

התפתחות המסחר האלגוריתמי והשפעותיו על חובת האמון שחב מנהל תיקי השקעות

אור מורג*

¹ "In a networked world, trust is the most important currency"

ההתפתחויות הטכנולוגיות של עולם הבינה המלאכותית ושל עולם ה"ביג דאטה" בעשורים האחרונים הביאו עימן מגוון פיתוחים חדשניים, המאפשרים לבצע פעולות שבעבר היו מסורבלות ואף בלתי אפשריות לביצוע.² תוצר מרכזי של פיתוחים אלה הוא הליכי קבלת החלטות אוטונומיות ללא התערבות אנושית, אשר ננקטים ומתאפשרים באמצעות אלגוריתמים.³ אלגוריתמים נמצאים כיום כמעט בכל תחומי החיים ונעשים בהם שימושים מגוונים.⁴ מבין השימושים המרכזיים שנעשים באלגוריתמים, ניתן למצוא שימושים מהתחום הפיננסי, כאשר אחד מהמרכזיים שבהם הוא מה שמכונה "מסחר אלגוריתמי".⁵ רשות ניירות ערך הגדירה מסחר אלגוריתמי כשהוא כולל "שימוש בפלטפורמות טכנולוגיות לצורך ניתוח השוק והגשת פקודות למסחר בניירות ערך, בנגזרים ובמכשירים פיננסיים נוספים".⁶ לשימוש באלגוריתמים בתחום ההשקעות הפיננסיות יתרונות רבים. כך, למשל, השימוש באלגוריתמים מאפשר למשקיעים לבצע פעולות מסחר כמעט באופן מיידי, תוך הסרת החשש כי מחיר המכשיר הפיננסי, או תנאי העסקה, ישתנו בטרם נעברה הוראת הפעולה.⁷ כמו כן, אלגוריתמים יכולים לנטר את תנודות השוק ולאתר בזמן אמת אסטרטגיות השקעה טובות יותר מאלה שנקטות, תוך שינוין בהתאמה.⁸ נוסף על כך, השימוש באלגוריתמים מוריד את עלויות העסקה ובכך מאפשר למשקיעים נוספים, שאין בידיהם תקציב גבוה

אזכור הרשימה: אור מורג "התפתחות המסחר האלגוריתמי והשפעותיו על חובת האמון שחב מנהל תיקי השקעות" אתר משפט ועסקים 13.4.2021 www.idclawreview.org/2021/04/13/morag

* סטודנט לתואר ראשון במשפטים (LL.B.), במסלול לתואר שני במשפטים (LL.M.) ולתואר שני במנהל עסקים (M.B.A.) במרכז הבינתחומי הרצליה. תודתי נתונה לפרופ' עמיר ליכט על הערותיו המצוינות שסייעו לי רבות; למערכת כתב העת **משפט ועסקים** ובמיוחד לעורכת שיר אברהם על הערות מעולות ועל עבודת עריכה מצוינת; לקורא האנונימי על הערותיו; ולאחי הצעיר רון מורג על הערותיו החדות ועל הסיוע הרב. גרסה מקוצרת של הרשימה זכתה בתחרות "כתיבת מיקרומאמר" מטעם משרד אגמון ושות' רוזנברג הכהן ושות'. ברצוני להודות לעו"ד תום כהנא, לעו"ד גל קוית' ולעו"ד מעיין כהן אשר שפטו חלק מתומצת מרשימה זו במסגרת התחרות.

1 דבריו של אריק שמידט, מנכ"ל גוגל לשעבר, במסגרת **נאום שנשא באירוע סיום הלימודים באוניברסיטת פנסילבניה במאי 2009**.
2 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).

3 על השפעות תהליכים אלה במסגרת קבלת החלטות ציבוריות ראו אור מורג "**השימוש באלגוריתמים לקבלת החלטות ציבוריות – אתגרים לרשות ולביקורת**" **ICON-S-IL Blog** (30.3.2021).

4 Karni Chagal-Feferkorn, *The Reasonable Algorithm*, 1 J. LAW T. & POL'Y 111, 113 (2018).
5 מסחר אלגוריתמי נקרא גם "אלגוריתמינג" ("algo-trading"). להרחבה על האופן שבו עובד המסחר האלגוריתמי 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); **הוועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנוזלות בבורסה – דוח סופי** 69 (2014) (להלן: **דוח הרשות**). ראו גם דרור קרני "**ריקוד המכונה: הבינה המלאכותית מחוללת מהפכה גם בעולם ההשקעות**" **The Marker** 6.4.2021.

6 **דוח הרשות**, שם, בעמ' 12.
7 להרחבה בעניין ראו Korsmo, לעיל ה"ש 5, בעמ' 549–550; **דוח הרשות**, שם, בעמ' 69.

8 השו. Megan Ji, *Are Robots Good Fiduciaries? Regulating Robo-Advisors Under the Investment Adviser Act of 1940*, 117 COLUM. L. REV. 1543, 1559 (2017).

להשקעה, להשתתף בפעילות המסחר.⁹ לצד זאת הגידול בשימוש במסחר האלגוריתמי והשפעותיו בשוק הפיננסי¹⁰ מול המסחר בכללותו, וכן החסרונות והסיכונים הכרוכים בשימוש בו, מחייבים קביעת כללים רגולטוריים לשם השמירה על "מסחר תקין והוגן".¹¹ 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).¹² אלה נועדו להתאים את חוק הייעוץ למקרים שבהם נעשה שימוש באמצעים טכנולוגיים.¹³ צעד משמעותי נוסף היה פסק הדין שניתן יחסית לאחרונה במחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי תל-אביב-יפו.¹⁴ שם נקבע כי בנסיבות מסוימות פעילות חברה בתחום המסחר האלגוריתמי מחייבת רישיון לניהול תיקי השקעות.¹⁵ לפסיקה זו חשיבות רבה, מאחר שהיא העניקה תוקף שיפוטי למאבק שניהלה רשות ניירות ערך כלפי חברות שהציעו שירותי מסחר אלגוריתמי ללא רישיון כדין.¹⁶ לצד זאת, קביעתו של בית המשפט חובקת בתוכה דרישות מסוימות שעל בעל הרישיון לעמוד בהן; אחת מהן היא הדרישה לקיים את חובת האמון המוטלת על מנהל תיקי השקעות.¹⁷

כפי שיובא להלן, השימוש באלגוריתמים המפעילים שיקול דעת עצמאי מעלה בעיות ואתגרים של ממש מתחום דיני האמונות (fiduciary law). ברשימה זו אטען כי אף על פי שקיימת התקדמות נורמטיבית בנושא שמותאמת למצב הטכנולוגי החדש, עדיין לא נוצרו הסדרים שעולים בקנה אחד עם דיני האמונות במלואם, באופן שמגן על ציבור המשקיעים ומגלם את היתרונות בשימוש בכלים טכנולוגיים.

חובת האמון החלה על מנהל תיקי השקעות

סעיף 1 לחוק הייעוץ קובע כי מנהל תיקים הוא "מי שעוסק בניהול תיקי השקעות". בהתאם, ניהול תיקי השקעות הוא "ביצוע עסקאות, לפי שיקול דעת, לחשבונם של אחרים". על הגדרה זו עמדה השופטת רונן, מבית המשפט הכלכלי:

"מנהל תיקי השקעות הוא אם כן מי שמבצע, בהתאם להרשאה שלקוחותיו נותנים לו ובהתאם לשיקול דעתו שלו עצמו – עסקאות בחשבונות של אחרים, ובכלל זה מוכר וקונה ניירות ערך ונכסים פיננסיים בשמם".¹⁸

כפי שניתן לראות, מנהל תיקי השקעות מנהל את ענייניו של הלקוח שלו ופועל בשמו, בעודו מפעיל שיקול דעת עצמאי. עקב כך, מנהל תיקי השקעות הוא אמונאי (fiduciary) של הלקוח שלו וככזה חב לו חובת אמון. מסקנה זו מתבקשת מכוח התחולה הכללית של דיני האמונות, הקובעים כי אדם שמתחייב לנהל את ענייניו של אחר ולפעול בשמו הוא אמונאי

- 9 שם, בעמ' 1544.
- 10 להרחבה ראו רשות ניירות ערך [משבר הקורונה – אוגדן ניתוחים](#) 51, 56, 69 (2020).
- 11 [רוח הרשות](#), לעיל ה"ש 5, בעמ' 73; והשוו ל-Korsmo, לעיל ה"ש 5.
- 12 רשות ניירות ערך [הוראה לבעלי רישיון בקשר למתן שירותים תוך שימוש באמצעים טכנולוגיים](#) (2016) (להלן: הוראות הרשות).
- 13 שם, בעמ' 1.
- 14 ת"צ (כלכלית ת"א) 47119-12-15 אפרימוב נ' יו אס ג'י קפיטל ישראל בע"מ (פורסם בנבו, 24.6.2019).
- 15 שם, פס' 55 לפסק דינה של השופטת רונן.
- 16 כחלק ממאבק זה ראו, למשל, ["אזהרה לציבור בדבר ניהול השקעות ממוחשב \(מסחר רובוטי, 'אלגו טריידינג' וכו'\)"](#) רשות ניירות ערך 2.8.2015.
- 17 ס' 11 [לחוק הייעוץ](#).
- 18 ת"א (כלכלית ת"א) 50769-06-16 משנברג נ' בריק, פס' 14 לפסק דינה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 4.7.2019) (ההדגשות הוספו).

וככזה חב לאחר חובת אמון.¹⁹ יתרה מכך, כפי שיבואר להלן, מסקנה זו אף מתבקשת מכוח סעיף 11 לחוק הייעוץ המטיל על מנהל התיקים חובת אמון, וכן מכוח יתר המסגרות הנורמטיביות החלות במקביל על מנהל התיקים.²⁰

חשוב לציין שההסדר המטיל חובת אמון על מנהל התיקים קוגנטי בעיקרו.²¹ כך, אף על פי שמערכת היחסים בין הצדדים מבוססת חוזה²² שבו ללקוח סמכות לברור את ההרשאות שהוא מעניק למנהל התיקים,²³ המחוקק הבין שביחסי האמון שבין מנהל תיקי השקעות לבין לקוחותיו קיימים פערי כוחות ופערי מידע,²⁴ המצדיקים הסדר שאינו ברהתנייה, וזאת הגם שיחסי אמונאות ניתנים בעיקרם להתניה.²⁵

כפי שיבואר להלן, לצד החובה להפעיל שיקול דעת עצמאי, בבסיס חובת האמון שחב מנהל תיקי השקעות ניצבות שתי חובות עיקריות נוספות: הראשונה – החובה בדבר האיסור על ניגוד עניינים, והאחרת – חובת הגילוי המלא.²⁶ הבנת שתי החובות והתכלית שבבסיסן מהותית להבנה של השימוש באלגוריתמים ויישומי בניהול תיקי השקעות, ועל כן אעמוד עליהן כעת.

1. איסור על ניגוד עניינים

הכלל האוסר ניגוד עניינים איננו ייחודי למשפט הפרטי אלא חולש על כל תחומי המשפט.²⁷ בענייננו החובה בדבר האיסור להיות בניגוד עניינים מטילה על מנהל התיקים שני איסורים ספציפיים:²⁸ **האחד**, איסור שלא להעדיף את האינטרסים שלו (או של אחר) על פני האינטרסים של הלקוח שלו (duty-interest conflict);²⁹ **והאחר**, איסור על קיומו של ניגוד בין חובות האמון שמנהל התיקים חב ללקוחות שונים (duty-duty conflict).³⁰ יתרה מכך, על מנהל התיקים אף להימנע ממצבים שיש בהם חשש

19 ראו עמיר ליכט "חובת אמון – אימתי?" **חובות אמון בדין הישראלי** 35, 45 (רות פלאטרשנער ויהושע (שוקי) שגב עורכים, 2016); בג"ץ 794/17 **זיאדה נ' מפקד כוחות צה"ל בגדה המערבית**, פס' 55–56 לפסק דינו של המשנה לנשיאה (בדימ') ג'ובראן (**פורסם באר"ש**, 31.10.2017).

20 כך, למשל, נקבע בע"א 3654/97 **קרטין נ' עתרת ניירות ערך (2000) בע"מ**, פ"ד נג(3) 385, 395 (1999), כי מנהל תיקי השקעות הוא שלוח של הלקוח שלו ומשכך חב לו חובת נאמנות כללית מכוח ס' 8 **לחוק השליחות, התשכ"ה-1965**. ניתן להגיע למסקנה דהה גם מס' 1 **לחוק הנאמנות, התשל"ט-1979**.

21 ס' 11 (ב) לחוק הייעוץ קובע כי חובת האמון המוטלת על מנהל התיקים היא קוגנטית, זולת מקרים שבהם נקבע בחוק אחרת; ראו גם ס' 13 (ה) לחוק הייעוץ. השוו לעמיר ליכט "**יחסי אמונאות בתאגיד – חובת האמון**" **משפט ועסקים** יח 237, 316 (2014) (להלן: **ליכט "אמונאות"**).

22 השוו לס' 2 לחוק הנאמנות. להרחבה על אודות הדינמיקה בין מערכת היחסים האמונאית לבין זו החוזית שבה מקודש עקרון "חופש החוזים", ראו, למשל, ע"א 1631/02 **גורבן נ' עמותת תשובה יצחק לפתרון מצוקת הדיור**, פס' 9 לפסק דינו של השופט לוי (**פורסם באר"ש**, 31.7.2003); ליכט "אמונאות", שם, בעמ' 314. על החסרונות שבשימוש בחוזה כאמצעי להסדרת בעיית הנציג והנחיתות במידע של השולח ראו עמיר ליכט **דיני אמונאות: חובת האמון בתאגיד ובדין הכללי** 7–9 (2013) (להלן: **ליכט דיני אמונאות**).

23 ס' 13(ג) לחוק הייעוץ.

24 להרחבה בעניין זה ראו עמיר ליכט "**בגנות ההגנות: מקומה הנעדר של הגינות בחובת האמון בדין הישראלי**" **משפטים** מז 675, 681–686 (2018) (להלן: **ליכט "בגנות ההגנות"**).

25 ליכט "אמונאות", לעיל ה"ש 21, בעמ' 309.

26 שם, בעמ' 257, 269.

27 ת"צ (כלכלית ת"א) 14-11-34975 **צמחוני נ' בנק ירושלים בע"מ**, פס' 42 להחלטה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 8.1.2017); בג"ץ 595/89 **שמעון נ' דיני, הממונה על מחוז הדרום במשרד הפנים**, פ"ד מד(1) 409, 413 (1990).

28 השוו לליכט **דיני אמונאות**, לעיל ה"ש 22, בעמ' 53–54.

29 ס' 11 15 לחוק הייעוץ.

30 ס' 11 סיפה לחוק הייעוץ.

לניגוד עניינים,³¹ וזאת בין אם העמיד את עצמו במצבים אלה בפעולותיו שלו ובין אם נקלע אליהם בעל כורחו.³² הדברים מתבטאים, למשל, בכך שמנהל התיקים אינו רשאי לקבל טובות הנאה "במישרין או בעקיפין, בקשר עם... ביצוע עסקה או הימנעות מביצוע עסקה".³³ קבלת טובות הנאה בקשר לתפקידו של מנהל התיקים – ולמעשה אף הבטחה בעניין – עלולה לפגוע במערך התמריצים שלו ולהעמידו במצב של ניגוד עניינים.³⁴ האיסור להיות בניגוד עניינים לא רק מגן על לקוחות מנהלי ההשקעות ושומר על האינטרסים שלהם, אלא גם בעל תכלית חברתית. מאחר שפעילות בניירות ערך באופן שלא נועד לקדם את האינטרסים של הלקוח עלולה להוות תמריץ לתמרון שערי ניירות ערך, הרי שהאיסור על כך שומר על יציבות השוק הפיננסי, על יעילותו ועל אמון הציבור בו.³⁵

חשוב להבהיר כי אם נודע למנהל תיקי השקעות על ניגוד עניינים, עליו להודיע על כך ללקוח.³⁶ הלקוח כנהנה רשאי להכשיר פעולות מסוימות של מנהל תיקי השקעות אף אם יש בה ניגוד עניינים, ובלבד שנתן לכך את הסכמתו מראש.³⁷ אם כן, עולה השאלה – מהי אותה "הודעה ללקוח" שלפיה הלה ייתן את הסכמתו לביצוע הפעולה שבניגוד עניינים? לגישתי, הודעה זו חייבת לכלול **גילוי מלא** על ביצוע הפעולה וניגוד העניינים הכרוך בה. כלומר ההחלטה של הלקוח אם להכשיר את הפעולה אם לאו, חייבת להסתמך על גילוי מלא.

גישה זו מצויה בעקרונות הכלליים של דיני האמונות, שלפיהם אף על פי שחובת האמון היא חובה נוקשה באופן יחסי, פעולה של אמונאי העלולה להוות פעולה בניגוד עניינים מותרת כל עוד הנהנה הסכים לכך והסכמתו תקפה.³⁸ ודוק – הסכמה תקפה היא הסכמה שניתנה כאשר הנהנה נשען על בסיס של גילוי מלא (fully informed consent) שניתנה מצידו של האמונאי.³⁹ ההסכמה התקפה מגשרת על פערי המידע שיש בין האמונאי לבין הנהנה, ומכאן ההצדקה להכשרה של פעולה בניגוד עניינים.⁴⁰ גם לעמדתה של רשות ניירות ערך האמריקאית (ה-SEC), חייב יועץ השקעות למסור גילוי מלא והוגן בדבר

31 כך, למשל, ס' 16 (א) לחוק הייעוץ אוסר על מנהל התיקים להעדיף נכסים פיננסיים שלו או של התאגיד שבו הוא עובד; ראו עניין קרטיץ, לעיל ה"ש 20, בעמ' 397; השוו גם לדברי השופטת חיות בע"א 4377/04 גורן-הולצברג נ' מירז, פ"ד (2) 661, 721 (2007) (להלן: עניין מירז).

32 הניצנים בפסיקה בעניין התייחסו להעמדה עצמית של האמונאי במצבים שבהם יש חשש לניגוד עניינים, אך בהמשך ניתן לראות גישות רחבות יותר, שלפיהן הכלל יחול גם במצבים שבהם האמונאי נקלע למצבים שכאלה בעל כורחו. לגישה הראשונה ראו ביטוי בדברי מ"מ הנשיא (אגרנט) בע"א 254/64 חסון נ' המועצה המקומית דאלית אל כרמל, פ"ד יט (1) 17, 22 (1965) ולגישה השנייה, הרחבה יותר, ראו את דברי השופטת חיות בעניין מירז, שם, בעמ' 725.

33 ס' 17 (א) לחוק הייעוץ. ודוק – יש להבחין בין טובת הנאה לפי הסעיף הנ"ל לבין טובת הנאה לפי ס' 23 (ב) לחוק הייעוץ, שלגביה הלקוח יכול להסכים. הבחנה זו אינה ברורה, במיוחד כאשר ההסדר הקוגנטי שבס' 17 לחוק הייעוץ החליף הסדר דיספוזיטיבי שקדם לו. ראו ס' 17 לחוק הסדרת העיסוק בייצור השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, ס"ח 416, 424.

34 ס' 8 (4) לחוק השליחות; השוו לתנ"ג (כלכלית ת"א) 15-07-18994 דה לנגה נ' החברה לישראל בע"מ, פס' 116 להחלטתה של השופטת רונן (פורסם בנבו, 30.4.2017). אכן, חוק השליחות מאפשר לשולח להתיר את טובת ההנאה, ובדומה, ס' 11 לחוק הנאמנות קובע כי ס' 13 לחוק הנאמנות, זה הדין באיסור טובת הנאה, הוא סעיף שכפוף לתנאי הנאמנות, קרי שאינו קוגנטי. ראו גם עניין גורבן, לעיל ה"ש 22. עם זאת, כאמור, כאן ההסדר החל קוגנטי.

35 בג"ץ 1715/97 לשכת מנהלי ההשקעות בישראל נ' שר האוצר, פ"ד נא (4) 367, 398 (1997). ראוי לציין כי גם למנהל התיקים עשוי להיות תמריץ בשמירה על אמון הציבור בו, המתבטא במוניטין שלו. אם המשקיעים יתרשמו כי מנהל התיקים אמין, הם צפויים לפנות אליו ולהפקיד את כספם בידיו. השוו זאת לאקטיביזם מוסדי אצל דב סולומון "אדישות רציונלית של בעלי מניות: כיצד לעורר את ציבור המשקיעים מתרדמתו?" עיוני משפט לט 317, 348 (2016).

36 ס' 15 (א) לחוק הייעוץ. גישה זו אף מתיישבת עם ס' 18 (1) לחוק השליחות. כן ראו את עניין קרטיץ, לעיל ה"ש 20, בעמ' 397. וזאת על אף קיומו של הסדר קוגנטי, שכן הגם שמדובר בהסדר נוקשה הוא אינו מוחלט. ראו ס' 11 (ב) ו-15 (א) לחוק הייעוץ. לפעולות מסוימות אלה ראו, למשל, ס' 16 (ב) ו-23 (ב) לחוק הייעוץ.

37 ליכט "בגנות ההגינות", לעיל ה"ש 24, בעמ' 696.

38 שם, בעמ' 696–697. ביחס לשלוח ראו אהרן ברק חוק השליחות כרך ב 1040 (1996).

40 ליכט "בגנות ההגינות", שם.

כל האינטרסים המנוגדים, כדי שללקוח יהיו את כל הכלים לתת הסכמה מדעת.⁴¹ ודוק – היקפה של חובת הגילוי המלא הנדרשת לעניין זה עשויה להשתנות בהתאם לנסיבות.⁴² הנסיבות העוטפות את יחסי האמון בין מנהל תיקי השקעות ללקוחותיו אינן זהות באופן גורף. הן תלויות בעיקרן בהיקף הסמכות ובשיקול הדעת שנתן הלקוח למנהל התיקים, וכן בתניות ובנושאים נוספים שהוסכמו בין הצדדים, בשים לב שחובת האמון בעניין היא קוגנטית. כמו כן, היקף הגילוי תלוי אף בסוג העסקה הנגועה ויש שיטענו כי הוא תלוי גם באינטליגנציה של הנהנה.⁴³

2. חובת גילוי מלא

החובה האחרת שעליה ניצבת חובת האמון היא חובת גילוי מלא. חובה זו נועדה, בין השאר, לאיין את היתרון שיש לאמונאי על הנהנה בנוגע למידע מהותי⁴⁴ ולהקנות לו אמצעים טובים יותר לפיקוח על האמונאי.⁴⁵ כפי שיבואר להלן, אין ספק כי חובה זו חלה במהלך מערכת היחסים בין הצדדים, אם כי אטען שהיא חלה אף בשלב המקדמי שבו היחסים טרם הבשילו.

בפשטות, משמעה של חובת הגילוי המלא היא כי על מנהל התיקים למסור ללקוחותיו כל מידע מהותי.⁴⁶ מסקנה זו מתבקשת הן מאותם דינים כלליים החלים על מנהל התיקים,⁴⁷ הן מהוראות הדין הספציפי. הוראות סעיף 26 לחוק הייעוץ מטילות על מנהל התיקים חובת דיווח שבגדרה עליו להמציא ללקוח "דין וחשבון" כחלק מחובת האמון שלו.⁴⁸ בין היתר, על מנהל התיקים להמציא ללקוח פרטים "בכל עת, על פי דרישתו" הסבירה של הלקוח.⁴⁹ הוראה זו אינה תלויה בהפרה של חובת האמון או של כל זכות תביעה אחרת של הלקוח כלפי מנהל התיקים.⁵⁰ ואכן, כדי לעמוד בחובה זו מוטלת על מנהל התיקים החובה לנהל רישומים של עניינים הנוגעים לניהול תיקי הלקוח ולשמור תיעוד שלהם.⁵¹

41 SEC [Federal Register, Vol. 84, No. 134 33669](#), 33671 (July. 12, 2019); עמדה זו מתייחסת לחוק יועצי ההשקעות האמריקני – [Investment Advisers Act of 1940](#) – שם "יועץ השקעות" מוגדר בס' 202(a)(11). ודוק – אין בחוק האמריקני הפרדה ברורה ומפורטת מספיק בין העוסקים בתחום התיווך הפיננסי, כך שלמעשה יועץ השקעות עשוי לשמש כפועל גם כמנהל תיקי השקעות, וזאת ככל שהוא מפעיל שיקול דעת. ראו לעניין זה עלי בוקשפן ואסא כשר "המשפט והאתיקה בתחום התיווך הפיננסי" **משפט וממשל** טז 249, 275–274 (2014); Arthur B. Laby, *Advisers As Fiduciaries*, 73 FLA. L. REV. 953, 966 (2020). להבחנה בדיון הישראלי ראו ת"צ (כלכלית ת"א) 26522-06-14 **מנדזיצקי נ' סופריוור בית השקעות בע"מ**, פס' 435 לפסק דינו של סגן הנשיא כבוב (פורסם בנבו, 30.4.2019).

42 ראו, למשל, ביטוי לכך בפסק דין של בית המשפט העליון האוסטרלי, [Maquire v Makaronis](#) 188 CLR 449, 466 (Austl.).

43 Simone Degeling & Jessica Hudson, *Financial Robots as Instruments of Fiduciary Loyalty*, 40 SYDNEY L. REV. 63, 87–88 (2018).

44 ליכט "אמונאות", לעיל ה"ש 21, בעמ' 272.

45 שם, בעמ' 269.

46 ראו שם, בעמ' 268; ע"א 5320/90 א.צ. ברנוביץ נכסים והשכרה בע"מ נ' רשות ניירות ערך, פ"ד (מו) 818, 837 (1992); ע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 655, 642 (1996). לעניין המהותיות השווה לע"א 7657/17 **חן ברדיצ'ב בתפקידו כנאמן על הסדר הנושים של פויכטונגר תעשיות בע"מ נ' פויכטונגר**, פס' 207–208 לפסק דינה של השופטת וילנר (**פורסם באר"ש**, 18.6.2020). ראו גם התייחסות בדיון האמריקני לחובת הגילוי המלא של יועץ השקעות U.S. v. Lay, 566 F.Supp.2d 652, 656 (N.D. Ohio 2008). כאמור לעיל, יועץ השקעות שמפעיל שיקול דעת בדבר נכסי לקוחותיו עונה להגדרה של "מנהל תיקי ההשקעות" הישראלי. ראו Laby, לעיל ה"ש 41.

47 ראו ס' 8(1) לחוק השליחות וס' 7(ב) לחוק הנאמנות.

48 ראו, למשל, ת"מ (ועדת האכיפה המינהלית) 4/12 **יו"ר רשות ניירות ערך נ' אסא**, פס' 9.2 להחלטה (**פורסם באתר רשות ניירות ערך**, 18.2.2013).

49 ס' 26(ג) לחוק הייעוץ (ההדגשות הוספו). ראו גם ליכט **דיני אמונאות**, לעיל ה"ש 22, בעמ' 299 והמקורות שם.

50 השווה לליכט, שם, בעמ' 254 ו-299–300.

51 ס' 25 לחוק הייעוץ. ראו גם ס' 7(ב) לחוק הנאמנות.

אך מה בנוגע לגילוי מלא במהלך יצירת מערכת היחסים? ידוע כי במהלך יצירת הקשר החוזי – בשלב המשא ומתן – הצדדים חבים חובת גילוי אחד לאחר מכוח חובת תום הלב הכללית.⁵² ואולם חובת תום הלב אינה קובעת כי על הצדדים לנהוג אחד כלפי האחר בגילוי מלא,⁵³ שכן היא אינה מבוססת "על הדרישה כי כל צד חייב לדאוג לאינטרסים של זולתו על חשבון הבטחת האינטרס העצמי".⁵⁴ בהחלט אין זה אינטואיטיבי לחשוב כי על מנהל תיקים למסור ללקוח הפוטנציאלי כל מידע מהותי עוד לפני שהתחייב לנהל את ענייניו. למעשה, האזכור היחיד בחוק הייעוץ הנוגע לשלב הטרומי-מערבתי עם לקוח מתייחס לכך שחוק הייעוץ מטיל על בעלי רישיון מסוימים דרישה לגילוי "נאות" גרידא.⁵⁵ עם זאת, מעבר לכך שמדובר בסעיף הצהרתי בשל הגילוי הנדרש מחובת תום הלב הכללית,⁵⁶ אין מדובר בהסדר שלילי שמוציא מתחולה את חובת הגילוי המלא בשלב המקדים, שכן, בין השאר, ההסדר חל אך על בעלי רישיון מסוימים וביחס לעניינים מסוימים. לצד זאת, בהתאם לעקרונות הכלליים של דיני האמונות, חובת הגילוי המלא חלה בכל מערכת יחסים אמונאית, ולא רק בנסיבות שבהן קיים דבר חקיקה ספציפי שקובע זאת.⁵⁷

מכל מקום, ניתן לראות בשיטת המשפט שלנו שורשים אשר עשויים לצמוח ולהחיל באופן מלא את חובת הגילוי המלא בשלב הטרומי-מערבתי, כפי שאני טוען שראוי להכיר כך בענייננו.⁵⁸ לדעתי במסגרת הדיון על מערכת היחסים שבין מנהל התיקים ללקוח, אם לא תקום חובת הגילוי המלא בשלב הטרומי-מערבתי, הלקוח לא יוכל לקבל החלטה מושכלת בדבר ייפוי כוחו של מנהל התיקים ובדבר קביעת אופי הסיכון בניהול התיק, כנדרש ממנו בשלב זה.⁵⁹ מצב כזה, לטעמי, סותר את תקנת הציבור ומשכך חוזה הפתווה את היחסים שבין הצדדים אשר השתכלל ללא גילוי מלא של כל מידע מהותי הוא חוזה פסול ובטל מעיקרו.⁶⁰

אף על פי שחובת הגילוי המלא שמקורן בחוק השליחות ובחוק הנאמנות הן דיספוזיטיביות,⁶¹ חוק הייעוץ, כאמור, קובע כי חובת האמון בענייננו קוגנטית. מכאן שגם החובות הנגזרות ממנה – וביניהן חובת הגילוי – קוגנטיות. כמו כן, הפסיקה בישראל כבר עמדה על כך שביחסים שבהם הנהנה מצוי בעמדת נחיתות אינפורמטיבית ניכרת ראוי "לעבות את

- 52 ס' 12(א) **לחוק החוזים (חלק כללי), התשל"ג-1973** (להלן: חוק החוזים). להרחבה ראו גבריאלה שלו ואפי צמח **דיני חוזים** 116–118 (מהדורה רביעית, 2019); ע"א 5893/91 **טפחות בנק משכנתאות לישראל בע"מ נ' צבאח**, פ"ד מח(2) 573, 596 (1994).
- 53 דניאל פרידמן ונילי כהן **חוזים** כרך ב' 210 (מהדורה שנייה, 2020).
- 54 ע"א 6370/00 **קל בנין בע"מ נ' ע.ר.מ. רעננה לבניה והשכרה בע"מ**, פ"ד נור(3) 289, 298 (2002).
- 55 ס' 16א לחוק הייעוץ; גילוי "נאות" מרמז על מעין גילוי "סביר", ולא על גילוי מלא של כל מידע מהותי. ראו לעניין זה ליכט "אמונות", לעיל ה"ש 21, בעמ' 269, ה"ש 136.
- 56 חובת תום הלב הכללית מעוגנת בס' 12 ר"ל לחוק החוזים, והיא חלה גם על פעולות משפטיות שאינן בבחינת חוזה מכוח ס' 61(ב) לחוק החוזים.
- 57 ליכט "אמונות", לעיל ה"ש 21, בעמ' 270.
- 58 להרחבה ראו עמיר ליכט "**אין עבודה, אין שפה – תובענה ייצוגית נגד עורך דין שלא נתן גילוי מלא ללקוחה בכוח**" נקודה בסוף משפט (22.12.2020).
- 59 ס' 13(ג)(1) לחוק הייעוץ. כלשון ס' 13(א) לחוק: "בעל רישיון יערך הסכם בכתב עם הלקוח... קודם לתחילת מתן השירות." (ההדגשות הוספו).
- 60 ס' 30 לחוק החוזים. ראו גם דניאל פרידמן ונילי כהן **חוזים** כרך ג' 547–548 (2003); והשוו לחובת הגילוי מכוח ס' 6 **לחוק חוזה הביטוח, התשמ"א-1981**, שחלה במהלך משא ומתן לכריתת חוזה ביטוח, ולפיה על המבוטח להציג למבטח מידע מהותי כדי שהסיכונים ישתקפו בחוזה. חובת גילוי זו מאפיינת מידה "מירבית של הגינות ותום לב", כלומר פעולה "at utmost good faith" או בלטינית "uberrimae fidei". ראו לעניין זה – בהתאמה – ע"א 11081/02 **דולב חברה לביטוח בע"מ נ' קרוש**, פ"ד סב(2) 573, 624 (2004), וע"א 846/76 **עטיה נ' "אורט" חברה לביטוח בע"מ**, פ"ד לא(2) 780, 782 (1977). על היקף הגילוי הנדרש ראו ע"א 282/89 **רוטנברג נ' כלל חברה לביטוח בע"מ**, פ"ד מו(2) 339, 349–351 (1992); על בטלות (void) של חוזה ביטוח שהשתכלל ללא גילוי מלא מצד המבוטח ראו, למשל, את הגישה המנחה באנגליה שנקבעה בפסק הדין *Carter v. Boehm*, 97 ER 1162 (1776).
- 61 ה"פ (מחוזי ת"א) 39815-06-16 **מרק נ' חגיז**, פס' 25 לפסק דינו של השופט גונטובניק (פורסם בנבו, 1.1.2018).

הגרעין הקוגנטי הקשיח של חובת האמון ולהכיר בחובת הגילוי "קוגנטית ללא יכולת התנאה".⁶² אין לי ספק כי דברים אלה רלוונטיים גם לענייננו, שכן עסקינן בתחום שבו פערי המידע והשליטה מחייבים זאת.⁶³

השימוש במסחר אלגוריתמי

עד כה בחנתי את חובת האמון החלה על מנהל תיקי השקעות, ואת שתי החובות הנגזרות ממנה – האיסור על ניגוד עניינים וחובת הגילוי המלא. כעת אישם את הבחינה שביצעתי לשם שימוש שעושה מנהל תיקי השקעות במסחר אלגוריתמי, ואבחן אם שימוש זה עולה בקנה אחד עם החובות שחלות על מנהל תיקי ההשקעות, בסיוע פסקי הדין בנושא והוראות רשות ניירות ערך בדבר יישום אמצעים טכנולוגיים בעניין.

1. איסור על ניגוד עניינים

לכאורה, נראה כי לאלגוריתם יתרון של ממש בכל הנוגע להימצאות במצבים של ניגוד עניינים. בדומה למנהל תיקים אנושי, גם האלגוריתם פועל על פי היקף הסמכות שניתנה לו ועל פי גבולות הגזרה שהציב לו הלקוח.⁶⁴ אולם, בשונה ממנהל תיקים אנושי שעלול לסטות מגבולות אלה עקב רגשות, מצב נפשי ואינטרסים אישיים,⁶⁵ האלגוריתמים (עדיין) אינם בעלי רגשות, והם לא ניחנים בקיומם של אינטרסים אישיים.⁶⁶ לצד זאת, בחירותיהם של האלגוריתמים עלולות להיות מוטות עקב ההטיות שקיימות אצל מפתחיהם האנושיים,⁶⁷ וכן עקב הטיות מובנות במידע שבו משתמש האלגוריתם.⁶⁸ כך, למשל, האלגוריתם עשוי להיות מתכוון מלכתחילה באופן שמקדם את האינטרסים של מנהל התיקים או של התאגיד שבו הוא עובד – במתכוון או שלא במתכוון.⁶⁹ כמו כן, מידת ההשפעה והפיקוח שיש למנהל התיקים על האלגוריתם עשויה להשפיע על פעילות האלגוריתם ולהטמיע בו את ניגוד העניינים "האנושי". כך, למשל, באמצעות שינוי קו פעילות או פיקוח ואשרור של פעולות האלגוריתם.

חשוב להבין שהנזק הצפוי מהטיות כאלו עלול להיות חמור יותר משהיה, אם היה, נובע מניגוד עניינים שמקורו במנהלי התיקים האנושיים. זאת מאחר שלא כל מנהל תיקים ייטה לפעול לקידום האינטרסים האישיים שלו. לעומת זאת, אם

62 שם, פס' 18 לפסק דינו של השופט גונטובניק. בית המשפט עמד על כך שביחסים של קבוצות רכישה ראוי להכיר בחובת הגילוי כחובה קוגנטית שלא ניתן להתנות עליה. בעניין זה ראו גם את דבריו של עמיר ליכט "[חשבון פשוט – חובות הגילוי של המארגנים של הורעד המפקח בקבוצת רכישה](#)" נקודה בסוף משפט (3.2.2018).

63 ראו Amir N. Licht, *Motivation, Information, Negotiation: Why Fiduciary Accountability Cannot Be Negotiable*, in RESEARCH HANDBOOK ON FIDUCIARY LAW 159 (D. Gordon Smith & Andrew S. Gold eds., 2018).

64 Ji, לעיל ה"ש 8, בעמ' 1558.

65 השוו לעמיר ליכט "[אהבות ושקרים – רגשות גזאים וזיקות חברתיות של דירקטור בתביעה נגזרת](#)" נקודה בסוף משפט (30.8.2018), ביחס לאמונאי בחברה: "גם מצבים נפשיים שניתן לתאר כרגשות עלולים להעכיר את ניקיון הדעת של אמונאי בחברה ולהקשות עליו להתמקד בטובתה."

66 Chagal-Feferkorn, לעיל ה"ש 4, בעמ' 144.

67 Kleinberg et al., *Discrimination In The Age Of Algorithms*, 10 J. LEGAL ANALYSIS 113, 120 (2018).

68 פרל, לעיל ה"ש 2, בעמ' 172–173.

69 Ji, לעיל ה"ש 8, בעמ' 1573.

קיימת הטיה מסוימת אצל האלגוריתם, אזי היא בוודאות תתרחש ובכך ההסתברות שהלקוחות והשקעותיהם ייפגעו גבוהה יותר.⁷⁰

כפי שניתן לראות, ככל שהאלגוריתם מצוי בשליטתו של מנהל התיקים וכפוף לפיקוחו ולשיקול דעתו, הרי ששימוש שכזה באלגוריתם לא ינצל את יתרונות האלגוריתם הנוגעים לפוטנציאל אידימצאותו בניגוד עניינים.⁷¹ מכאן שכדי להימנע ממצבים של ניגוד עניינים וכדי לנצל את יתרונות אלה, רצוי שלא להעניק למנהל התיקים הרשאות נרחבות ביחס לפעילות האלגוריתם ולשיקול דעתו. ואולם, כפי שאראה להלן, באצילת סמכויות אלה בעיות של ממש, הנוגעות לבעיות שנובעות מעצם אידימפולט שיקול דעת עצמאי בידי מנהל התיקים.

2. החובה להפעיל שיקול דעת עצמאי

כפי שהוסבר לעיל, מנהל תיקי השקעות, מעצם הגדרתו, מחויב בהפעלת שיקול דעת עצמאי. כמו כן, עצם הצורך בקבלת רישיון מעיד כי קיימת הפעלה של שיקול דעת, שכן לו היה מדובר בפעולה טכנית גרידא לא היה כל צורך ברישיון.⁷² גישה זו מתבטאת אף בהוראות שקבעה רשות ניירות ערך בעניין.⁷³

בעניין **אפרימוב** גורסת השופטת רונן כי נקודת המוצא היא ש"מנהל התיקים הפעיל 'שיקול-דעת'... גם אם הוא הסתייע לצורך כך בגורם אחר או אף **העביר לגורם אחר את ההכרעה**".⁷⁴ לגישתה, "השאלה איננה האם הופעל שיקול-דעת אנושי, אלא האם יש לייחס את שיקול-הדעת ללקוח או לחברה".⁷⁵ לגישתי השופטת רונן זונחת את הקביעה המפורשת כי מי שמקבל את החלטת ההשקעה ומפעיל שיקול דעת הלכה למעשה, הוא האלגוריתם, תוך שהיא מנסה לגשר על פער זה בכך שהיא מייחסת את שיקול הדעת לגורם אנושי. השאלה, לטעמי, שצריכה להישאל היא "מי הפעיל בפועל את שיקול הדעת?" ולא "למי יש לייחס את שיקול הדעת שהופעל?" הסיבה לכך פשוטה היא – מנהל תיקים אינו יכול להעביר את סמכות הפעלת שיקול הדעת לגורם אחר. כאמור, מנהל תיקי השקעות מעצם הגדרתו הוא גורם שמפעיל שיקול דעת עצמאי. הלקוח שהעניק את הסמכות למנהל התיקים – לניהול ולהשקעת נכסיו **באופן מוחלט** – עשה זאת מאחר שהוא נתן למנהל התיקים **אמון** (trust).⁷⁶ מנהל תיקים לא יכול להתנער מהפעלת שיקול הדעת, שכן תהיה זו הפרה של אותו אמון ושל חובת האמון שהוא חב. הדבר דומה, למשל, לדירקטור בחברה אשר מעצם הגדרתו – בדומה למנהל תיקים – חייב להפעיל שיקול דעת עצמאי. כך, אידימפולט שיקול דעת עצמאי כאמור מהווה הפרת חובת אמונים.⁷⁷

לצד זאת, משייכת השופטת רונן זיקה מסוימת של הפעלת שיקול דעת אנושי ביחס לפעולות האלגוריתם. כך, למשל, כאשר "בפועל ההחלטה מתקבלת בהתאם לתהליך קבלת החלטות שעוצב מראש ובהסתמך על פרמטרים שנקבעו מראש".⁷⁸

70 שם, בעמ' 1578.

71 וזאת כמובן בהנחה שהאלגוריתם "נקי" מהטיות כלשהן.

72 עניין **אפרימוב**, לעיל ה"ש 14, פס' 28 לפסק דינה של השופטת רונן.

73 **הוראות הרשות**, לעיל ה"ש 12, בעמ' 2: "השימוש באמצעי הטכנולוגי אינו שולל את הצורך מבעל הרישיון להפעיל שיקול דעת מקצועי."

74 עניין **אפרימוב**, לעיל ה"ש 14, פס' 37 לפסק דינה של השופטת רונן (ההדגשות הוספו).

75 שם, פס' 33 לפסק דינה של השופטת רונן.

76 השוו לעניין **צמחוני**, לעיל ה"ש 27, פס' 47 להחלטתה של השופטת רונן.

77 ס' 106 **לחקר החברות, התשנ"ט-1999**; השוו גם ל"הסתמכות עיוורת" של גוף מוסדי על המלצת הצבעה ניתנה לו על ידי חברת הייעוץ שלו אצל סולומון, לעיל ה"ש 41, בעמ' 353.

78 עניין **אפרימוב**, לעיל ה"ש 14, פס' 33 לפסק דינה של השופטת רונן.

ואולם אני סבור כי פרמטרים אלה זהים במהותם לגבולות הגזרה שמציב הלקוח למנהל התיקים, ומשכך – לא ניתן לטעון כי קביעת פרמטרים אלה עולה לכדי הפעלת שיקול דעת של מנהל התיקים. כלומר עצם התערבות אנושית כלשהי בהליך איננה מעידה כי מנהל התיקים לא נטש את סמכותו להפעיל שיקול דעת עצמאי. לפיכך אני סבור כי משבחרה השופט רונן לבחון את ייחוס שיקול הדעת ולא את עצם הפעלת שיקול הדעת, תוך התעלמות משאלה זו – היא החמיצה את הדיון בדבר חובתו של מנהל התיקים להפעיל שיקול דעת עצמאי.

אך נשאלת השאלה איזה שימוש יכול המנהל לעשות באלגוריתמים במסגרת תפקידו? לגישתי כל עוד לא תהיה חקיקה ספציפית מתאימה, אשר מגלמת את התכליות שעליהן עמדתי לעיל ומוצאת את האיזון שבין היתרונות שבשימוש באלגוריתמים לבין החסרונות והסיכונים, מנהל התיקים יוכל להסתייע באלגוריתם בלבד, וזאת כל עוד שיקול הדעת הסופי נשאר אצלו.⁷⁹ כלומר כל עוד האלגוריתם הוא הכלי שבאמצעותו מתנהל התיק – למשל ככלי לאיתור אסטרטגיות השקעה – ולא המנהל של התיק אשר מפעיל שיקול דעת ומבצע את העסקאות בפועל.⁸⁰

לעניין זה ברצוני להדגיש שתי נקודות חשובות: **האחת** היא שמהרגע שעסקינן באלגוריתם כאמצעי (mean) לניהול התיק, ייתכן שאין אנו מצויים כבר בדיון על אודות הפרת חובת אמון, אלא בדיון על אודות חובת הזהירות שחב מנהל התיקים.⁸¹ בהחלט ייתכן כי זו הזירה המתאימה לדיון הזה, למצער לעת הזו, אולם לא ארחיב בנושא בהיותו חורג מהיקף רשימה זו. **האחרת** היא שנדרשת התאמה נורמטיבית בעניין – מעין "עיצוב מחדש" לחובת האמון של מנהל ההשקעות, מאחר שדווקא איהפעלת שיקול הדעת בביצוע פעולה ההשקעה היא האלמנט המרכזי המעניק לכלי ההשקעה האלגוריתמי את יתרונותיו (למשל, היכולת לבצע פעולות מסחר כמעט באופן מיידי).

3. חובת הגילוי המלא

כפי שראינו, על מנהל תיקים מוטלת חובה קוגניטיבית להציג גילוי מלא בדבר כל מידע מהותי, אשר חלה הן בשלב יצירת מערכת היחסים והן כאשר מנהל התיקים מבקש לקבל את הסכמתו המודעת של הלקוח לבצע עסקה שנגועה בניגוד עניינים. ברור, אם כן, כי על מנהל התיקים לגלות את עצם השימוש באלגוריתמים ואת אופן השימוש בהם. כך, למשל, עליו לגלות את היקף השימוש שנעשה באלגוריתמים, את מידת הפיקוח על פעולותיהם, את הסיכונים שקיימים בשימוש בהם⁸² ואת המתודולוגיה שבבסיסם.⁸³ היכולת של מנהל התיקים להסביר ולגלות את המידע דלעיל וכן מידע נוסף תלויה בעיקרה ביכולתו להבין את המתודולוגיה שבבסיס האלגוריתמים. ואכן, בהוראות הרשות נקבע כי על בעל הרישיון לרכוש מיומנות והבנה ביחס לאמצעי הטכנולוגי שבו הוא משתמש,⁸⁴ וכי עליו להבין את המתודולוגיה שבבסיס האמצעי הטכנולוגי, באופן שיאפשר לבעל הרישיון לתת תיאורים והסברים ללקוחותיו.⁸⁵ לטעמי, הוראות הרשות "אופטימיות"; מאחר שהליכי קבלת החלטות שמבצעים

79 השוו' לס' 10 (ד) לחוק הנאמנות.

80 לגישה כזו ראו Degeling & Hudson, לעיל ה"ש 49.

81 ראו ס' 20 לחוק הייעוץ.

82 השוו' Amy Ciaazza, Rob Rosenblum, Danielle Sartain, Wilson Sonsini & Rosati, *Investment Advisers' Fiduciary Duties: The Use of Artificial Intelligence*, HARV. L. SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE (June. 11, 2020).

83 השוו' להוראות הרשות, לעיל ה"ש 12, בס' 17.

84 שם, בס' 2.1.

85 שם, בס' 16.

האלגוריתמים עשויים להיות הליכים מורכבים מאוד, בלתי מובנים ובלתי שקופים,⁸⁶ במיוחד כשמדובר באלגוריתמים המבוססים על למידת מכונה (machine learning) – שימוש שמטבעו איננו בהיר.⁸⁷ למעשה נראה שרוב האלגוריתמים שבהם משתמשים בתחום הם אלגוריתמים המבוססים למידת מכונה.⁸⁸

מדברים אלה עולה כי מחד גיסא יש צורך ברור שמנהל התיקים יבין את האופן שבו האלגוריתם עובד, אולם מאידך גיסא, ככל שהאלגוריתם מפותח יותר – וכנראה שבכך אף יעיל יותר – היכולת של מנהל התיקים האנושי לפקח על פעולותיו ולהבין את האופן שבו הוא פועל נמוכה יותר. ודוק – הוראות הרשות מטילות על תאגיד מורשה הנותן שירותים תוך שימוש באמצעי טכנולוגי את החובה למנות "בעל רישיון ממונה" שעליו להיות "בעל הבנה עמוקה יותר של האלגוריתם".⁸⁹ כך, בין השאר עליו להיות מסוגל לבחון "אם האלגוריתם פועל כמצופה".⁹⁰ אם כן השאיפה להקים מערך ביקורת – הגם שהוא פנימי גרידא – על פעולות האלגוריתם מבורכת ולמעשה מחייבת כחלק ממנהות חובת הגילוי המלא.⁹¹ דא עקא, כאמור, שספק אם גורם אנושי יצליח להבין את הליכי קבלת ההחלטות של האלגוריתמים, הגם שיש לו מומחיות מיוחדת בעניין.

בשולי הדברים אעיר כי יש חשיבות רבה בהבנה של מנהל התיקים על פעילות הקוד של האלגוריתם, אולם אין זה אומר בהכרח כי יש חשיבות רבה בגילוי מידע שכזה ללקוח. זאת מאחר שכנראה כי חשיפה של מידע זה לא תהיה רלוונטית ללקוח, הואיל וסביר להניח שהוא כלל לא יבין את משמעות הדברים. מעבר לכך, מידע כזה עשוי להיות בגדר סוד מסחרי. רשות ניירות ערך מבהירה, ובצדק לדעתי, כי הגילוי אינו כולל חשיפת סודות מסחריים, קרי אינו כולל הסברים על אודות הפעילות הטכנית שבבסיס האלגוריתמים.⁹² כמו כן, מתן פטור לגילוי בשל האינטרס של שמירה על סוד מסחרי הוא דבר ידוע מכבר בשיטתנו.⁹³

סוף דבר

אין עוררין כי לאלגוריתמים הפועלים בתחום ההשקעות הפיננסיות יתרונות רבים. לצד זאת, השימוש בהם, אשר הולך ומתגבר, מחייב התאמה נורמטיבית וקביעת כללים רגולטוריים לשם השמירה על הפעילות התקינה בשוק ועל יישום יתרונותיהם. ואכן, בתי המשפט ורשות ניירות ערך האמונה על תפקיד זה, כבר צעדו מספר צעדים לקראת התאמה זו. אולם נדבך עיקרי בנושא הנוגע לדיני האמונות ולחובת האמון של מנהל התיקים נשאר מאחור.

באשר לאיסור על ניגוד עניינים, לאלגוריתם עשוי להיות יתרון משמעותי הנובע מכך שאינו ניחן בחסרונות "האנושיים". לצד זאת, יתרון זה מצטמק ככל שלמנהל התיקים האנושי שליטה ובקרה על פעילות האלגוריתם. למעשה, בהתאם לבחינה שערכתי בדבר החובה להפעיל שיקול דעת עצמאי ובהתאם למצב הנורמטיבי הקיים, מנהל התיקים כלל אינו

86 פרל, לעיל ה"ש 2, בעמ' 172. אף מרבית מפתחי התוכנה לא בנקל יבינו את הפרוצדורה הזו, ראו Maayan Perel & Niva Elkin, *Black Box Tinkering: Beyond Disclosure In Algorithmic Enforcement*, 69 FLA. L. REV. 181, 188–189 (2017).

87 השור, למשל, לפענוח של בדיקת MRI על ידי אלגוריתם, W. Nicholson Price II, *Black-Box Medicine*, 28 HARV. J. L. & TECH. 419, 433–434 (2015).

88 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 הרו"חות הרבעוניים: כך מנסות החברות לקרוץ לבניה המלאכותית" כלכליסט 25.10.2020.

89 הוראות הרשות, לעיל ה"ש 12, בעמ' 2.

90 שם, בעמ' 8.

91 על החשיבות בביקורת על אודות הליכי קבלת החלטות ציבוריות של אלגוריתמים ראו מורג, לעיל ה"ש 3.

92 הוראות הרשות, לעיל ה"ש 12, בעמ' 2.

93 ראו ס' 19(א)(1) *לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968*; ס' 5(3) *לחוק לתיקון סדרי המינהל (החלטות והנמקות)*, התשי"ט-1958.

יכול להתנער משיקול דעתו ומשכך עליו להיות מעורב בפעילות האלגוריתם, להכיר את המתודולוגיה שבבסיסו ולפקח עליו, באופן ששיקול הדעת הסופי יישאר בידו. דרישות אלה עלולות לאיין את יתרונות האלגוריתמים והן מעלות אתגרים רבים, שכן הליכי קבלת ההחלטות שמבצעים האלגוריתמים עשויים להיות מורכבים מאוד, בלתי מובנים ובלתי שקופים, במיוחד כשמדובר באלגוריתמים המבוססים למידת מכונה אשר מבססים את שליטתם בשוק. באשר לחובת הגילוי המלא, על מנהל התיקים לגלות את היקף השימוש שנעשה באלגוריתמים, את מידת הפיקוח על פעולותיהם, את הסיכונים שקיימים בשימוש בהם ואת המתודולוגיה שבבסיסם. כאמור, דרישות אלה תלויות בעיקרן ביכולת של מנהל התיקים להבין את האופן שבו מתקבלות החלטות האלגוריתמים. כפי שציינתי יכולת זו מוגבלת בשל המורכבות הטכנולוגית שבבסיס האלגוריתמים.

מן הדברים עולה כי המצב הנורמטיבי הקיים במסגרת השימושים באלגוריתמים בתחום ההשקעות הפיננסיות אינו נותן מענה של ממש בכל הנוגע לשמירה על עקרונות דיני האמונות. יש למצוא את האיזון בין ההלימה לחובת האמון של מנהל התיקים והשמירה על המשקיעים, לבין היתרונות שבשימוש באלגוריתמים בתחום. כך, למשל, ייתכן כי יש "לעצב מחדש" את חובת האמון של מנהל התיקים במסגרת השימוש באלגוריתמים, שכן דווקא איהפעלת שיקול הדעת בביצוע פעולת ההשקעה היא האלמנט המרכזי המעניק למסחר האלגוריתמי את יתרונותיו.