על חוזה בו נכללת הצהרה זו.
111. הרשות תוסיף ותטען שלא ברור כיצד לאחר שהרשות חוזרת ומזהירה את הציבור באופן ברור וחד משמעי מפני השקעות לא מפוקחות, על כלל הסיכונים המוגברים הכרוכים בכך, ניתן לומר שלמי שבוחר להשקיע את כספו בהשקעות אלה יש ציפייה לגיטימית שהרשות תבטיח שפעולתם של גופים אלה היא כדין, ושהרשות "מבטיחה" שלא יתמשו הסיכונים הגדולים והמוגברים שמפניהם היא הזהירה.
112. בית משפט הנכבד קבע כי המשיבים היו מודעים, או היו צריכים להיות מודעים, לסיכון הכרוך בהשקעותיהם, אולם שהסיכון שהם לקחו על עצמם בהשקעה במסלול עם תשואה גבוהה באופן יחסי אינו הסיכון שהתמש בסופו של דבר, שכן הנזקים שנגרמו להם נגרמו בעיקר כתוצאה מכך שכספיהם כלל לא הושקעו אלא הועלמו ונגנבו. הרשות תטען כי

המשיבים לא לקחו על עצמם רק את הסיכון שבמסלול עם תשואה גבוהה, המשיבים לקחו על עצמם את הסיכון בהשקעה בגוף לא מפוקח, על כלל הסיכונים המוגברים והמשמעותיים הנלווים לכך, לרבות פעילות תרמית, כפי שהובהר גם באזהרותיה של הרשות. בית משפט קמא הנכבד עצמו קבע אף כי התשואה הגבוהה, כמו גם דברים נוספים, היוו נורות אזהרה ספציפיות לכך שיוטרייד פועלת בניגוד לדין. הרשות טען כי גם ההבדל שראה בית המשפט קמא הנכבד בסיכונים אליהם נחשף משקיע בגוף לא מפוקח שפעילותו טעונה רישיון ובין גוף לא מפוקח שפעילותו אינה טעונה רישיון אינו מבוסס – כך כאמור, הסיכונים הכרוכים בהשקעה בזירות סוחר שפעילותן לא היתה מוסדרת אותה עת, היו דומים על פניו לסיכונים הכרוכים בהשקעה ביוטרייד. הרשות טען שהניסיון לפרוס לפרוסות את הסיכון אותו לקחו על עצמם המשיבים אינו עומד. **הסיכון שהתממש בעניינם של המשיבים הוא בדיוק הסיכון שהמשיבים לקחו על עצמם, ושממנו הזהירה הרשות באזהרתה הכללית והחד משמעית מפני כל השקעה שאינה מפוקחת, בין שהיא טעונה רישיון על פי הדין ובין שאינה טעונה רישיון.**

113. בית משפט קמא הנכבד קבע כי "אינני סבורה כי בכל מקרה יש לפתור את המשקיעים מעריכת בדיקת מקדימות ביחס לגוף בו הם משקיעים" וכי יש להטיל עליהם "חובת בירור מסוימת", וכי "כאשר קיימות "נורות אדומות" הצריכות לעורר חשד כי הפעילות של הגוף איננה חוקית, אין מקום לשחרר את המשקיעים מכל אחריות באשר לבחירה בגוף בו הם השקיעו את כספם ולסיכון הכרוך בכך" (בסעיף 101). הרשות טען, בכל הכבוד, כי כל אלו הן אמירות רכות ביותר, המשקפות נקודת מוצא נורמטיבית מוקשית מאוד.

114. הרשות טען, בכל הכבוד, שקביעות בית משפט קמא הנכבד, הן לאורך הדיון בסוגיה, הן ב"שורה התחתונה" של הסוגיה, כמו גם של פסק הדין כולו, משמען מסר נורמטיבי בעייתי ביותר, לפיו משקיעים יכולים להתעלם, פשוטו כמשמעו, מאחריותם לנהוג בתבונה ובוזהירות בכספם; להתעלם מאזהרות ברורות וחד משמעיות של הרשות מפני השקעות בגופים לא מפוקחים; להתעלם אף מנורות אזהרה ספציפיות שלקביעת בית המשפט עצמו צריכות לעורר חשד שהגוף בו הם מבקשים להשקיע פועל שלא כדין; לקחת על עצמם במודע את הסיכונים המוגברים הכרוכים בהשקעות לא מפוקחות, מתוך תקווה שהסיכון המוגבר יוביל לרווח גדול יותר; ואם יתמשו הסיכונים המוגברים שנטלו על עצמם, יוכלו המשקיעים לגלגל על הרשות את אובדן השקעותיהם, ולקבל חזרה את עיקר כספם מהרשות. הרשות טען שמסר נורמטיבי זה אינו יכול להיוותר על כנו.

הרשות טען שהאמור לעיל צריך להוביל לשלילת אחריות הרשות, ולחלופין להעמדת אשם התורם של המשיבים על 100% מהפסדיהם.

## **ז. סוף דבר**

115. פסק הדין קמא המטיל, לראשונה, אחריות נזיקית על רשות ניירות ערך בגין הפסדי משקיעים, הוא מרחיק לכת, עלול להוביל להשלכות רחב בלתי סבירות, ומעביר מסר נורמטיבי בעייתי ביותר, לפיו הרשות היא האחראית לשאת

בהתממשותם של סיכונים, ואף סיכונים מוגברים ובלתי סבירים, שלקחו על עצמם משקיעים בשוק ההון מתוך תקווה להשיג רווחים חריגים, משל היתה הרשות, הציבור, בגדר מבטח סיכונים שלוקחים על עצמם משקיעים.

116. פסק הדין מטריד לעמדתנו במיוחד לאור נסיבותיו הקונקרטיות של המקרה והתנהלותה של הרשות, אשר באופן שקול ומקצועי, תוך הפעלת שיקול דעת והידרשות לדברים בכובד ראש, נקטה בשורה ארוכה של כלים משמעותיים, והובילה, במישור הקונקרטי - להעמדה לדין של מי שפעלו בתחכום רב והסוואת פעילותם התרמיתית, ובמישור הרוחבי - להסדרת תחום פעילות חדשני שרשות ניירות ערך הישראלית היתה מהראשונות בעולם להסדירו. נוכח כלל האמור לעיל, בית המשפט הנכבד מתבקש לקבל את ערעור רשות ניירות ערך, להורות על ביטול פסק הדין קמא ועל השבת הכספים ששולמו למשיבים מכוח פסק הדין, תוך פסיקת הוצאות הרשות כדין.

---

אפרת ברנר, עו"ד  
פרקליטות המדינה

---

ישראל בלום, עו"ד  
מנהל המחלקה האזרחית בפרקליטות המדינה

24 Elul 5779 ,24 September 2019