

## מסחר אלגוריתמי, ניהול תיקי השקעות וחובת האמון שביניהם

אור מורג\*

ההתפתחויות הטכנולוגיות של עולם הבינה המלאכותית בעשורים האחרונים הביאו עימן מגוון פיתוחים חדשניים, המאפשרים לבצע פעולות שבעבר היו מסורבלות ואף בלתי ניתנות לביצוע.<sup>1</sup> תוצר מרכזי של פיתוחים אלה הוא הליכי קבלת החלטות אוטונומיות ללא התערבות אנושית, אשר ננקטים ומתאפשרים באמצעות אלגוריתמים.

אחד מהשימושים המרכזיים באלגוריתמים נעשה בתחום ניירות הערך, והוא מכונה "מסחר אלגוריתמי".<sup>2</sup> למסחר אלגוריתמי יתרונות רבים. כך, למשל, הוא מאפשר למשקיעים לבצע פעולות מסחר כמעט באופן מיידי, תוך הסרת החשש כי מחיר המכשיר הפיננסי, או תנאי העסקה, ישתנו בטרם נעברה הוראת הפעולה.<sup>3</sup> בנוסף, השימוש באלגוריתמים מוריד את עלויות העסקה ובכך מאפשר למשקיעים נוספים להשתתף בפעילות המסחר.<sup>4</sup> לצד זאת, העלייה החדה בשימוש במסחר האלגוריתמי אל מול המסחר בכללותו וכן החסרונות והסיכונים הכרוכים בשימוש בו, מחייבים קביעת כללים רגולטוריים לשם השמירה על "מסחר תקין והוגן".<sup>5</sup>

ואכן, אחד הצעדים המשמעותיים שנעשו בתחום היה ההוראות שקבעה רשות ניירות ערך לפי סעיף 28(ב) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: חוק הייעוץ).<sup>6</sup> אלה נועדו להתאים את חוק הייעוץ למקרים שבהם נעשים שימושים באמצעים טכנולוגיים.<sup>7</sup> צעד משמעותי נוסף היה פסק הדין שניתן יחסית לאחרונה במחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי תל-

---

\* סטודנט לתואר ראשון במשפטים (LL.B.), במסלול לתואר שני במשפטים (LL.M.) ולתואר שני במנהל עסקים (M.B.A.), במרכז הבינתחומי הרצליה.

<sup>1</sup> על חלק מפיתוחים אלה ראו מעיין פרל "פרטיות, שליטה ופיקוח בעידן של נתוני עתק: חובת הנמקה על החלטות אלגוריתמיות" **משפט, חברה ותרבות** ב 167, 171 (2019).

<sup>2</sup> מסחר אלגוריתמי נקרא גם "אלגוריתמינג" ("algo-trading"). להרחבה על האופן שבו עובד האלגוריתם ראו Yesha Yadav, *The Failure of Liability in Modern Markets*, 102 VA. L. REV. 1031, 1064 (2016); על מאפייניו המקובלים ראו: Charles R. Korsmo, *High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy*, 48 U. RICH. L. REV. 523, 538–539 (2014); רשות ניירות-ערך הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה – דוח סופי 69 (2014) (להלן: דוח הרשות). להרחבה בעניין ראו R. Korsmo, שם, בעמ' 549–550; דוח הרשות, שם, בעמ' 69.

<sup>3</sup>

<sup>4</sup> Megan Ji, *Are Robots Good Fiduciaries? Regulating Robo-Advisors Under the Investment Adviser Act of 1940*, 117 COLUM. L. REV. 1543, 1544 (2017).

<sup>5</sup> דוח הרשות, לעיל ה"ש 2, בעמ' 73; השו: R. Korsmo, לעיל ה"ש 2.

<sup>6</sup> רשות ניירות ערך הוראה לבעלי רישיון בקשר למתן שירותים תוך שימוש באמצעים טכנולוגיים (2016) (להלן: הוראות הרשות).

<sup>7</sup> שם, בעמ' 1.

אביב-יפו.<sup>8</sup> שם נקבע כי בנסיבות מסוימות פעילות בתחום המסחר האלגוריתמי מחייבת רישיון לניהול תיקי השקעות.<sup>9</sup>

לפסיקה זו חשיבות רבה, מאחר שהיא הביאה לסיום המאבק שניהלה רשות ניירות ערך מול חברות שהציעו שירותי מסחר אלגוריתמי ללא רישיון כדון.<sup>10</sup> לצד זאת, קביעה זו חובקת בתוכה דרישות מסוימות שעל בעל הרישיון לעמוד בהן, כשאחת מהן היא **חובת האמון**.<sup>11</sup> בשורות הבאות אטען, בקצרה, כי צעדים אלה שננקטו עבור ההתאמה הנורמטיבית למצב הטכנולוגי החדש, לוקים ביחסם כלפי חובת האמון שחב מנהל תיקי השקעות ללקוחותיו.

מנהל תיקי השקעות הוא אפוא מי שמבצע – בהתאם לשיקול דעתו העצמאי – פעולות מסחר בניירות ערך בשם הלקוחות שלו ועבורם.<sup>12</sup> כלומר מעצם הגדרתו על מנהל התיקים להפעיל **שיקול דעת עצמאי**. החובה להפעיל שיקול דעת עצמאי היא אחת מחובות המשנה של חובת האמון. ניתן להשוות זאת, למשל, לכך שדירקטור בחברה שאינו מפעיל שיקול דעת עצמאי מפר את חובת האמונים שלו.<sup>13</sup>

השימוש בפלטפורמות מסחר אלגוריתמי מביא בפועל את מנהל התיקים להתנער מהפעלת שיקול דעתו שלו, שכן מי שמקבל את החלטות ההשקעה הלכה למעשה הוא האלגוריתם. ובכן ניתן לטעון כי מנהל התיקים רשאי להסתייע באלגוריתם לשם קבלת החלטות השקעה, בדומה לדירקטור בחברה שרשאי להאציל חלק מסמכויותיו. לצד זאת, עליו לפקח על האופן שבו האלגוריתם מבצע את תפקידו, להיות מעורב בפעילותו ולהכיר את המתודולוגיה שבבסיסו, תוך ששיקול הדעת הסופי יישאר בידי של המנהל.<sup>14</sup> דרישות אלה מעלות בעיות של ממש, שכן הליכי קבלת החלטות שמבצעים האלגוריתמים עשויים להיות מורכבים מאוד, בלתי מובנים ובלתי שקופים,<sup>15</sup> במיוחד כשמדובר באלגוריתמים המבוססים למידת מכונה, המבססים

8 ת"צ (כלכלית) 47119-12-15 אפרימוב נ' יו אס ג' קפיטל ישראל בע"מ (פורסם בנבו, 24.6.2019) (להלן: עניין אפרימוב).  
9 שם, פס' 55 לפסק דינה של השופטת רונן.  
10 כחלק ממאבק זה ראו, למשל, "אזהרה לציבור בדבר ניהול השקעות ממוחשב (מסחר רובוטי', אלגו טריידינג' וכו') רשות ניירות ערך 2.8.2015  
11 [www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2015/Pages/02082015.aspx](http://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2015/Pages/02082015.aspx)  
12 ס' 11 לחוק הייעוץ.  
13 ת"א (כלכלית) 50769-06-16 משנברג נ' בריק, פס' 14 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 4.7.2019).  
14 ראו, למשל, ס' 106 לחוק החברות, התשנ"ט1999. ראו גם ס' 16 לחוק השליחות, התשכ"ה1965.  
15 ראו לעניין זה ע"א 610/94 בוכבינדר נ' כונס הנכסים הרשמי בתפקידו כמפרק בנק צפון אמריקה, פ"ד נז(4) 289, 320 (2003). השוו גם לס' 10(ד) לחוק הנאמנות: "נאמן אינו רשאי לאצול מתפקידו לזולתו; אין בכך כדי למנוע העסקת אדם כדרוש למטרות הנאמנות."  
16 פרל, לעיל ה"ש 1, בעמ' 172; אף מרבית מפתחי התוכנה לא בנקל יבינו את הפרוצדורה הזו Maayan Perel & Niva Elkin-  
Koren, *Black Box Tinkering: Beyond Disclosure In Algorithmic Enforcement*, 69 FLA. L. REV. 181, 188-189 (2017).

את שליטתם בשוק.<sup>16</sup> כשלמנהל התיקים אין את הכלים לעמוד בדרישות דלעיל, הוא מפר את האמון (trust) שהלקוח נתן בו וכן את חובת האמון שהוא חב לו (loyalty).<sup>17</sup>

מן הדברים עולה כי המצב הנורמטיבי הקיים לא נותן מענה מספק בכל הנוגע לשמירה על חובת אמון שחב מנהל התיקים ללקוחותיו. יש למצוא את האיזון בין השמירה על המשקיעים לבין היתרונות שבשימוש בפלטפורמות טכנולוגיות. כך, נכון לעת עתה, יש למצוא את המנגנון שלפיו שיקול הדעת יישאר אצל מנהל התיקים האנושי.

---

<sup>16</sup> ראו John Lightbourne, *Algorithms & Fiduciaries: Existing and Proposed Regulatory Approaches to Artificially Intelligent Financial Planners*, 67 DUKE L. J. 651, 663 (2017); עומר כביר "הסוד של הדר"חות הרבעוניים: כך מנסות החברות לקרוץ לבינה המלאכותית" **כלכליסט** 25.10.2020; להרחבה על אודות חברות שמשמשות באלגוריתמים מבוססי למידת מכונה במסגרת קבלת החלטות השקעה ראו: Gordon Gottsegen, *Machine Learning For Smarter Trading: 14 Companies You Should Know*, BUILT IN (May. 21, 2019) [www.builtin.com/artificial-intelligence/machine-learning-for-trading](http://www.builtin.com/artificial-intelligence/machine-learning-for-trading).

<sup>17</sup> השוו זאת לדברי הנשיא (אולשן) בד"נ 16/61 **רשם החברות נ' כרדוש**, פ"ד טז 1209, 1223 (1962): "... יש להניח שהמחוקק בהעניקו שיקול-דעת מוחלט לרשות המבצעת נתן בה אמון..."; על חובת האמון (loyalty) אשר נגזרת מאותם יחסים המקימים אמון (trust) של האחד באחר, ראו את פסק הדין שמובא אצל ליכט ואת הערותיו שם: עמיר ליכט "חובת אמון – אימתני?" **חובות אמון בדין הישראלי** 35, 45 (רות פלאטרישנער ויהושע (שוקי) שגב עורכים, 2016).