



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

לפני כבוד השופטת רות רונן

העותרת: ג.ג. פיירטרייד בע"מ
ע"י ב"כ עו"ד פייל וכהן

נגד

המשיבה: רשות לניירות ערך תל אביב
ע"י ב"כ עו"ד ויינבאום וכהן

פסק דין

1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
20
21

רקע עובדתי

1. להלן יתואר הרקע העובדתי הרלוונטי לעתירה כפי שהוא עולה מכתבי בית הדין על נספחיהם.
2. העותרת היא חברה המפעילה זירה אינטרנטית למסחר באופציות בינאריות. "אופציה" היא מכשיר פיננסי השייך לקבוצת מכשירים פיננסיים המכונים "נגזרים". נגזרים הם הסכמים שתוצאתם תלויה בשוויו של נכס הבסיס המסוים שההסכם מסתמך עליו. נכס הבסיס יכול להיות נכס ממשי (כגון תבואה או מניה); שער (כגון שער חליפין של מטבע חוץ); או מדד (כגון מדד של קבוצת מניות) (ר' ש' חנס וא' פינגנבאום "עיון מחודש בהגדרת 'נייר-ערך' בדין הישראלי" **משפט ועסקים ס'** התשס"ז, 11, ה"ש 20 בעמ' 18 (להלן: "**חנס ופינגנבאום**"). שווין של אופציות (ובכלל זה אופציות בינאריות) נגזר אם כן מ"נכס בסיס", כאשר האופציה מגדירה את נכס הבסיס כמו גם את מחיר המימוש ואת מועד הפקיעה של האופציה.
3. אופציה בינארית מקנה למחזיק בה זכות לקבל סכום כסף קבוע שעליו סוכם בעת היווצרות העסקה. יכולה להיות מסוג put או מסוג call – אופצית רכש או אופצית מכר. במקרה של אופצית רכש, קונה האופציה זכאי לסכום שנקבע אם האופציה פוקעת "בתוך הכסף" קרי אם שער נכס הבסיס ביום הפקיעה הוא גבוה ממחיר המימוש שנקבע בעת היווצרות העסקה. האופציה הבינארית מאפשרת שני מצבים



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 בלבד – ומכאן שמה. בשל מאפייניה, ניתן לתאר לרוכש האופציה מה יהיה אחוז
2 התשואה אם האופציה תפקע "בתוך הכסף" (קרי כאשר כדאי לממשה); והרוכש
3 יודע גם מה הסיכון בהשקעה באופציה, סיכון שבא לידי ביטוי במחיר הרכישה שלה.
4
- 5 הזירה האינטרנטית אותה מפעילה העותרת היא פלטפורמה טכנולוגית שיתופית, .4
6 המאפשרת מסחר רב-צדדי באופציות בינאריות. המסחר מתבצע בין מציעים
7 וניצעים (P2P). הפלטפורמה היא ה"שוק" המפגיש את הצדדים לעסקה - המציעים
8 והניצעים, כותבי האופציות והרוכשים. העותרת מתווכת בעסקאות אלה. אולם –
9 ובניגוד לפלטפורמות אחרות - העותרת אינה צד לעסקאות המתבצעות באמצעותה.
10 העותרת אינה כותבת אופציות והיא אינה מוכרת אותם מחשבונה שלה או רוכשת
11 אופציות לחשבונה שלה. במילים אחרות – העותרת מאפשרת את המסחר, אך היא
12 אינה צד לו.
13
- 14 המסחר מתנהל לפי כללי הפגשה קבועים שאין בהם שיקול-דעת באופן המסתיים
15 בעסקה. העותרת מאפשרת למשתמשי המערכת להציע (לכתוב) אופציות לציבור.
16 כותבי האופציות רשאים – במגבלות שנקבעות על-ידי העותרת מעת לעת – לכתוב
17 אופציות תוך פירוט של נכס הבסיס, שיעור התשואה, סכום הצעת האופציה, סוג
18 האופציה (רכש או מכר) ומועד פקיעת האופציה.
19
- 20 עם פרסום האופציה, מחויב חשבונו של כותב האופציה בסכום התחייבותו. לאחר
21 פרסום האופציה מתפרסמים פרטיה בפלטפורמה של העותרת, וציבור המשתמשים
22 יכול להחליט אם לרכוש את האופציה, כולה או חלקה. כל התשלומים המועברים
23 לעותרת על-ידי המשתמשים מוחזקים עד לסליקתם בחשבון תפעולי של העותרת.
24 העותרת אינה עושה בהם שימוש אלא בהתאם לתנאי השימוש בלבד.
25
- 26 כאשר משתמש בפלטפורמה מאשר שהוא מקבל את תנאי האופציה, נקשרת עסקה .6
27 בינו לבין כותב האופציה, והוא הופך להיות רוכש. התשואה הנקובה בעסקה כמו גם
28 יתר תנאי העסקה נקבעים על-ידי כותב האופציה, למעט סכום ההשקעה - שנקבע
29 על-ידי הרוכש, ויכול להיות גבוה או נמוך מהסכום אותו מבקש כותב האופציה
30 להציע. כאשר סכום ההשקעה של הרוכש נמוך מסכום ההצעה של הכותב, היתרה
31 מעבר לסכום העסקה שבוצעה מוצעת לרוכשים אחרים. כלומר, כותב האופציה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 היכול למכור אופציה בודדת למספר רוכשים שונים. רוכש בודד יכול לרכוש יותר
2 מאופציה אחת.
3
- 4 7. המסחר מתקיים לא רק בעת ההנפקה של האופציות אלא גם במועד פקיעתן. במועד
5 פקיעת האופציה, בודקת המערכת האם התקיים התנאי שנקבע בין כותב האופציה
6 לבין רוכש האופציה. בהתאם לשאלה האם התנאי התקיים אם לאו, העותרת תעביר
7 את סכום האופציה וסכום ההתחייבות לצד שזכאי להם. ככל שלא נקבע מפורשות
8 אחרת, השער הקובע ביחס לכל עסקה יהיה השער של נכס הבסיס כפי שהוא מוצג
9 במערכת במועד אישור רכישת האופציה על-ידי רוכש האופציה שמקורו מתוך
10 הציטוט הרלוונטי.
11
- 12 הציבור הרחב יכול לקנות ולמכור אופציות ובכך לגדר את הפוזיציות שלו באופן
13 רציף וסימולטני.
14
- 15 8. המערכת המופעלת על-ידי העותרת שונה אם כן מ"זירות סוחר". בהתאם להגדרה
16 בס' 44 לחוק ניירות-ערך התשכ"ח – 1968 (להלן: "חוק ניירות-ערך" או "החוק"),
17 זירות סוחר הן מערכות של מסחר באופציות בינאריות כאשר זירת הסוחר קונה או
18 מוכרת את האופציות לחשבונה הפרטי – קרי הזירה עצמה היא צד לעסקאות: היא
19 כותבת את האופציות או רוכשת אותן, והיא המציעה אותן לקהל המשקיעים.
20
- 21 9. לגישת המשיבה, רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות"), פעילות העותרת היא פעילות
22 אסורה, משום שהעותרת מנהלת ללא רישיון "בורסה לניירות-ערך". הרשות
23 מסתמכת על הוראת ס' 45(א) לחוק ניירות-ערך הקובעת כי "**לא יפתח אדם ולא**
24 **ינהל בורסה לניירות ערך אלא ברישיון מאת שר האוצר, שניתן לאחר התייעצות עם**
25 **הרשות**". מאחר שהעותרת אינה בעלת רישיון לבורסה, הרי שהיא אינה רשאית לנהל
26 את פעילותה. בהתאם לעמדתה זו – הורתה הרשות ביום 4.1.2017 לעותרת להפסיק
27 לאלתר את פעילותה תוך פרק זמן של 7 ימים, עד ליום 11.1.2017. הרשות אף
28 פירסמה באתר האינטרנט שלה אזהרה ספציפית, בה היא הודיעה לציבור הרחב על
29 כך שהיא הורתה לעותרת על הפסקת הפעילות. כן ציינה הרשות בהודעה כי מדובר
30 בפעילות מסוכנת שאינה מפקחת.
31



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

1 מנגד, עמדת העותרת היא כי הפעילות שלה אינה פעילות טעונה רישיון משום שהיא
2 אינה "בורסה לניירות-ערך", כפי שמונח זה מוגדר בחוק ניירות-ערך. לכן, לטענת
3 העותרת, פעילותה של הרשות ביחס אליה נעשתה בחוסר סמכות. מעבר לכך פגומה
4 החלטת הרשות במספר פגמים מהותיים נוספים אותם פירטה העותרת בעתירתה.
5
6 10. העותרת הגישה בקשה למתן צו ביניים. לאחר שניתן צו ארעי במעמד צד אחד, הגיעו
7 הצדדים בישיבת יום 26.1.2017 להסכמה דיונית לפיה הצו הארעי יעמוד בתוקפו כצו
8 ביניים עד להכרעה בעתירה לגופה, וכי פסק-הדין יינתן על סמך בקשת העותרת לצו
9 הביניים, תשובת הרשות ותשובות נוספות שיגישו שני הצדדים לאחר מכן. פסק-דין
10 זה ניתן אם כן לאור מכלול החומר שצוין לעיל.

הגדרת המונח "ניירות-ערך"

11
12
13 11. המחלוקת בין הצדדים נוגעת לשאלה האם האופציות הבינאריות שנסחרות
14 בפלטפורמה שהעותרת מפעילה, הן "ניירות-ערך" כהגדרתו של מונח זה בחוק
15 ניירות-ערך. ההגדרה הרלוונטית אליה מתייחסים הצדדים היא ההגדרה בס' 52
16 לחוק ניירות-ערך הנוגעת לפרק ח' לחוק (הוא הפרק בו מצוי ס' 45), שלפיה –
17 **"בפרק זה, 'ניירות ערך' – לרבות ניירות ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1**
18 **ולרבות יחידות של קרן סגורה כהגדרתה בחוק להשקעות משותפות"**.

19
20 ההגדרה אליה מפנה הסעיף, ההגדרה בס' 1 לחוק, קובעת כי –

21 **בחוק זה –**

22 **'ניירות ערך' – תעודות המונפקות בסדרות על-ידי חברה, אגודה שיתופית**
23 **או כל תאגיד אחר ומקנות זכות חברות או השתתפות בהם או תביעה מהם,**
24 **ותעודות המקנות זכות לרכוש ניירות ערך, והכל בין אם הן על שם ובין אם**
25 **הן למוכ"ז, למעט ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה או בידי בנק**
26 **ישראל, שנתקיים בהם אחד מאלה:**

27 **(1) הם אינם מקנים זכות השתתפות או חברות בתאגיד ואינם ניתנים**

28 **להמרה או למימוש בניירות ערך המקנים זכות כאמור;**

29 **(2) הם מונפקים לפי חיקוק מיוחד"**.

30



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 ההגדרה בס' 1 לחוק היא ההגדרה הבסיסית למונח נייר-ערך. מהגדרה זו נגזרת
2 החובה לפרסם תשקיף בעת ההצעה לציבור, ובמקרים המתאימים, גם החובה לגילוי
3 תקופתי מתמשך. חובות אלה "מהוות את הליבה של דיני ניירות-הערך" (ר' חנס
4 ופינגבאום, עמ' 19). יחד עם זאת, אין חולק כי חוק ניירות-ערך מאמץ מספר הגדרות
5 שונות למונח "נייר-ערך", וזאת משום ש"גם המחוקק הכיר בכך שההגדרה
6 הבסיסית (קרי ההגדרה שבס' 1, ר.ר.) פגומה" (ר' חנס ופינגבאום, עמ"ד 19).
7
8 כפי שהובהר לעיל, עמדתה של הרשות היא כי האופציות הנסחרות בפלטפורמה .12
9 שהעותרת מפעילה נופלות לגדר ההגדרה של ניירות-ערך, ולכן נדרשת העותרת לקבל
10 רישיון בגין פעילותה שהיא ניהול בורסה לניירות-ערך. לגישת הרשות, לאור העובדה
11 שמדובר בשאלה של חיוב ברישיון, הרי אם עמדתה הפרשנית תתקבל - פירוש הדבר
12 כי העותרת נדרשת לעמוד בדרישות הדין ולקבל רישיון. בהעדר רישיון כזה, מוסמכת
13 הרשות להורות לעותרת לחדול מפעילותה. מנגד, נראה שאין חולק כי אם תידחה
14 עמדת הרשות וייקבע כי העותרת אינה חייבת לקבל רישיון לצורך פעילותה, הרי
15 שהרשות לא היתה מוסמכת לפעול כפי שהיא פעלה כנגד העותרת, והעותרת רשאית
16 להמשיך בפעילותה חרף עמדתה הרגולטורית של הרשות.
17
18 נראה שאין חולק כי הסעיף בו מדובר – ס' 52 הנ"ל לחוק ניירות-ערך, הוא סעיף .13
19 המותיר מקום לעמימות רבה ביחס לפרשנות הנכונה למונח "ניירות-ערך" על-פיו.
20 העמימות בסעיף מקשה כמובן הן על גופים כמו העותרת המבקשים לפעול כדין (אלא
21 שהדין אינו ברור להם), והן על בית-המשפט בבואו לפרש את החוק לצורך קביעה
22 האם פעילות כמו זו של העותרת היא טעונה רישיון. נהוג לומר ש-hard cases make
23 bad law, אולם דומה שבמקרה דנן – bad law makes hard cases. הקושי הפרשני
24 נובע – כך מניחים המחברים חנס ופינגבאום במאמרם, מכך ש"המחוקק נכנע
25 ולמעשה ויתר על הגדרת 'נייר-ערך' תוך שהוא משאיר את הזירה לפסיקה" (עמ'
26 23 למאמר).
27
28 העמימות נובעת מהעובדה שהסעיף מסתפק בהגדרה "מַרְבֵּה", בלא אינדיקציה
29 ברורה ביחס לאופן בו יש לפרש את המונח. המחוקק הסתפק בקביעה לפיה גם
30 מכשירים שאינם כלולים בהגדרה נושא סעיף 1 לחוק, יבואו בכלל הגדרת נייר-ערך
31 בנוגע לפרק ח' לחוק. ואולם הוא לא הבהיר (למעט דוגמה אחת), מהם אותם



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

1 "מכשירים" שאינם "נייר-ערך" בהתאם להגדרה בסעיף 1, ושפרק ח' לחוק ניירות-
2 ערך בכל זאת יחול עליהם: מה טיבם ואיך ניתן להבחין ביניהם לבין מכשירים
3 שהמסחר בהם אינו מסחר ב"ניירות-ערך", ואינו מחייב לכן רישיון של בורסה.
4
5 14. מסקנה זו עולה מעמדתו של המחוקק עצמו, בדברי ההסבר שלו במסגרת הצעת חוק
6 ניירות-ערך (תיקון מס' 60) (שינוי מבנה הבורסה) התשע"ו – 2016. (להלן: "תיקון
7 60", הצעה שתידון להלן), שם צוין כי ההגדרה הנוכחית (בס' 52) אינה ברורה וניתנת
8 לפרשנויות שונות, שכן היא עושה שימוש במילה "לרבות", ו"מוסיפה בלא הגבלה
9 ניירות-ערך שאינם כלולים בהגדרה בס' 1 לחוק". כפי שמציינים המחברים חנס
10 ופיגנבאום, בעשותו כן, לא חשף המחוקק למען הפרשן "ולו שמץ הנחיה באשר
11 לזיהויים של ניירות-ערך אשר חמקו מההגדרה הבסיסית (שבס' 1)" (ר' עמ' 20
12 למאמר).
13
14 להלן ייבחנו אם כן טענותיהם הפרשניות של הצדדים ביחס לפרשנותו הנכונה של
15 המונח "ניירות-ערך" בס' 52 לחוק ניירות-ערך.
16

טענות הצדדים

טענות העותרת

15. העותרת טענה כי המונח "ניירות-ערך" בס' 52 לחוק אינו כולל אופציות בינאריות.
20 לגישתה, עמדת הרשות אינה נובעת מקריאת החוק אלא מכך שהרשות סבורה כי
21 "כך ראוי להיות". מנגד, עמדת העותרת עולה בקנה אחד עם הפרשנות המילולית לס'
22 52 לחוק ניירות-ערך. עמדת העותרת עולה בקנה אחד גם עם העמדה שהציגה הרשות
23 בהליכי ההצעה לתיקון 60 לחוק. הפרשנות המילולית של העותרת עולה בקנה אחד
24 גם עם הפרשנות שניתנה על-ידי בית-המשפט המחוזי בפסקי-דין קודמים שלו,
25 פסקי-דין המחייבים את הרשות כגוף מנהלי.
26
27 לגישת העותרת, ההפניה בס' 52 ל"לרבות ניירות-ערך שאינם כלולים בס' 1"
28 מתייחסת לניירות-הערך שהוחרגו מפורשות בס' 1 לחוק – שהם ניירות-ערך
29 המונפקים על ידי הממשלה או לפי חוק מיוחד. העותרת ציינה כי עמדת הרשות
30 יכולה להצדיק הכללה של כל דבר שהוא במסגרת הסיפא לס' 52 לחוק, ומסקנה זו
31 היא על פני הדברים מסקנה פרשנית בלתי-סבירה. העותרת ציינה כי את נושא



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 המכשירים הפיננסיים בחר המחוקק להסדיר בנפרד, תוך הוספת הגדרה של מכשיר
2 פיננסי מעבר להגדרה של נייר-ערך בהגדרה הרחבה שלו בס' 52 לחוק.
3
4 16. העותרת הוסיפה כי עמדתה עולה בקנה אחד גם עם הפרשנות התכליתית לחוק.
5 בהקשר זה נטען קודם כל כי גבול הפרשנות הוא גבול הלשון, ולא ניתן "לאנוס" את
6 לשון החוק, באמצעות פרשנות תכליתית, ולהוסיף עליו דברים שאינם מצויים בו
7 מלכתחילה. לא ניתן לקבוע את תכלית החוק בהתאם למטרתה של הרשות. התהליך
8 צריך להיות הפוך: יש להבין מהי תכלית החוק, ורק לאור תכלית זו רשאית הרשות
9 לפעול. הרשות אינה רשאית לכתוב את החוקים במקום המחוקק, ועליה לפעול
10 בהתאם להכרעותיו של המחוקק.
11
12 17. העותרת הוסיפה כי הרשות יוזמת שינויי חקיקה שונים לחוק ניירות-ערך, והיא
13 יכולה לפנות למחוקק כדי שישנה את החוק כך שהוא יכלול אופציות בינאריות.
14 הרשות אכן פעלה בדרך זו והציעה את הצעת החוק לתיקון 60, המצויה על שולחן
15 הכנסת. במסגרת הצעה זו, הוצע לתקן את ס' 52 ולהוסיף לו את התיבה "והם
16 מכשיר פיננסי כהגדרתו בס' 44יב". מדברי ההסבר לתיקון זה עולה כי ההגדרה
17 הנוכחית של ניירות-ערך בס' 52 אינה ברורה וניתנת לפרשנויות שונות.
18
19 18. העותרת התייחסה לטענת הרשות לפיה החוק נותר עמום במכוון, לאור הקושי
20 להגדיר כל מכשיר פיננסי אפשרי עתידי. היא ציינה כי מההלכה הפסוקה עולה כי
21 החשש בדבר קושי כאמור אכן קיים, אולם הוא מופרז. העותרת הדגישה בהקשר זה
22 כי לרשות אין סמכות שיורית בנוגע לכל סיכון פיננסי, אלא סמכויותיה הן מוגדרות
23 והיא אינה יכולה לחרוג מעבר להן.
24
25 20. העותרת הפנתה גם לתיקון 40 לחוק, מכוחו נוסף לחוק פרק המתייחס ל"זירות
26 סוחר". מדברי ההסבר לתיקון זה עולה כי המחוקק לא היה סבור שההגדרה
27 הנוכחית בחוק כוללת אופציות בינאריות בפרט ונגזרים פיננסיים בכלל. המחוקק לא
28 התייחס בדברי ההסבר לס' 52 (אלא רק להגדרה הצרה בס' 1) מתוך הבנה ברורה כי
29 גם סעיף זה אינו חל על אופציות בינאריות.
30



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

21. באשר לדברי ההסבר שנכללו בהצעת תיקון 32 לחוק ניירות-ערך (אליהם הפנתה הרשות לחיזוק טענותיה), טענה העותרת כי הרשות בחרה להתעלם מדברי חקיקה מאוחרים יותר שעומדים בסתירה לתיקון זה. כך, הפירוש שהציעה הרשות לתיקון זה, אינו מתיישב עם דברי המחוקק כפי שאלה באים לידי ביטוי בתיקון 40 ובתיקון 60 לחוק.
- לגישת העותרת, מדברי ההסבר לתיקון 32 עולה כי המחוקק התכוון, בהקשר של מידע פנים, לכלול גם מכשירים פיננסיים נגזרים הנסחרים בבורסה לניירות-ערך בתל אביב, ולא היה בכוונתו לכלול גם אופציות בינאריות שאינן נסחרות בבורסה זו. ואולם, מרבית האופציות הנסחרות במסגרת הפלטפורמה של העותרת אינן מבוססות על ניירות-ערך הנסחרים בבורסה אלא על נכסי בסיס אחרים.
- מטרתו של תיקון 32 היתה – כך נטען – למנוע שימוש במידע פנים גם בסחר בנגזרים. לענין זה יש משמעות רק כאשר נכס הבסיס של אותו מכשיר הוא מניה הנסחרת בבורסה לניירות-ערך בתל אביב. אולם איש אינו יכול להשפיע באמצעות מידע פנים על סחר באופציות בינאריות – לא על שעריהן ולא על שער נכס הבסיס שלהן. למרות זאת מנסה הרשות להרחיב את ההגדרה באופן שהיא תכלול גם מסחר בנגזרים שנכסי הבסיס שלהם כלל אינם ניירות-ערך הנסחרים בבורסה, וזאת גם כאשר הנגזרים עצמם אינם סחירים כלל (בניגוד לנגזרי המעו"ף הנסחרים בבורסה). מדברי נציגת הרשות בדיון בוועדת הכספים של הכנסת עולה כי עמדת הרשות היא שתיקון 32 אינו כולל מכשירים פיננסיים שאינם נסחרים בבורסה.
22. העותרת הוסיפה כי הפלטפורמה שלה אינה מאפשרת מסחר משני באופציות בינאריות, אלא רק כתיבה וקניה שלהן על ידי משתמשי קצה.
- העותרת הוסיפה, בהתייחס לפרשנות התכליתית של החוק, כי פרשנות כזו חייבת להתחשב בתכלית הסובייקטיבית כמו גם בזו האובייקטיבית – ואם יש סתירה ביניהן (כפי שעולה מעמדת הרשות) – הרי ידה של התכלית הסובייקטיבית צריכה להיות על העליונה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

23. עוד צוין כי דיני ניירות-ערך נועדו כדי לאזן את פערי הכוחות בין הגורם המנפיק את ניירות-הערך לבין ציבור המשקיעים – לא רק המשקיעים "הראשונים" אלא גם המשקיעים בשוק המשני. חוזים עתידיים הם שונים מניירות-ערך, והם נעדרים את הסממן הבסיסי של ניירות-ערך: החוזה העתידי אינו משמש אמצעי לגיוס הון על-ידי תאגידים, ולכן הקשר בין רוכש של חוזה עתידי לבין חברה מסוימת הוא קשר עקיף בלבד. למי שרוכש חוזה עתידי אין גם "תעודות המעניקות זכות לרכוש ניירות-ערך" כנדרש בסעיף 1 לחוק ניירות-ערך.
- כך, סוחרים באופציות בינאריות אינם עושים זאת במסגרת גיוס הון לחברה כלשהי, הם אינם רוכשים את נכס הבסיס, והעסקה אינה מערבת את קבלתו בפועל. אין הצעה לציבור ואין שוק משני, ומכל מקום המערכת של העותרת אינה מאפשרת שוק משני. אין סחר בסדרות, והעסקה אינה תלויה בחוסנם הכלכלי או בהצלחתם של הסוחרים. ברוב המקרים, נכסי הבסיס עצמם אינם נכסים שנסחרים בבורסה לניירות-ערך בישראל, שכן מדובר בשערי מטבע, במדדים, בשערי ריבית ובמחירי ניירות-ערך זרים שנסחרים בבורסות מחוץ לישראל. לסוחרים גם אין דרך להשפיע על שערי הנכסים הנסחרים – בניגוד למצב ביחס לניירות-ערך "רגילים".
24. לכן, אף אחת מהתכליות של חוק ניירות-ערך אינה חלה על המסחר באופציות הבינאריות. אין ממש בהקשר זה בעמדת הרשות לפיה היא מבקשת "להגן על המשקיעים". דיני ניירות-ערך נועדו להתמודד עם פערי מידע בין החברה לבין המשקיעים, וכדי למנוע מניפולציות במניות ובניירות-ערך הנסחרים בבורסה. דיני ניירות-ערך נועדו להגן על משקיעים שהשקעתם קשורה בביצועיה של החברה. משום כך, אין די בטענה כי הרשות מבקשת "להגן על המשקיעים", טענה שנועדה להרחיב את סמכויותיה של הרשות מעבר לאלה שיש לה מכוח החוק.
25. העותרת הוסיפה כי ישנו מסחר נרחב בשווקים רבים שאינם מפוקחים כלל, ובכאלה שאינם מפוקחים על ידי הרשות. חוק ניירות-ערך לא נועד להגן על כל פלטפורמה של מסחר במכשירים פיננסיים, אלא על פלטפורמות לניירות-ערך בלבד. העותרת אף ציינה כי לרגולציית יתר יש אפקט מצנן על השוק ועל המסחר הרחב, ואפקט כזה עומד בסתירה לתכלית החוק - שהיא לעודד את המסחר ולא להגביל אותו.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 עוד ציינה העותרת כי מגמת ההלכה הפסוקה היא לצמצם באופן עקבי את הסמכות
2 המנהלית מקום בו החוק אינו ברור, כדי לצמצם ככל האפשר את הפגיעה בזכויות
3 הפרט. היא טענה כי הפעלת בורסה ללא רישיון היא עבירה פלילית, וגם משום כך יש
4 לבחור – מתוך מספר פירושים אפשריים, בזה המקל ביותר ומצמצם ביותר את
5 תחום האחריות הפלילית.
6
- 7 26. בנוגע להפניות של הרשות לתקנון הבורסה ול"מתאר הנגזרים" שהוא חלק מכללי
8 העזר של מסלקת המעו"ף בנוגע לפרשנות החוק, נטען כי תקנון הבורסה אינו מקור
9 חוקי או מחייב למי שאינו חבר בורסה. לבורסה כגוף פרטי יש אינטרס להרחיב את
10 הגדרת המוצרים שהיא רשאית לנהל בהם מסחר, אולם אין להסיק מסקנות
11 פרשניות מהגדרות אלה.
12
- 13 27. העותרת התייחסה לעמדת הרשות הנוגעת לסיכונים הכרוכים במסחר באופציות
14 בינאריות בזירות סוחר. לגישת העותרת, מטרתה של הרשות היתה להלך אימים על
15 בית-המשפט ולייצר את הרושם כי קבלת העתירה משמעה חשיפה של הסוחרים
16 לסיכונים לא מבוקרים. אולם הרשות אינה מתייחסת לפלטפורמה של העותרת,
17 שהיא פלטפורמה המונעת את כל הכשלים שתוארו בתשובת הרשות. מדובר – כך
18 נטען - בפלטפורמה בה אין פערי מידע בין כותב האופציה לבין הרוכש, כאשר
19 העותרת אדישה לתוצאות העסקה בין שני הצדדים לה. הפלטפורמה דואגת כי כל
20 הכספים הנוגעים למסחר משני הצדדים יופקדו בחשבון עובר לביצוע העסקה, כך
21 שאין חשש כי צד כלשהו יעמוד בסופו של דבר בפני שוקת שבורה. כן נטען שחרף
22 טענות הרשות, בפועל סחר באופציות בינאריות אינו מורכב, והסיכוי והסיכון
23 הנוגעים למסחר זה הם מוגדרים ומתוחמים.
24
- 25 28. העותרת טענה עוד כי בהחלטת הרשות בעניינה נפלו מספר פגמים מנהליים –
26 ההחלטה פגעה באופן לא מידתי בזכותה החוקתית של העותרת לחופש העיסוק
27 וחופש החוזים; ההחלטה פגעה בזכות הטיעון של העותרת; והרשות פעלה בדרך של
28 אכיפה בררנית, שכן היא לא פעלה נגד הפלטפורמות השיתופיות לגיוס כספים
29 מהקהל הרחב.
30



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

1 לבסוף טענה העותרת כי פעילותה היא פעילות מפוקחת, גם אם לא על ידי הרשות.
2 העותרת כפופה לפיקוח מכוח חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (שירותים פיננסיים
3 מוסדרים) התשע"ו – 2016 (להלן: "חוק הפיקוח"), והיא תקבל רישיון בהתאם
4 להוראות החוק הזה. אם תיקון 60 ייכנס לתוקף – העותרת תהיה כפופה גם
5 להוראות חוק ניירות-ערך ותפעל לקבלת רישיון להפעלת בורסה בהתאם לאותו חוק.
6

טענות הרשות

7
8 30. הרשות בתגובתה הבהירה מהי אופציה בינארית, והסבירה את טיבו של השירות
9 שהעותרת מספקת.

10
11 לגישת הרשות, המערכת המופעלת על ידי העותרת מקיימת את יסודותיה המהותיים
12 של בורסה: היא מפגישה פקודות של קונים ומוכרים רבים באופציות בינאריות, היא
13 עושה שימוש בשיטת מסחר הפועלת לפי כללים שנקבעו מראש. בהתאם לכללי
14 המערכת משתכללות עסקאות מחייבות. המערכת מלווה את העסקה משלביה
15 המוקדמים ועד השלמתה, והיא מספקת גם שירותים נלווים ובכלל זה העברת
16 כספים בין חשבונות הלקוחות.
17

18 31. הרשות טענה כי יש ריבוי הגדרות בדין הישראלי למונח "נייר-ערך", משום שמדובר
19 במונח שמשמעותו משתנה מהקשר להקשר. להגדרה בס' 1 נופלים כתבי אופציה
20 לרכישת מניות הנסחרים בבורסה ומונפקים אגב תשקיף. אולם סעיף 1 אינו חל על
21 אופציות מעו"ף וחוזים עתידיים שערכם נגזר ממדדים ונכסי בסיס שלא מבטיחים
22 קבלה בעין של נייר-ערך. מכשירים אלה מוצעים בפועל ללא תשקיף.
23

24 32. הרשות טענה כי לשונו של ס' 52 לחוק יכולה לסבול מספר אפשרויות פרשניות, ויש
25 לבחור באפשרות המתאימה ביותר מבחינה תכליתית. בהתייחס לפרשנות
26 התכליתית, נטען כי זו צריכה להביא בחשבון את בחירתו של המחוקק להרחיב את
27 ההגדרה בס' 52 לחוק ולכלול בה גם מוצרים פיננסיים שלא כלולים בס' 1 לחוק.
28 מוצרים אלה כלולים בהגדרה חרף העובדה שהצעתם לציבור ולמסחר בבורסה אינה
29 מחייבת תשקיף וגילוי שוטף, שכן הם הוחרגו מההגדרה בסעיף 1. למרות זאת,
30 מוצרים אלה ייחשבו לניירות-ערך מכוח ההגדרה בס' 52 לחוק. לגישת הרשות,



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 העותרת לא הבהירה מדוע לגישה לא מתקיימת תכליתו של ס' 52 לחוק ביחס
2 לאופציות הבינאריות שנסחרות בפלטפורמה שהיא מפעילה.
3
- 4 .33 הרשות הוסיפה כי ההפניה של העותרת – בניתוח תכלית החקיקה – לס' 1 לחוק,
5 היא שגויה. זאת משום שהמבחנים נושא ס' 1 אינם רלוונטיים להגדרה שבס' 52
6 לחוק. הרשות הדגישה בהקשר זה כי האופציות הבינאריות שבהן העותרת סוחרת
7 אינן שונות מנגזרים אחרים הנסחרים בבורסה לניירות-ערך בתל אביב, שכבר הוכרע
8 כי הם כלולים בהגדרה בס' 52 (הגם שהם אינם מוצעים אגב גיוס הון לחברה ואינם
9 מערבים קבלה בפועל של נכס הבסיס).
10
- 11 .34 לגישת הרשות, תיקון 32 לחוק ניירות-ערך הבהיר באופן חד משמעי כי האיסור על
12 השימוש במידע פנים חל גם על מכשירים פיננסיים נגזרים שאינם נכנסים בהכרח
13 להגדרה נושא ס' 1 לחוק. התיקון הבהיר כי פעילות עשיית שימוש במידע פנים
14 בסעיף 52 לחוק ניירות-ערך יכולה להתבצע גם על דרך של עסקה בנייר נגזר –
15 **"בנייר-ערך אחר שנייר-ערך של חברה הוא נכס הבסיס שלו"**. מכאן שנייר-הערך
16 הנגזר אינו בהכרח נייר-ערך שהונפק על ידי החברה, אלא הוא יכול להיות מונפק גם
17 על ידי צדדים שלישיים. המסקנה היא כי לאחר כניסתו לתוקף של תיקון 32, אין עוד
18 ספק כי הגדרת ניירות-ערך הרלבנטית גם לשימוש במידע פנים, חלה גם על מכשירים
19 פיננסיים נגזרים שלא הונפקו על ידי החברה הנסחרת בבורסה דווקא.
20
- 21 .35 עוד הוסיפה הרשות וציינה כי לגישה ההגדרה בסעיף 52 לחוק כוללת מכשירים
22 פיננסיים נגזרים. זאת חרף העובדה שככל שהדבר נוגע לחלק מרכיבי החוק ולעבירה
23 שבס' 52 לחוק - עשיית שימוש במידע פנים – עבירה זו אינה רלוונטית בנגזרים
24 שאינם קשורים לניירות-ערך של חברה שהנפיקה ניירות-ערך לציבור על פי תשקיף
25 או שאינם נסחרים בבורסה.
26
- 27 .36 הרשות התייחסה לפסקי הדין המחוזיים אליהם הפנתה העותרת, וטענה כי אין
28 להסיק מהם את המסקנות להן היא טוענת. לא ניתן ללמוד מפסקי הדין כי המחוקק
29 סבר שההגדרה של נייר-ערך אינה רחבה דיה כדי לכלול את כל אותם המכשירים
30 הפיננסיים הקיימים או העתידיים בזירות הסוחר אותן הוא התכוון להסדיר.
31



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 לגישת הרשות, התכלית העיקרית של ס' 45 לחוק ניירות-ערך הקובע את החובה
2 לקבל רישיון לצורך ניהול בורסה, היא תכלית של הגנה על הציבור ושמירה על
3 יציבות הבורסה ועל תקינות והגינות המסחר בה לשם כך. הרשות ציינה כי תכליות
4 אלה מתקיימות גם כאשר מדובר בבורסה המציבה תשתית למסחר במכשירים
5 פיננסיים בלבד. גם בבורסה כזו נדרשת תקינות והוגנות.
6
7 ההגדרה בס' 52 לחוק ניירות-ערך רלוונטית בעיקר לאיסור הקבוע בס' 45 לחוק
8 לנהל בורסה לניירות-ערך ללא רישיון ולשימוש במידע פנים ותרמית בניירות-ערך.
9 ההגדרה כוללת קבוצה לא ברורה של מקרים, כאשר המחוקק בחר להדגים קבוצה
10 אחת (יחידות של קרן סגורה). מטרת ההוראות הנסמכות של סעיף 52 לחוק שונה
11 מזו נושא ס' 1 ו-36 לחוק. לגישת הרשות, אין לקבל גם הטענה החלופית של העותרת
12 – לפיה ההגדרה בס' 52 לחוק מצומצמת רק למוצרים פיננסיים הנגזרים מניירות-ערך
13 הנסחרים בבורסה בתל אביב.
14
15 הרשות התייחסה לנימוק של העותרת הנוגע לתיקון 40 בחוק, במסגרתו נוסף לו פרק
16 ז' - הגדרת מכשיר פיננסי. לגישת הרשות, אין להסיק מהתיקון הזה את המסקנה
17 לה טוענת העותרת. לגישתה, מנסח החוק ביקש להתמקד בהסדרת זירות
18 סוחר בלי לפגוע ביתר האיזונים בחוק. הצעת החוק משקפת מגמה של הבהרת המצב
19 הקיים.
20
21 כן התייחסה הרשות להצעה לתיקון ס' 60 לחוק – לשינוי מבנה הבורסה. היא טענה
22 כי ההצעה כוללת בין היתר תיקון של הסיפא של סעיף 52 כך שבמקום הביטוי
23 **"ולרבות יחידות של קרן סגורה"** יבואו המילים **"והם מכשיר פיננסי כהגדרתו**
24 **בסעיף 44יב"**. הרשות טענה כי מדובר בהצעת חוק שנועדה להבהיר את המצב
25 הקיים, בשים לב ללשונו הכללית של החוק. היא ציינה כי בישיבת ועדת הכספים בה
26 נדונה הצעת החוק, הבהירה נציגת הרשות את ההבדל בין תחולתה הרחבה של
27 ההגדרה בסעיף 52 לחוק לבין תחולת העבירה הנוגעת לשימוש במידע פנים, שהיא
28 מצומצמת יותר נוכח יתר רכיבי העבירה שבפרק ח' לחוק.
29
30 הרשות הוסיפה והבהירה כי היא אינה מקבלת את עמדת העותרת לפיה הבעיות
31 הקיימות אצל זירות הסוחר אכן נפתרו בפלטפורמה אותה מפעילה העותרת.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

1 לגישתה של הרשות, היא לא התירה לחברות בעלות רישיון זירה לסחור באופציות
2 בינאריות מאחר שבשל מאפייני המכשיר הזה ומאפייני הזירה, מדובר בשירות
3 הדומה במהותו למשחק הימורים. הודגש כי מורכבותן של האופציות הבינאריות
4 מקשה על משקיעים לתמחר אותן ולקבל החלטות השקעה מושכלות לגביהן. הקושי
5 הזה מחריף נוכח העדר הסחירות במכשירים הפיננסיים המאפיין את המסחר בזירה,
6 ובשל העדרו של מידע מספק אודות מחירי עסקאות במכשירים פיננסיים דומים
7 בבורסות ובשווקים משוכללים. לכן, לקוחות הזירה יכולים לחשב את שווי המכשיר
8 רק על ידי חישוב עצמאי המבוסס על מודל מורכב, וממידע שהזירה עצמה מספקת.
9 הרשות ציינה כי על פני הדברים, נוכח שיטת המסחר הנהוגה אצל העותרת ונוכח
10 היקפו של המסחר, ספק גדול אם יש בפלטפורמה של העותרת משום פתרון לבעיות
11 שהובילו את הרשות לאסור את הצעת האופציות הבינאריות על ידי זירות הסוחר.
12

דיון

13
14 40. כפי שעולה מהאמור לעיל, המחלוקת העיקרית בין הצדדים נוגעת להגדרת המונח
15 "נייר-ערך" בסעיף 52 לחוק ניירות-ערך, ולשאלה האם לאור הגדרה זו – העותרת
16 זקוקה לרישיון לניהול בורסה בקשר עם פעילותה.
17

18 לצורך הכרעה בשאלה זו, יש לבחון את הפרשנות המילולית לסעיף 52 לחוק, וככל
19 שזו אינה ברורה – גם את הפרשנות התכליתית שלו. הפרשנות התכליתית צריכה
20 להביא בחשבון הן את תכליתו של חוק ניירות-ערך והן את התכלית הספציפית של ס'
21 45 שחיבה "בורסה לניירות-ערך" לקבל רישיון.
22 את זאת נעשה להלן.
23

פרשנות מילולית

24 פרשנות בהתאם ללשון החוק - כללי

25
26 41. פרשנות של דבר חקיקה צריכה לקחת בחשבון קודם כל את לשון החוק. לשון זו היא
27 הקובעת את מתחם הפרשנויות האפשריות, מביניהן על הפרשן לבחור את הפרשנות
28 המתאימה. ההלכה הפסוקה קבעה בהקשר זה כי "בעוד שתכלית החוק מגדירה לנו
29 מהי הפרשנות הראויה, יש לזכור כי לשון החוק היא זו שקובעת מלכתחילה את
30 מתחם האפשרויות הפרשניות" (ר' ע"א 7566/13 פקיד שומה למפעלים גדולים נ'
31 ז'ורבין (22.6.2015)).



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

1
2 לשון החוק קודמת לתכלית, ואין אפשרות לתת ביטוי לתכלית אלא ככל שהמחוקק
3 נתן לה ביטוי בלשון החוק. כך, קובע פרופ' אהרן ברק כי פרשנות לא נועדה כדי לבחון
4 את השאלה מה רצה המחוקק, אלא מה הוא השיג בפועל –
5 **"השאלה אינה מה רצה המחוקק להשיג; השאלה היא מה המחוקק השיג; 'חשוב**
6 **הוא לא מה שהמחוקק רצה לומר אלא מה שאמר'. כל כן אין התכלית יכולה לבטל**
7 **את הלשון או להוסיף על הלשון מה שאין בה"ר' א' ברק, פרשנות במשפט, כרך א',**
8 **עמ' 82 תשנ"ג).**

9
10 לשון החוק במקרה דנן היא עמומה

11 42. ואולם, במקרה דנן אין די בלשון החוק כדי לאפשר קביעה אודות הפרשנות הנכונה
12 שיש לתת לחוק ולהגדרת המונח ניירות-ערך על פיו. לשונו של סעיף 52 לחוק היא –
13 כפי שצוין כבר לעיל- עמומה מאוד. מבחינה לשונית. כאשר ניירות-ערך מוגדרים
14 כ"לרבות ניירות-ערך שאינם כלולים בהגדרה שבסעיף 1 ולרבות יחידות של קרן
15 סגורה כהגדרתה בחוק להשקעות משותפות" - ניתן לכאורה (מבחינה לשונית) לכלול
16 בהגדרה זו כל דבר שהוא.

17
18 כך עולה גם ממאמרם של חנס ופיגנבאום, שם ציינו המחברים בהקשר זה כי –
19 **"ניתן לראות כי בהגדרה זו רב הסתום על הנגלה, שכן מסתבר כי הגדרת**
20 **'נייר-ערך' כוללת קבוצה לא ברורה של מקרים מעבר להגדרת 'נייר-ערך'**
21 **שבסעיף 1 לחוק, אשר ממנה המחוקק בוחר להדגים קבוצה אחת ויחידה**
22 **של מקרים (יחידות של קרן סגורה)".**

23
24 הפרשנות המילולית לה טוענת העותרת

25 43. אכן, פרשנות מילולית אפשרית אחת היא האפשרות לה טוענת העותרת, לפיה
26 יש לפרש את ההגדרה בס' 52 בהתייחס להגדרה בס' 1 לחוק, ולחריגים המצויינים
27 שם. בהתאם לפרשנות זו, ס' 52 מתייחס להגדרה בס' 1, ונועד "להשיב לחיקו" את
28 אותם עניינים שס' 1 חריג. בהתאם לקו החשיבה הזה, קובע ס' 52 לחוק כי ככל
29 שהדבר נוגע לפרק ח' לחוק, החריגים שנקבעו בס' 1 אינם חלים. במילים אחרות –
30 ההגדרה מעידה על כך כי המחוקק ביקש להפנות את הפרשן להגדרה בס' 1 ממנה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

1 נובע מהו "נייר-ערך" לצורך חוק ניירות-ערך, והוא ביקש להוסיף להגדרה שבס' 52
2 את אותם "ניירות-ערך" שהוצאו מפורשות מההגדרה בס' 1.

3
4 ואכן, ס' 1 לחוק ניירות-ערך מגדיר נייר-ערך, וממעט מההגדרה ניירות-ערך
5 מסוימים – ניירות-ערך המונפקים על ידי הממשלה או בידי בנק ישראל ושאינם
6 מקנים זכות השתתפות או חברות בתאגיד, ואינם ניתנים להמרה או למימוש
7 בניירות-ערך המקנים זכות כאמור, וניירות-ערך כאלה המונפקים לפי חוק מיוחד.
8 ניירות-ערך כאלה עונים לכאורה להגדרה של נייר-ערך בס' 1, הגדרה המתייחסת
9 לתעודות המונפקות בסדרות על ידי תאגיד ומקנות זכות חברות או השתתפות או
10 תביעה ממנו, וכן תעודות המקנות זכות לרכוש ניירות-ערך (בין על שם ובין למוכ"ז).
11 למרות זאת בחר המחוקק לקבוע במפורש בס' 1 לחוק כי הגדרה זו לא תחול עליהם.
12 מכאן כי המחוקק בחר כי בס' 52 לחוק ייכללו גם "ניירות-הערך" הללו, וזוהי – כך
13 עולה מגישת העותרת - המשמעות של התיבה "**לרבות ניירות ערך שאינם כלולים**
14 **בהגדרה שבסעיף 1**".

החלטות קודמות של בתי משפט מחוזיים ביחס להגדרת "נייר-ערך"

15
16 44. פרשנות דומה לזו אותה הציעה העותרת התקבלה על ידי בתי משפט מחוזיים בעבר.
17 כך קבע בית-המשפט המחוזי (כב' השופטת ו' אלשיך) בהמ"ר (מחוזי ת"א) 3199/95
18 רוזן הנרי צבי נ' בנק המזרחי המאוחד בע"מ (22.6.1995, להלן: "ענין רוזן") כי –
19 "מאחר ופסקתי כי החוזים העתידיים אינם ניירות-ערך על פי מהותם
20 וטיבם, הרי שממילא אין הם עומדים בהגדרת 'נייר-ערך' לפי סעיף 52
21 לחוק ניירות-ערך תשכ"ח – 1968... הדיבור 'לרבות' בסעיף דנן, אין לו דבר
22 וחצי דבר עם חוזים עתידיים; אף אני בדעת המשיב, כי בנוקטו בלשון
23 'לרבות', התכוון המחוקק לכלול בגדר הסעיף גם ניירות-ערך אשר הוצאו
24 במתכוון מתחולת סעיף 1 לחוק, כגון נייר-ערך המונפק על ידי הממשלה...
25 עינינו הרואות, אם כן, כי אין לייחס למחוקק כוונה לכלול בגידרו של סעיף
26 52 לחוק ניירות-ערך תשכ"ח – 1968 את המכשירים הפיננסיים בהם
27 עסקינן, שכן במהותם אינם יכולים להיחשב נייר-ערך... אשר על כן וכפועל
28 יוצא מכל שנכתב לעיל עד כה, טענותיו החמורות לכאורה של המבקש בענין
29 ניהול בורסה ללא רישיון, אי פרסום תשקיף והצעת תעודות התחייבות שלו
30 על פי האמור בחוק, דינן להידחות" (ההגדשה היא שלי, ר.ר.).
31



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1
- 2 הרשות בתגובתה ציינה כי ההחלטה הנ"ל בענין רוזן בוטלה בבית-המשפט העליון
- 3 מבלי שנדונה השאלה המהותית שנבחנה בבית-המשפט המחוזי לגופה. עוד צוין
- 4 בתגובת הרשות כי החלטה זו ניתנה לפני תיקון 32 לחוק ניירות-ערך (שיידון להלן),
- 5 שהבהיר כי האיסור על שימוש במידע פנים חל אף על מכשירים פיננסיים נגזרים,
- 6 שאינם נכנסים בהכרח להגדרה שבס' 1 לחוק.
- 7
- 8 ההחלטה בענין רוזן היא החלטה של בית-משפט מחוזי. ככזו – היא איננה מחייבת
- 9 ואף אינה מנחה במסגרת פסק הדין הנוכחי. זאת – מעבר לעובדה שהחלטה זו בוטלה
- 10 על ידי בית-המשפט העליון. יחד עם זאת, זוהי החלטה המשקפת עמדה של בית-
- 11 משפט מחוזי שדן בשאלה דומה ביחס לאופן בו הוא הבין את מילות החוק על רקע
- 12 השאלה שעמדה למבחן לפניו.
- 13
- 14 העותרת הפנתה את בית-המשפט להחלטה נוספת, ההחלטה בת"צ (ת"א) 1461/09
- 15 ברקוביץ נ' ברעם (12.5.2010, להלן: "ענין ברקוביץ"). באותה החלטה קבע בית-
- 16 המשפט (כב' השופט י' פרגו) כי –
- 17 "סעיף 52 נמצא במסגרת הפרק 'בורסה' אשר בחוק ניירות-ערך. ללמדך, כי
- 18 סעיף זה מתייחס ל'ניירות-ערך' סחירים. היה חשוב להוסיף כי גם
- 19 'ניירות-ערך המונפקים בידי הממשלה', שסעיף 1, סעיף ה'הגדרות',
- 20 הוציאם מתחולתו, או כל נכס פיננסי אחר הנסחר בבורסה, יחול עליו פרק
- 21 ח' לחוק, הדין, בין השאר, בהתנהלות ניירות-ערך סחירים בבורסה".
- 22
- 23 החלטה נוספת אליה הפנתה העותרת, היא החלטתה של כב' השופטת קרת-מאיר
- 24 בת"צ (כלכלית) 25717-10-13 איטריידר בע"מ נ' שרית בר-אור (24.4.2014, להלן:
- 25 "ענין איטריידר"). באותו ענין התעוררה שאלת פרשנותו של פרט (5) לתוספת השניה
- 26 בחוק תובענות ייצוגיות התשס"ו - 2006, החל על "תביעה בעילה הנובעת מזיקה
- 27 לנייר-ערך או ליחידה". "נייר-ערך" מוגדר בפרט זה תוך הפניה להגדרות המונח
- 28 בחוק החברות ובס' 52 לחוק ניירות-ערך.
- 29
- 30 בית-המשפט באותו ענין קבע מפורשות בהקשר זה כי –
- 31 "אינני רואה מקום לטענת המשיבים כי ניתן לפרש את הגדרת 'נייר-ערך'



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 ככוללת בתוכה מכשירים פיננסיים כגון האופציות הבינאריות אליהן
2 מתייחסת הבקשה. אין ספק ואין מחלוקת כי היה אכן צורך להסדיר את
3 הפעילות במכשירים פיננסיים נגזרים ובזירות מקוונות. המחוקק בחר
4 להסדיר את הנושא תוך התייחסות לזירה עצמה והוספת הגדרה של
5 'מכשיר פיננסי' מעבר להגדרה של 'נייר-ערך' על פי ההגדרה הרחבה שלו
6 בסעיף 52 לחוק ניירות-ערך"
7
8 בהמשך ההחלטה מתייחס בית-המשפט לתיקון 42 לחוק ניירות-ערך, וקובע כי
9 "מאופן הגדרת 'מכשיר פיננסי' בתיקון 42 לחוק ניירות-ערך ומדברי ההסבר, עולה
10 כי המחוקק סבר שהגדרת 'נייר-ערך' איננה רחבה דייה כדי לכלול את כל אותם
11 המכשירים הפיננסיים הקיימים או העתידיים בזירות הסוחר אותן התכוון להסדיר,
12 ולכן הוספו ההגדרות השונות במסגרת התיקון".
13
14 47. בהתייחס להחלטה בענין איטריידר, השיבה הרשות בתגובתה לעתירה כי מדובר
15 בהחלטה שעסקה בשאלת העברת הדיון בבקשה לאישור תביעה ייצוגית (שעניינה
16 באופציות בינאריות הנסחרות בזירות מסחר מקוונות), מהמחלקה הכלכלית
17 למחלקה האזרחית של בית-המשפט. הרשות סברה כי אין ללמוד מהחלטה זו שניתנה
18 ביחס לפרשנות ההגדרה של "נייר-ערך" בחוק תובענות ייצוגיות המפנה בין היתר
19 להגדרה בס' 52 לחוק ניירות-ערך, אודות פרשנות ס' 52 הנ"ל בהקשר לס' 45 לחוק
20 האוסר על ניהול בורסה לניירות-ערך ללא רישיון.
21
22 המדובר – כך נטען – "בהחלטה בענין טכני לצורך חוק תובענות ייצוגיות שניתנה בין
23 שני צדדים בהליך אזרחי, ואין ללמוד ממנה פרשנות מהותית ו/או השלכות
24 מרחיקות לכת... דומה כי ניתן לטעון בלא חשש שבית-המשפט הנכבד בענין
25 איטריידר לא שקל את שיקוליו בקשר להוראות אלה ולהשלכות הרלוונטיות כפי
26 שמובאות בענין דכאן" (ס' 69 לתגובת הרשות).
27
28 אינני סבורה כי יש צורך, במסגרת ההחלטה הנוכחית, לבחון האם בית-המשפט בענין
29 איטריידר אכן לא שקל את משמעותן של השפעות הרוחב של החלטתו (הנחה
30 שהרשות הניחה ללא כל בסיס). זאת משום שגם ההחלטה בענין איטריידר אינה
31 החלטה מחייבת או מנחה כלפי בית-משפט זה, וכוחה הוא בעיקר בכך שמדובר



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 בחיזוק לגישה הפרשנית המילולית לפיה אופציות בינאריות אינן נכללות בהגדרת
2 המונח "נייר-ערך" בס' 52 לחוק ניירות-ערך לצרכי חוק תובענות ייצוגיות ופריט 5
3 בתוספת השנייה בו. דברים דומים ניתן לומר על ההחלטה בענין **ברקוביץ**, שגם בה
4 התייחס בית-המשפט להגדרת ניירות-ערך בהקשר אחר.
5
6 48. העובדה שבתי משפט מחוזיים בחרו בעבר בנסיבות שהתעוררו לפנייהם באופציה
7 הפרשנית לפיה ההגדרה בס' 52 לחוק ניירות ערך איננה כוללת מכשירים פיננסיים
8 כגון האופציות הבינאריות, אין די בה. מדובר כאמור באפשרות פרשנית אחת למילות
9 החוק – אולם ודאי שלא בפרשנות המילולית היחידה. הלשון העמומה של החוק
10 מותירה מקום גם לפרשנויות אחרות. לכן יש להוסיף ולבחון את טענות הצדדים, את
11 האמצעים הפרשניים הנוספים אליהם הם הפנו, ובעיקר את תכלית החוק בהתייחס
12 לשאלה נושא העתירה הנוכחית, כדי להגיע למסקנה הפרשנית לגבי השאלה מה נכלל
13 בגדר "נייר-ערך" בהתאם לס' 52 לחוק.
14
15 עמדת נציגת הרשות בוועדת הכספים ביחס לתיקון 60 לחוק ניירות-ערך
16 49. טענה נוספת שהעלתה העותרת בהתייחס לפרשנות המילולית לס' 52 לחוק, נוגעת
17 לעמדתה של נציגת הרשות בישיבת ועדת הכספים של הכנסת מיום 10.11.2016 בה
18 נדונה הצעת תיקון 60 לחוק. באותה ישיבה אמרה נציגת הרשות הגב' שרה קנדלר כי
19 –
20 **"קודם כל היום ההגדרה בסעיף 52 היא לא ברורה, כי היא פותחת במילים**
21 **'לרבות', זאת אומרת היא לא מגדירה בדיוק מה היא כוללת ואנחנו כן**
22 **רוצים שהיא תהיה ברורה, ואנחנו רוצים שהיא תחול, למשל, גם אם תקום**
23 **בורסה של נגזרים ושיש נכסים אחרים שלא כלולים היום בסעיף. חשוב לנו**
24 **שהם כן ייכללו בהגדרה".**
25
26 אני סבורה כי אין בדברים אלה כדי לשנות את מסקנתי בדבר הפרשנות המילולית של
27 הסעיף. ראשית, מלאכת הפרשנות היא מלאכתו של בית-המשפט, ועמדתה של נציגת
28 הרשות בישיבה של ועדה בכנסת, אינה צריכה בהכרח להשליך על הפרשנות המילולית
29 של החוק. מעבר לכך, גם מהדברים שנאמרו על ידי הגב' קנדלר ניתן להסיק את
30 המסקנה שהוסקה בפרק זה לעיל – קרי כי ההגדרה בס' 52 אינה ברורה, וכי לא ברור
31 מלשון הסעיף על מה הוא חל, ואילו בורסות נדרשות לרישיון מכוח ס' 45 לחוק.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

1
2 סיכומה של נקודה זו – לשון החוק אינה מספקת תשובה לשאלה הפרשנית נושא
3 העתירה. סי' 52 לחוק אינו מספק נקודת אחיזה ברורה ביחס לשאלה מהם אותם
4 מכשירים שהוא ביקש לרבות מעבר להגדרה שבס' 1 לחוק, ובאיזה אופן יש לאפיינם
5 ולהגדירם. מצב זה מאפשר קבלה של פרשנויות רבות ושונות שיעלו בקנה אחד עם
6 לשון החוק – ולכן, כדי לפרש את החוק בצורה נכונה, יש להידרש לפרשנות
7 התכליתית שלו.

פרשנות תכליתית

8
9
10 51. טענותיה העיקריות של הרשות התמקדו בפרשנות התכליתית של סי' 52 לחוק ניירות-
11 ערך. הרשות התייחסה בהקשר זה לתכלית האיסור נושא סי' 45(א) לחוק ניירות-ערך
12 – על ניהול בורסה ללא רישיון.

13
14 לגישתה של הרשות, בורסה היא – ככלל – מערכת המפגישה פקודות של קונים
15 ומוכרים בניירות-ערך, תוך שימוש בשיטת מסחר הפועלת על פי כללים שנקבעו
16 מראש, ומשכללת את העסקאות. הרשות הפנתה בהקשר זה בין היתר גם להצעה
17 לתיקון 60 לחוק, ולהגדרת המונח "בורסה" שם.

18
19 52. הרשות הדגישה כי תכליתו של סי' 45 לחוק ניירות-ערך היא להגן על ציבור המשקיעים
20 ולוודא כי "בורסה" תפעל באופן תקין, הוגן ומפוקח. על תכליות אלה ניתן ללמוד
21 מהוראות החוק העוסקות בבורסה, ומההסדרה המקיפה הקיימת בתקנון הבורסה
22 ובהנחיות מכוחו. הסדרה זו עוסקת במכלול גדול של נושאים, והיא מעידה על
23 החשיבות הרבה שיש בפיקוח על הבורסה ובניהולה התקין וההוגן.

24
25 תכליות אלה של ההסדרה מתקיימות – כך נטען – גם כאשר מדובר בבורסה המציבה
26 תשתית למסחר במכשירים פיננסיים ונגזרים בלבד. המחוקק הגדיר את המונח
27 "ניירות-ערך" בס' 52 בהגדרה רחבה ו"פתוחה", כדי שלא יתאפשר להתחמק מהגדרת
28 "בורסה" בטענה כי המוצרים הנסחרים במסגרתה אינם "ניירות-ערך". זאת - כל עוד
29 מדובר במוצרים פיננסיים בעלי מהות דומה, ובכלל זה מוצרים הנסחרים מעת לעת
30 באופן מקובל בבורסות.

31



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

53. לענין הוגנות ותקינות המסחר, נטען כי אין ספק שהמוצרים הפיננסיים שהעותרת
מאפשרת לסחור בהם בפלטפורמה אותה היא מפעילה, הם מכשירי השקעה פיננסית
הנושאים אופי אחיד. הפלטפורמה אותה מנהלת העותרת מאפשרת לציבור לקנות
ולמכור מוצרים אלה, והיא מפגישה ביניהם על בסיס כללי הפגשה קבועים באופן
המסתיים בעסקה.

הרשות הבהירה בהקשר זה כי המסחר ב"נגזרים" מתבצע הן בבורסות והן מחוץ
לבורסה. היא ציינה כי בבורסה לניירות-ערך ניתן – בנוסף למסחר בחוזים עתידיים -
לסחור באופציות סטנדרטיות על מספר נכסי בסיס המכונות אופציות מעו"ף. כן ניתן
לסחור בבורסה בתל אביב באופציות על מדדים שונים, מניות בודדות ושערי חליפין
מסוימים. הרשות הפנתה לתיאור אופציית call במסגרת כללי העזר של מסלקת
המעו"ף, וציינה כי ההגדרה במסמך זה הפנתה לסי' 52 לחוק ניירות-ערך. הרשות
ציינה כי תחולת ההגדרה בסי' 52 לחוק על מכשירים אלה חיונית לצורך מתן תוקף
להגנות הניתנות למסלקות ביחס למסחר בהן. מאחר שרואים את הנגזרים הנסחרים
בבורסה בתל אביב כניירות-ערך לענין סי' 52 לחוק, הרי שאין היגיון שלא לראות
בנגזרים דומים או זהים שנסחרים בפלטפורמה אחרת כניירות-ערך.

54. אני סבורה כי לצורך בחינת תכלית החיוב בסי' 45 לחוק – הנוגע לניהול בורסה
לניירות-ערך ברישיון, צריך בית-המשפט לבחון **בשלב הראשון** את תכליתו של חוק
ניירות-ערך ככלל – למה נועד החוק, ואיך יש לפרש את המונח נייר-ערך לאור
התכלית הזו. **בשלב השני** יש לבחון – לאור התכלית החוקית של חוק ניירות-ערך,
למה נועדה דרישת הרישיון לניהול בורסה ל"ניירות-ערך".

פרשנות המונח נייר-ערך לאור תכליתו של חוק ניירות-ערך

55. כדי לבחון את השאלה האם יש לפרש את הוראת סי' 52 לחוק בהתאם לעמדת
הרשות, יש מקום לבחון מהי המטרה העיקרית של דיני ניירות-ערך. לגישה של
העותרת, דינים אלה נועדו מלכתחילה כדי להגן על ציבור המשקיעים וכדי לאזן את
פערי הכוחות בין הגורם המנפיק את ניירות-הערך לבין הציבור. האיזון הזה נדרש
בהנפקות ראשוניות, כאשר המנפיק מבקש לגייס הון מהציבור. אולם הוא נדרש גם
בהמשך, גם ביחס למשקיעים בשוק המשני. במסגרת השוק המשני נערך מסחר
בסדרות של ניירות-ערך שהונפקו על ידי המנפיקים. בשלב זה החשש הוא מפני



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 השפעה אפשרית על ידי הסוחרים על שערי הנכסים הנסחרים, השפעה הנובעת
2 מהקשר של הסוחרים לחברה שניירות-הערך שלה הם שהונפקו. בנוסף, עסקה
3 בניירות-ערך תלויה בחוסן הכלכלי ובהצלחה של הסוחרים.
4
- 5 כל אלה – כך טענה העותרת – אינם מתקיימים כאשר מדובר במסחר אופציות
6 ובחוזים עתידיים בפלטפורמה שהיא הקימה. ביחס למסחר כזה, הרציונל שהנחה
7 את המחוקק בקובעו את ההסדרים השונים נושא חוק ניירות-ערך אינו חל, משום
8 שאופציות וחוזים עתידיים נעדרים את הסממן הבסיסי של ניירות-ערך: החוזה
9 העתידי אינו משמש אמצעי לגיוס הון על-ידי תאגידים. לכן הקשר בין רוכש של חוזה
10 עתידי לבין חברה מסוימת הוא קשר עקיף בלבד. למי שרוכש חוזה עתידי אין גם
11 **"תעודות המעניקות זכות לרכוש ניירות-ערך"** כנדרש בס' 1 לחוק ניירות-ערך.
12
- 13 סוחרים באופציות בינאריות אינם עושים זאת במסגרת גיוס הון לחברה כלשהי, הם .56
14 אינם רוכשים את נכס הבסיס, והעסקה אינה מערבת את קבלתו בפועל. אין הצעה
15 לציבור ואין שוק משני, ומכל מקום המערכת של העותרת אינה מאפשרת שוק משני.
16 אין סחר בסדרות, והעסקה אינה תלויה בחוסנם הכלכלי או בהצלחתם של
17 הסוחרים. ברוב המקרים, נכסי הבסיס עצמם אינם נכסים שנסחרים בבורסה
18 לניירות-ערך בישראל, שכן מדובר בשערי מטבע, במדדים, בשערי ריבית ובמחירי
19 ניירות-ערך זרים שנסחרים בבורסות מחוץ לישראל. לסוחרים גם אין דרך להשפיע
20 על שערי הנכסים הנסחרים – בניגוד למצב ביחס לניירות-ערך "רגילים".
21
- 22 אכן, חוק ניירות-ערך נועד כדי להסדיר את הנפקתם של ניירות-ערך ואת המסחר .57
23 בהם. זאת על מנת לאפשר קיומו של שוק הון. אין ספק כי אחד האינטרסים שהחוק
24 נועד לקדם הוא האינטרס של איזון פערי הכוחות בין הגורם המנפיק את ניירות-הערך
25 לבין הציבור, איזון שנדרש הן בשוק ההנפקות הראשוניות (כאשר ניירות-הערך
26 מוצעים לראשונה לציבור), והן במסגרת המסחר בשוק המשני, כאשר ישנו חשש
27 מהשפעה אפשרית על שערי ניירות-הערך הנסחרים, השפעה שהיא אפשרית מקום בו
28 יש קשר בין הסוחרים לבין החברה שניירות-הערך שלה נסחרים.
29
- 30 לאור האינטרסים הללו, תפיסת היסוד של החוק היא **"גילוי, ושוב גילוי ועוד גילוי"** .58
31 כדבריו של בית-המשפט העליון (בע"א 218/96 ישקר בע"מ נ' חברת השקעות



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 דיסקונט בע"מ (21.8.1997)). תפיסה זו נועדה לשתי תכליות עיקריות – להעמיד
2 לרשות המשקיעים בשוק ההון את המידע המלא הדרוש להם כדי לאפשר להם לקבל
3 החלטות השקעה מושכלות ומודעות ביחס לביצוע עסקאות בניירות-ערך; וכדי למנוע
4 פערי מידע בין משקיעים שונים בשוק ההון תוך מניעת שימוש במידע וניצולו על ידי
5 מי שמחזיק בו עוד בטרם הוא פורסם לציבור – כל אלה יש בהם כדי לקדם את
6 השוויון וההגינות במסחר, שהם תנאים לכך שמסחר בניירות-ערך אכן יתקיים.
7
8 מסקנה דומה עולה ממאמרם של **חנס ופיגנבאום**, שם מבהירים המחברים כי דיני
9 ניירות-ערך נועדו לצורך הגנה על משקיעים בהשקעות סבילות מסוימות, המאופיינות
10 בנחיתות מידע של המשקיעים ואולי גם בנחיתות קוגניטיבית שלהם. הם הוסיפו כי
11 הדין נועד "לתת מענה לחשש מהטעיה של משקיעים אשר בחרו להשקיע את כספם
12 במתווה של השקעה סבילה (פסיבית), מבלי שהם מעורבים בפעילות הכלכלית
13 העומדת מאחורי ההשקעה, ולעיתים ללא הבנה בתחום ההשקעה" (עמ' 13).
14
15 59. חוק ניירות-ערך מגן לכן על המשקיעים "ומקנה ביטחון המעודד את הפעילות
16 באפיקי השקעה אלה, אשר חיוניים למשק. העדר הגנה הולמת על משקיעים
17 סבילים עלול לגרום תוצאות קשות למשק, שכן אלה יפחדו להיפרד מכספם, ויזמים
18 ייאלצו להישען על המקורות הכספיים העצמיים שלהם ועל אפיקי מימון מסורתיים
19 שמרניים, דוגמת מוסדות בנקאיים" (עמ' 14 למאמר). ההנחה העומדת בבסיס החוק
20 היא כי ישנה חשיבות עליונה למשק בגיוס השקעות סבילות.
21
22 60. כדי להגשים את מטרת החוק, נקבעו עונשים מרתיעים בגין מעשי תרמית והטעיה
23 בניירות-ערך, ונקבעו סטנדרטים מרחיבים של גילוי ופיקוח, וכן הסדרים משלימים
24 כגון הוראות פליליות. במקביל קבע החוק שני "מסננים" שמטרתם למנוע גלישה של
25 הכללים הנוקשים לתחומי פעילות שאינם ממין הענין. מסננים אלה הם ההגדרה של
26 "נייר-ערך" והגדרת "הנפקה לציבור" (שאינה רלוונטית להחלטה הנוכחית). את
27 המונח "נייר-ערך" יש לפרש אם כן לאור המטרות הללו.
28
29 61. ואכן, בהתייחס למטרות אלה – ישנו הבדל בין ניירות-ערך "קלאסיים" (כגון מניות
30 בחברה) לבין מכשירים פיננסיים נגזרים. כך מציינים בהקשר זה **חנס ופיגנבאום**
31 בנוגע למכשירי השקעה נגזרים כי –



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 "אף-על-פי שמדובר במכשיר של השקעה סבילה, תפקיד היזם מתמצה
2 בעיקרו בבחירת נכס-הבסיס ובביצוע המטלות הפרוצדורליות אשר נחוצות
3 לשם מימוש הסכם ההשקעה. מרגע ביצוע ההשקעה ואילך ליזם אין דרך
4 ישירה להפיק טובות-הנאה מהסכום שהושקע, קיימת שקיפות
5 אינהרנטית לגבי התנודות בשווי של נכס-הבסיס, ובאופן כללי יותר ניתן
6 לומר שפערי המידע בין המשקיע הסביל הממוצע לבין יזמי תכנית
7 ההשקעה הינו קטן באופן יחסי. מצב זה משמיט את הקרקע מתחת לחלק
8 מההצדקות להחלתם של דיני ניירות-ערך, אף כי לא מתחת לכולן, ובכל
9 מקרה ההצדקה חלשה יותר מאשר במקרה של השקעה בפעילות עסקית
10 המנוהלת על ידי אחר" (עמ' 50).
- 11
- 12 62. יחד עם זאת, וכפי שעולה מדברי חנס ופיגנבאום כפי שהם הובאו לעיל, רק חלק
13 מההצדקות לדיני ניירות-ערך אינן חלות על מסחר בנגזרים – בו אין ליזם שליטה
14 בכספי המשקיע, וישנה שקיפות ביחס לתנודות במחיר נכס הבסיס. ההצדקות שאינן
15 רלוונטיות למסחר בנגזרים הן בעיקר אלה שעניינן במשטר הגילוי של החוק.
16
- 17 מעבר להצדקות אלה, ישנן גם הצדקות לדיני ניירות-ערך החלות גם כאשר מדובר
18 בהשקעה בנגזרים. כך, גם השקעה במכשירים נגזרים, כמו השקעות אחרות בניירות-
19 ערך, חשופה לחולשותיהם של בני אדם רבים אשר "מתוך ציפייה לרווחים גבוהים
20 מוכנים לא להקפיד בבדיקת פרטי ההשקעה ולעיתים אף לנהוג בפזיזות של ממש"
21 (ר' חנס ופיגנבאום, עמ' 61). דברים אלה יפים אולי ביתר שאת כאשר מדובר
22 באופציות בינאריות. יתרה מזאת, גם ביחס להשקעה באופציות בינאריות, ישנה
23 חשיבות רבה לנושא של הספקת מידע בדרך סדורה ומלאה, כדי לאפשר לאותם
24 משקיעים שיבחרו להשקיע את כספם במסלול זה, להיות מודעים למלוא הכללים,
25 התנאים והסיכונים הכרוכים בכך. בהעדר פיקוח הולם, עלולים משקיעים למצוא
26 עצמם בוחרים באופני השקעה שאינם ברורים להם עד תום, באופן שיביא אותם
27 להפסדים אפשריים ולא רצויים.
- 28
- 29 63. זאת ועוד, הרשות בתשובתה לתשובת העותרת, ציינה כי ישנה משמעות, גם ביחס
30 לפעילות העותרת, לחוסן הכלכלי ולהצלחה של הסוחרים. כך, העובדה שהעותרת
31 מקיימת מערכת של בטחונות שנועדה להבטיח את קיום התחייבויות הצדדים, אינה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 משנה את העובדה שבבסיסה מדובר בעסקה שתלויה גם בחוסנו הכלכלי של הצד
2 שכנגד. עוד צוין כי אין ממש בטענה לפיה העותרת אינה מאפשרת מסחר משני –
3 משום שהמסחר במערכת של העותרת לא מתקיים רק בעת ההנפקה (היצירה) של
4 האופציה הבינארית אלא גם בעת פקיעת האופציה. מעבר לכך העותרת מאפשרת
5 רכישה ומכירה של אופציות כך שלקוחותיה יוכלו לגדר את הפוזיציות שלהם באופן
6 רציף וסימולטני (ר' ה"ש 6 בעמ' 5 לתשובת הרשות לתגובת העותרת).
7
8 64. אני סבורה כי יש ממש בטענות הרשות בהקשר זה. גם בהנחה שהעותרת אכן מקיימת
9 מערכת ביטחונות שיש בה כדי להבטיח את המשקיעים, אין די בכך כדי לקבוע כי
10 פיקוח על מערכת זו אינו הכרחי. יתכן כי מערכת הביטחונות של העותרת היא מערכת
11 טובה ומספקת. אולם – כדי שניתן יהיה לקבוע זאת, נדרש פיקוח. כדי שאפשר יהיה
12 להבחין בין מערכת ביטחונות יעילה לבין כזו החושפת את המשקיעים לסיכונים –
13 נדרש פיקוח.
14
15 65. מטרה נוספת של דיני ניירות-ערך שחלה גם על המסחר בנגזרים, היא המטרה של
16 הבטחת מסחר הוגן, ללא מניפולציות ותרמיות. יתכן גם שבכל הנוגע לעותרת,
17 הפלטפורמה שלה אכן מאפשרת "סחר הוגן בין שני סוחרים" (ר' ס' 66 לתגובתה
18 לתשובה). אולם, כדי לוודא שאלה אכן פני הדברים, כדי לוודא שהסחר הוא אכן הוגן,
19 שהסוחרים שניהם מודעים לתנאי העסקה ולסיכונים שלהם – נדרש פיקוח.
20
21 יצירתם של מכשירים פיננסיים חדשים שהמחוקק לא התייחס אליהם באופן מפורש
22 66. הרשות טענה כי יש לקבוע כי המכשירים נושא הבקשה הם "ניירות-ערך" גם משום
23 שמכשירים דומים נסחרים בפועל בבורסות ובכלל זה בבורסה לניירות-ערך בתל אביב
24 – בה ניתן לסחור באופציות מעו"ף, באופציות על מדדים שונים, מניות בודדות ושערי
25 חליפין מסוימים. הרשות הוסיפה וציינה בהקשר זה כי לגישתה המחוקק הותיר את
26 ההגדרה בס' 52 לחוק כהגדרה עמומה, רחבה ו"פתוחה" במכוון, כדי לא לאפשר
27 התחמקות מהגדרת בורסה בטענה כי המוצרים הנסחרים במסגרתה אינם "ניירות-
28 ערך". הרשות הוסיפה כי לשיטתה ההגדרה שבס' 52 היא מחייבת "כל עוד מדובר
29 במוצרים פיננסיים בעלי מהות דומה, ובכלל זה מוצרים הנסחרים מעת לעת באופן
30 מקובל בבורסות" (ס' 19 לתגובת הרשות).
31



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 הרציונל העולה מטענות אלה של הרשות הוא כי המחוקק הניח מלכתחילה כי הוא לא
2 יוכל לצפות את כל סוגי המכשירים הפיננסיים שניתן להעלות על הדעת שיומצאו
3 בעתיד, ולכן הוא הותיר פתח לפרשנות שיפוטית ביחס למכשירים פיננסיים עתידיים,
4 ולשאלה האם יש מקום לכלול אותם בהגדרת "ניירות-ערך" לצורכי ס' 52 לחוק.
5
- 6 67. ואכן, המחוקק שחוקק את חוק ניירות-ערך ובכלל זה את ס' 1 ואת ס' 52 בו, יכול
7 היה – ככל מחוקק – להתייחס ולהסדיר את המסחר באותם מכשירים פיננסיים
8 שהוא הכיר במועד חקיקת החוק. אולם, דרכו של עולם היא כי מכשירים חדשים
9 נוצרים, מכשירים שנדרש מענה גם ביחס למסחר בהם. מענה כזה נדרש גם לאחר
10 שהמחוקק תיקן מספר פעמים את חוק ניירות-ערך במטרה להתאימו לתנאים
11 ולנסיבות המשתנים.
12
- 13 החשש מפני המצאה של מוצרים חדשניים בהקשר של השקעות פיננסיות, נזכר גם
14 בפסק-דינו של בית-המשפט העליון בבעע"מ 7313/14 רשות ניירות-ערך נ' קבוצת
15 קדם חיזוק וחיידוש מבנים בע"מ (12.10.2015), וציין כי –
16 "לא נעלם מעיני חששה של רשות ניירות-ערך מפני כישלון ניסיון לתקן את
17 ההגדרה שבחוק, הן מפאת היצירתיות הרבה שבתחום הנדון - חדשים
18 לבקרים רבה ההשקעה הפיננסית באמצעות מכשירים שונים, עד כי קשה
19 לנבא מראש וליתן הגדרה ממצה במבט צופה פני עתיד; הן מפאת קשיים
20 בהליכי החקיקה בכנסת".
21
- 22 יש לציין כי באותו ענין קבע בית המשפט שהחשש מפאת קשיים בהליכי חקיקה
23 בכנסת איננו חשש משמעותי.
24
- 25 68. בהתייחס למקרים בהם המציאות מקדימה את החוק, קבעה ההלכה הפסוקה כי על
26 בית-המשפט לתת פרשנות דינמית לדבר החקיקה, פרשנות שתתאים למציאות
27 החיים המשתנה. כך, בעע"מ 3782/12 מפקד מחוז תל אביב יפו במשטרת ישראל נ'
28 איגוד האינטרנט הישראלי (24.3.2013), קבע בית-המשפט (כב' השופט סולברג
29 שהיה בדעת מיעוט אך לא בנקודה זו) כי –
30 "בידוע, כי המשפט מדדה בעצלתיים אחר חידושי העולם, וכי החקיקה
31 אינה מדביקה את קצב התקדמות המדע ויישומיו..."



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

1 גם לאחר שייצא דבר-חקיקה מתוקן מתחת ידו של המחוקק, אין זה מן
2 הנמנע שעד מהרה לא יהיה אף הוא רלוונטי עוד, ולכן המתנה למחוקק לא
3 בהכרח תביא מזור: 'השופט מפרש את החוק. בלא פירושו של החוק אין
4 אפשרות להפעילו. השופט עשוי לתת פירוש חדש. זהו פירוש דינמי,
5 המבקש לגשר על הפער בין משפט למציאות חיים משתנה בלא שיהיה
6 צורך לשנות את החוק עצמו. החוק נשאר כשהיה אך מובנו השתנה, שכן
7 בית- המשפט נתן לו פירוש חדש התואם את הצרכים החברתיים החדשים.
8 בית- המשפט... הגשים את תפקידו השיפוטי בגישור על הפער בין משפט
9 לחיים' (אהרן ברק שופט בחברה דמוקרטית 57 (2004)...".

10
11 בהמשך אותו פסק-דין קובע בית- המשפט, בהקשר שנדון שם (של עבירות פליליות
12 בתחום האינטרנט), כי אין צורך להמתין עד שהמחוקק "יסרוק" את כל הוראות
13 הדין הפלילי ויאמר לאיזו מהן יש תחולה גם באינטרנט. בית- המשפט נדרש – כך
14 נקבע – לבחון את השאלה הזו בדרך של "יצירה שיפוטית" ולפסוק לכאן או לכאן
15 בהתייחס לעבירות הפליליות שנחקקו לפני שנים רבות, בטרם עידן האינטרנט.

16
17 69. מהאמור לעיל עולה כי על בית- המשפט – במסגרת הפרשנות התכליתית, להביא
18 בחשבון את שינוי העיתים ואת הצרכים החדשים שנוצרים לאור יצירתם של מכשירי
19 השקעה ומכשירים פיננסיים חדשים, על הקשיים והבעיות שעלולים להתעורר
20 כתוצאה משימוש במכשירים אלה.

ספק לגבי הנחיצות המשקית בהשקעות באופציות בינאריות

21
22
23 70. ישנו שיקול נוסף שיש להביא אותו בחשבון בבחינת תכלית החקיקה. לגישת העותרת,
24 יש לדחות את עמדת הרשות ביחס לתכלית החקיקתית הכרוכה בצורך בפיקוח על
25 פעילות העותרת, משום שלרגולצית יתר יש אפקט מצנן על המסחר. אפקט כזה – כך
26 נטען - נוגד את תכלית החוק שהיא לעודד את המסחר ולא להגביל אותו (ר' 65
27 לתגובה לתשובה).

28
29 71. אינני מקבלת את הטענה. אני סבורה כי השיקול הנוגע ל"רגולצית יתר" ולחשש מפני
30 האפקט המצנן, אינו שיקול כה משמעותי כאשר מדובר במסחר באופציות בינאריות.
31 כך, בניגוד להשקעות סבילות ביזמות עסקית של אחרים, השקעות שלגביהן אין חולק



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 באשר לחשיבות העליונה בגיוסן להצלחתו העסקית של המשק – ביחס למכשירי
2 השקעה נגזרים בכלל ואופציות בינאריות בפרט, הדברים אינם כה חד-משמעיים.
3
- 4 72. אכן, ישנן גישות לפיהן מכשירים כאלה מאפשרים ביזור סיכונים ומייעלים אולי
5 תמחור של שווקים מסוימים. אולם הם חסרים את המרכיב של גיוס כספים למימון
6 מיזמים, ומנגד – מרכיב ההשקעה לשם ספקולציה ורמת הסיכון בהם הם גבוהים (ר'
7 חנס ופיגנבאום, עמ' 62). גם מטעם זה, ישנה חשיבות בפיקוח הדוק על פלטפורמות
8 השקעה מסוג זה, פיקוח שגם אם יביא לצמצום הפעילות בסוג זה של השקעות –
9 הנזק המשקי כתוצאה מכך לא יהיה כל-כך חמור.
10
- 11 לכן, אין בטיעון זה של העותרת כדי להביא לקבלת מסקנתה הפרשנית ביחס לתכלית
12 החוק.
13
- 14 העדר פיקוח אלטרנטיבי יעיל ומקיף על פעילות העותרת
- 15 73. במאמרם מציינים המחברים חנס ופיגנבאום שיקול נוסף שיש להביא בחשבון בבחינה
16 התכליתית של ההגדרה של מכשיר מסוים כ"נייר-ערך". לגישתם, בבחינת השאלה
17 האם יש להגדיר מכשיר פיננסי מסוים כנייר-ערך, יש להביא בחשבון גם את השאלה
18 האם מדובר במכשיר שיש שלגביו משטר רגולטורי מקיף חלופי. מסקנה זו נובעת
19 מפסק-הדין האמריקאי בענין ויבר (**Marine Bank v. Weaver**, 455 U.S. 551 (1982)).
20 באותו ענין בחן בית-המשפט העליון הפדרלי בארצות-הברית את השאלה
21 האם תעודות פיקדון של בנק יכולות להיחשב לניירות-ערך. בית-המשפט קבע כי אין
22 מדובר בניירות-ערך, בין היתר משום שתעודות הפיקדון הונפקו על-ידי מוסד בנקאי
23 הפועל תחת משטר רגולטורי מקיף. מטעם זה – כך נקבע - ישנו הבדל בין תעודות
24 כאלה לבין מכשירי חוב ארוכי טווח אחרים, ומצבם של רוכשי תעודות הפיקדון שונה
25 ממצבם של מי שרכשו מכשירי חוב אחרים. בית-המשפט קבע כי קיומה של הרגולציה
26 החלופית מפחיתה במידה רבה את ההצדקה להחלתם של דיני ניירות-ערך.
27
- 28 74. מההלכה הזאת ניתן לטעמי להסיק גם את המסקנה ההפוכה – קרי כאשר לא קיימת
29 רגולציה מקיפה שיש בה כדי להגן על המשקיעים מפני הסיכונים הרלוונטיים, ראוי
30 לפרש את החוק באופן שיאפשר הגנה כזו באמצעות הרשות.
31



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

75. הצדדים היו חלוקים ביניהם ביחס לשאלה האם ישנה רגולציה אלטרנטיבית שיש בה כדי להגן במידה מספקת על המשקיעים הפוטנציאליים. העותרת טענה כי רגולציה כזו אכן קיימת. כך, חוק הפיקוח (כפי שהוא הוגדר בס' 29 לעיל לפסק-דין זה) יחול על פעילות העותרת והיא תהיה מפוקחת מכוחו, באופן שיבטיח את כספי המשקיעים. לכן, האינטרס הציבורי ביחס להליך הסליקה (שהוא המבטא את החשש העיקרי ביחס לפעילות העותרת) יובטח גם אם האופציות נושא העתירה לא יוגדרו כניירות-ערך.

76. מנגד טענה המשיבה כי יש לדחות את עמדת העותרת בהקשר זה. לגישה, המפקח על שירותים פיננסיים אמון על פיקוח והסדרת פעילות שונה מזו המוסדרת על ידי חוק ניירות-ערך. לכן יתכן גם מצב של פיקוח ואסדרה על-ידי שני הרגולטורים במקביל. עוד טענה הרשות כי פעילותה של העותרת במתן שירותים פיננסיים היא טפלה ונלווית לפעילותה העיקרית – מתן פלטפורמה למסחר במכשירים פיננסיים. ההסדרה בחוק הפיקוח נועדה לפקח על גורמים המעניקים שירותים פיננסיים, ולכן ההסדרה בגדרו לא נועדה להתמודד עם הפעילות העיקרית של העותרת, מסחר בניירות-ערך.

הרשות אף סבורה כי חוק הפיקוח כלל אינו חל על העותרת, משום שהוא חל על מי שעוסק בנכס פיננסי או במתן אשראי. תיאור פעילותה של העותרת בעתירה מעיד על כך כי היא אינה רואה את עצמה כמי שעוסקת במתן שירות בנכס פיננסי או במתן אשראי אלא ביצירת פלטפורמה למסחר בניירות-ערך מסוימים לשימוש של צדדים שלישיים בינם לבין עצמם. המונח "נכסים פיננסיים" בחוק הפיקוח אינו זהה למונח "מכשירים פיננסיים" בחוק ניירות-ערך. נכס פיננסי אינו מכשיר פיננסי מורכב אלא הוא בעיקר מזומנים, שטרות או פקדונות כספיים.

77. תכלית הפיקוח על שירותים אלה היא שונה לכן מתכלית הפיקוח על מסחר במכשירים פיננסיים, שמערך הזכויות שלהם והתמחור שלהם הוא מורכב בהרבה. הפיקוח בהתאם לחוק הפיקוח נועד להבטיח את שמירת הכספים אך לא את השמירה על הוגנות המסחר, גילוי שוויוני של מידע, דרישות ממשל תאגידי המונעות ניגוד עניינים ונושאים נוספים החיוניים לשם אסדרת הפעילות.

דיון



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

78. אינני רואה לנכון להכריע בשאלה האם נדרש פיקוח על פעילות העותרת בהתאם לחוק הפיקוח. בס' 13 לחוק האמור נקבע כי חובת רישוי מכוחו אינה קיימת לגבי בורסה לניירות-ערך, ולכן נראה כי אם עמדת הרשות תתקבל, לא תהיה העותרת כפופה לפיקוח כפול.
- מעבר לצורך אציין כי נראה שגוף כמו העותרת איננו הגוף שהיה מושא כוונתו המקורית של המחוקק בחקיקת חוק הפיקוח. כעולה מדברי ההסבר לחוק, הוא נועד לקבוע מתווה לאסדרת פעילותם של נותני שירותים פיננסיים חוץ מוסדיים כגון "נותני שירותי מטבע... ונותני שירותי אשראי חוץ מוסדי" (ר' דברי ההסבר לה"ח הממשלה התשע"ו – 2015, צס' 975, עמ' 202). ספק גם אם ההגדרות בחוק (בס' 11 בו) לשירות בנכס פיננסי ולמתן אשראי, הן הגדרות שעל פניהן אינן נוגעות לסוג הפעילות של העותרת במסגרת הפלטפורמה אותה היא מפעילה. זוהי פלטפורמה שהמטרה העיקרית שלה אינה מתן אשראי או שירותים פיננסיים, אלא אספקת מערכת למסחר באופציות בינאריות, כפי שהעותרת עצמה ציינה בעתירה.
79. ואולם, גם בהנחה שהוראות חוק הפיקוח היו חלות על העותרת, אני סבורה כי לא היה בהן כדי לספק מענה רגולטורי שלם ומקיף לחששות שפעילותה של העותרת עלולה לגרום. בהקשר זה מקובלת עלי עמדתה של הרשות לפיה מטרת הפיקוח מכוח חוק ניירות-ערך היא מטרה שונה מזו של חוק הפיקוח. חוק הפיקוח והוראתיו אינם מקיפים את כל הצרכים המיוחדים הנדרשים במסגרת פיקוח על מסחר במכשירים פיננסיים – כמו זה שהעותרת מפעילה.
- מכשירים כאלה הם מכשירים מורכבים הרבה יותר – ולכן החששות מפני תרמית, העדר מידע אודות תנאי המסחר ועוד כיוצא באלה עניינים, הם חששות שונים מאלה הקיימים ביחס לגופים שחוק הפיקוח מסדיר את פעילותם. כדי להתמודד עם חששות אלה, נדרש פיקוח על הוגנות המסחר, גילוי שוויוני של מידע ועוד. כפי שנראה להלן (בס' 99-94), פעילות במסגרת בורסה מורשית, נועדה בין היתר כדי להתמודד עם החששות המיוחדים המאפיינים את המסחר מהסוג הזה.
80. אני סבורה אם כן כי חוק הפיקוח אינו מספק "מטריית פיקוח" מספקת שדי בה כדי להסיר את כל החששות מפני פעילותה של העותרת. כתוצאה מכך, ולאור הרציונל



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

1 שהנחה את בית-המשפט העליון האמריקאי בענין **ויבר**, אני סבורה כי ניתן לקבוע
2 שבמקרה דנן נדרש פיקוח של רשות ניירות-ערך. משום כך - יש לפרש את חוק ניירות-
3 ערך בפרשנות תכליתית, כך שייקבע שהמכשירים הפיננסיים שייסחרו בפלטפורמה
4 של העותרת הם ניירות-ערך.
5
6 81. סיכומו של פרק זה – אני סבורה כי פרשנות ס' 52 בהתאם לתכליתו צריכה להביא
7 בחשבון את העובדה שמסחר בנגזרים בכלל ובאופציות בינאריות בפרט, הוא מסחר
8 שעלול לחשוף את הסוחרים בו לסיכונים שהם לא בהכרח מודעים להם. מסחר כזה
9 מעורר חששות בדבר הבטחת כספי הסוחרים, כללי מסחר הוגנים, מידע מלא שזמין
10 באופן שוויוני אודות כללי המסחר, אודות תמחור המכשירים הנסחרים ועוד.
11
12 כדי לצמצם את הסיכונים הללו, נדרשת אסדרה רגולטורית של המסחר הזה. אסדרה
13 כזו עשויה אמנם לצמצם את מסחר זה, אולם צמצום כזה הוא פחות בעייתי לאור
14 הספק הקיים לגבי הנחיצות החברתית של מסחר מסוג זה. גם אם בפועל מספקת
15 הפלטפורמה של העותרת פתרונות לסוגים שונים של חששות (כפי שהעותרת טוענת),
16 האסדרה נועדה כדי לוודא שכל פלטפורמה דומה אחרת תספק פתרונות נאותים
17 לחששות הנובעים מהמסחר המסוים הזה. מאחר שלא קיימת אסדרה אחרת שיש בה
18 כדי לפתור באופן מלא את החששות הללו – יש לפרש את ס' 52 לחוק כך שאופציות
19 בינאריות ייכללו בהגדרת המונח "ניירות-ערך" על פיו.
20
21 לאור הדברים הללו, נבחן עתה טענות פרשניות נוספות שהועלו על ידי הצדדים.

כוונתו הסובייקטיבית של המחוקק – לאור תיקונים שונים לחוק ניירות ערך

תיקון 32

25 82. במהלך השנים, לאור התפתחויות שונות במסחר ולאור יצירתם של מכשירים
26 פיננסיים חדשים שונים, חלה התפתחות בהגדרה של ניירות-ערך בהתאם לחוק,
27 התפתחות שהצדדים טענו כי יש בה כדי להשליך גם על תכלית החוק ועל הפרשנות
28 התכליתית שלו.
29
30 הרשות הפנתה בטענותיה לתיקון 32 לחוק ניירות-ערך. תיקון זה פורסם בחודש מאי
31 2006, והוא הבהיר כי עשיית שימוש במידע פנים בס' 52 לחוק יכולה להתבצע לא רק



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 בנייר-ערך אלא גם על דרך עשיית עסקה ב"נייר-ערך אחר שנייר-ערך של חברה הוא
2 נכס בסיס שלו". לאחר תיקון 32 נקבע גם כי החזקה הקבועה בס' 52 לחוק ניירות-
3 ערך בדבר ניצול מידע פנים בידי איש פנים מרכזי, חלה כאשר "קנה איש פנים מרכזי
4 בחברה ניירות-ערך של החברה שבה הוא משמש איש פנים מרכזי או ניירות-ערך
5 אחרים שניירות-ערך של החברה הם נכס בסיס שלהם". לגישת הרשות, מתיקון זה
6 עולה כי גם מכשיר נגזר כזה הוא נייר-ערך לצורך החוק, וגם עסקה בו עשויה לעלות
7 כדי שימוש במידע פנים. מכאן – כך נטען, שנייר-ערך בהתאם להגדרה בחוק, אינו
8 בהכרח נייר-ערך שהונפק על ידי החברה, אלא יכול שיונפק גם על-ידי צדדים
9 שלישיים (ר' ס' 50 לתגובת הרשות).
10
11 הרשות הדגישה כי במסגרת תיקון 32 הוחלפה ההגדרה הרלוונטית ל"ניירות-ערך"
12 לענין שימוש במידע פנים – כאשר במקום ההגדרה שבס' 1 לחוק, שולבה הפניה
13 להגדרה שבס' 52 לחוק. מכאן – כך נטען – שלאחר כניסתו לתוקף של תיקון 32 לחוק,
14 אין ספק שהגדרת "ניירות-ערך" בס' 52 לחוק (שהיא החולשת על האיסור על שימוש
15 במידע פנים), חלה, לענין איסור זה, אף על מכשירים פיננסיים נגזרים שלא הונפקו
16 על-ידי החברה הנסחרת בבורסה דווקא (ר' ס' 51 לתגובת הרשות).
17
18 83. דברי ההסבר להצעת החוק מציינים כי האיסור על שימוש במידע פנים צריך להיות
19 מורחב גם למכשירים פיננסיים נגזרים הנסחרים בבורסה, שכן -
20 "שימוש במידע פנים על אודות החברה עשוי להשפיע לא רק על מחיר
21 ניירות-הערך של אותה חברה, אלא גם על מחירם של ניירות-ערך הנגזרים
22 מניירות-הערך שלה. הרחבת האיסור נעשית בהצעת החוק כלהלן –
23 על ידי הפניה להגדרה 'ניירות-ערך' שבסעיף 52 הכוללת גם את המכשירים
24 האמורים, והוספת התנאי של סחירות בבורסה או החזקה בידי הציבור"
25 (ההדגשה היא שלי, ר.ר.).
26
27 המסקנה מהאמור בתיקון 32 ומדברי ההסבר לו כפי שהובאו לעיל, היא אם כן כי
28 המחוקק הניח שההגדרה של נייר-ערך לצורכי ס' 52 כוללת גם מכשירים פיננסיים
29 נגזרים. משאלה הם פני הדברים, הטענות לפיהן פרשנות תכליתית של המונח נייר-
30 ערך לצורכי ס' 52 הנ"ל אינה צריכה לכלול מכשירים פיננסיים נגזרים, הן טענות
31 שנחלשות מאוד.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1
2
3
4
5
6
7
8
9
10
11
12
13
14
15
16
17
18
19
20
21
22
23
24
25
26
27
28
29
30
31
85. כפי שהובהר, העותרת טענה בין היתר כי דיני ניירות-ערך ה"קלאסיים" לא נועדו כדי להתמודד עם מכשירים פיננסיים שאינם ניירות-ערך. זאת משום שהחששות העיקריים עמם נועדו הדינים הללו להתמודד, אינם קיימים ככל שהדבר נוגע למכשירים נגזרים. מדובר – כך נטען - במכשירים שלא נועדו לגיוס הון, לא מתקיים לגביהם קשר בין המשקיע לבין חברה מסוימת, וישנה שקיפות מלאה ביחס לשווי נכסי הבסיס. אולם – משעה שהמחוקק הביע דעתו שלענין ס' 52 לחוק, נייר-ערך הוא גם נייר-ערך אחר שנייר-ערך של חברה הוא נכס בסיס שלו, המשמעות היא כי המחוקק הכיר בצורך בתחולת הוראות החוק גם על מכשירים נגזרים. אכן, המחוקק התייחס לנגזרים על ניירות-ערך הנסחרים בבורסה. אולם, פרשנות לפיה החוק חל על נגזרים רק כל עוד מדובר בנגזרים שנכסי הבסיס שלהם הם ניירות-ערך הנסחרים בבורסה, היא פרשנות מוקשית, מסורבלת ומלאכותית, שאני סבורה כי אין לקבלה.
86. משעה שהמחוקק ביקש לכלול גם מכשירים נגזרים בתחולת ההגדרה בהתאם לס' 52 לחוק, הדרך הנכונה לפרש את הסעיף היא כך שהוא חל גם על מכשירים כאלה. אכן, וכפי שטענה הרשות, חלק מהוראות החוק לא יהיו רלוונטיות ככל שהדבר נוגע למכשירים נגזרים שנכס הבסיס שלהם אינו ניירות-ערך. עשיית שימוש במידע פנים אכן אינה רלוונטית ביחס לנגזרים שאינם קשורים לנייר-ערך של חברה שהנפיקה ניירות-ערך לציבור על-פי תשקיף או שאינם נסחרים בבורסה. אולם, בהתייחס להוראות אחרות בפרק ח' לחוק (כמו ההוראה המחייבת רישיון לבורסה לניירות-ערך), ההגדרה הרחבה של נייר-ערך תחול.
- סיכומה של נקודה זו – תיקון 32 לחוק ועמדת המחוקק כפי שהיא עולה ממנו, מחזקת את עמדתה הפרשנית של הרשות ביחס לתחולת ההגדרה בס' 52 לחוק גם על מכשירים נגזרים ובכלל זה אופציות בינאריות.
- תיקון 40 לחוק והצעת תיקון 60
87. הצדדים התייחסו בטענותיהם לתיקונים נוספים בחוק ניירות-ערך. כך, העותרת התייחסה לחוק ניירות ערך (תיקון 40) התש"ע – 2010 (להלן: "תיקון 40"). תיקון 42 הוסיף לחוק ניירות ערך את פרק ז' 3 בו, שכותרתו "זירת סוחר לחשבונו העצמי". בס' 44"ב שנוסף לחוק במסגרת התיקון, הוגדר "מכשיר פיננסי". ההגדרה הזו כוללת



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 (בס"ק (4) גם "הסכם או הסדר שערכו נגזר מערכם של מטבעות, סחורות
2 (commodities), שערי ריבית, שערי חליפין, מדדים או מכשיר פיננסי אחר".
3
4 .88 לגישת העותרת, מההגדרה הזו – בה המחוקק כלל לא התייחס לס' 52 בחוק, עולה כי
5 המחוקק הבין כי סעיף זה אינו חל על אופציות בינאריות. זאת משום שאילו היה ס'
6 52 חל גם על אופציות בינאריות, לא היה מקום להגדרה מחדש של מוצרים כאלה
7 תחת ההגדרה החדשה של "מכשיר פיננסי". יוער כי טענה זו עמדה בבסיס מסקנתו
8 של בית המשפט בהחלטה בענין איטריידר שנזכרה לעיל (בס' 34).
9
10 העותרת הפנתה בהקשר זה גם לדברי ההסבר לתיקון 40 (ה"ח הממשלה מס' 491, עמ'
11 541), שם נקבע בין היתר –
12 "מוצע על כן לקבוע את המונח 'מכשיר פיננסי' אשר יכלול את כל סוגי
13 המכשירים הפיננסיים שמקובל לסחור בהם בזירות הסוחר. ההגדרה
14 המוצעת כוללת את כל סוגי ניירות הערך, אף אלה שמועטו בסעיף 1,
15 ואת מגוון האופציות והנגזרים האחרים הנסחרים בזירות באופן כללי
16 וביניהם את נגזרי המט"ח באופן מיוחד".
17
18 העותרת טענה כי מדברי ההסבר הללו ברור כי המחוקק אינו סבור כי ס' 1 לחוק
19 בנוסחו הנוכחי כולל נגזרים פיננסיים, וכך ניתן לראות כי המחוקק כלל לא התייחס
20 לס' 52 לחוק תוך הבנה ברורה כי גם סעיף זה אינו חל על אופציות בינאריות.
21
22 .89 לגישת הרשות אין לקבל טענה זו. הרשות טענה כי דברי ההסבר להצעת החוק אינם
23 מתייחסים להוראת ס' 52 בו, ולכן ברי כי המחוקק ביקש להתמקד בהסדרת תחום
24 זירות הסוחר ומשום כך קבע את ההגדרה ל"מכשיר פיננסי". הרשות הוסיפה כי
25 הניסיון מלמד כי המחוקק מקדם לעיתים רפורמות חקיקתיות מבלי לפתוח חזיתות
26 רחבות שעלולות לסכל את קידום הרפורמה. עוד נטען כי במקרה זה ביקש מנסח
27 החוק להתמקד בזירות סוחר מבלי לפגוע ביתר האיזונים הקיימים בחוק ניירות ערך.
28
29 דיון
30 .90 אני סבורה כי אין מקום לקבל את העתירה רק על סמך תיקון 40 לחוק. אכן, על פני
31 הדברים נראה כי לו היה המחוקק סמוך ובטוח כי הגדרת המונח "נייר ערך" בחוק



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 חלה גם על אופציות בינאריות – הוא היה ככל הנראה מנסח את תיקון 40 באופן
2 שונה. יחד עם זאת יש לציין כי המחוקק כלל לא התייחס בדברי ההסבר להצעת החוק
3 להגדרת "נייר ערך" בס' 52 אלא רק להגדרה בס' 1 – שאכן איננה כוללת את כל סוגי
4 המכשירים הנגזרים. קשה לכן להסיק – ודאי לא בביטחון – כי המחוקק הבין בבירור
5 כי גם ס' 52 אינו חל על אופציות בינאריות.
6
- 7 91. זאת ועוד - כפי שהובהר לעיל, נוסחו של חוק ניירות ערך ביחס להגדרת המונח "נייר
8 ערך" הוא נוסח עמום, המותיר מקום לאי בהירות רבה. אין זה מן הנמנע לכן כי
9 המחוקק בחר להבהיר את ההגדרה ככל שהדבר נוגע לתחום בו עסק התיקון – תחום
10 זירות הסוחר, מבלי להביע עמדה מפורשת ביחס לתחולת ההגדרה בס' 52 על אופציות
11 בינאריות.
12
- 13 91. מעבר לכל אלה, יש להוסיף כי כפי שהובהר לעיל, המסקנה הפרשנית העולה מתיקון
14 32 לחוק היא מסקנה שונה מזו העולה לכאורה מתיקון 40. קשה אם כן להסיק
15 מסקנות ברורות באשר לשאלה באיזה אופן היה המחוקק סבור כי יש לפרש את
16 ההגדרה לנייר ערך בס' 52 לחוק.
17
- 18 כך או כך על-פי ההלכה הפסוקה, תכליתו של חוק מורכבת מסינתזה בין תכליתו
19 הסובייקטיבית לזו האובייקטיבית. ולכן, יש לאזן בין התכלית הסובייקטיבית של
20 דבר החקיקה המבטאת את כוונת המחוקק, לבין התכלית האובייקטיבית שלו
21 הנלמדת מהמטרות, הערכים והעקרונות שדבר חקיקה נועד להגשים בחברה
22 דמוקרטית. (ע"א 900/01 רון קלס נ' פקיד שומה תל-אביב 4, נז(3) 750 (2003), פס' 10
23 לפסק דינה של השופטת ט' שטרסברג-כהן; עע"מ 1446/06 הועדה המחוזית לתכנון
24 ולבניה, מרכז נ' השתתפויות בנכסים בישראל בע"מ (21.9.2010)). כאשר תכליתו
25 הסובייקטיבית של החוק, כבענייננו, נותרת עמומה או אף מפנה לכיוונים שונים,
26 נראה כי יש מקום לתת את הבכורה לתכלית האובייקטיבית, כפי שזו עולה מן החוק
27 (עע"מ 4105/09 עיריית חיפה נ' עמותת העדה היהודית הספרדית בחיפה (2.2.2012),
28 פס' 46 לפסק דינה של השופטת (כתוארה אז) מ' נאור).
29
- 30 92. תיקון נוסף אליו התייחסו הצדדים הוא תיקון 60 לחוק. העותרת טענה כי המסקנה
31 העולה מהצעת התיקון הזו היא כי המחוקק "מבין היטב כי ההגדרה הנוכחית אינה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

1 כוללת מכשירים פיננסיים (לרבות אופציות בינאריות), וכי אם חפץ המחוקק להחיל
2 את החוק גם על מכשירים אלו – יש לשנות את ההגדרה הקיימת".
3
4 93. אני סבורה כי לא ניתן להסיק את המסקנה האמורה מהצעת החוק לתיקון 60. הצעת
5 החוק מעידה על כך כי המחוקק היה סבור שההגדרה הנוכחית לניירות ערך בס' 52
6 לחוק היא הגדרה עמומה ולא ברורה – מסקנה שעולה כמובן גם מפסק דין זה.
7 המחוקק ביקש להבהיר את ההגדרה – וצפוי כי הוא יבקש לעשות כן בין אם הוא
8 סבור כי ניתן לפרש גם היום את החוק ככולל מכשירים פיננסיים נגזרים (אם כי
9 מדובר בתהליך פרשני מורכב) ובין אם הוא סבור כי לא ניתן לעשות זאת. כך או
10 אחרת, הבהרת המצב היא חשובה וחיונית.

11
12 **הצורך ברישיון לבורסה לניירות-ערך**

13 94. ס' 45 לחוק ניירות-ערך קובע חובת רישיון לבורסה בה נסחרים ניירות-ערך. את
14 החובה הזו יש לפרש על רקע האמור לעיל בדבר מטרותיו הכלליות של חוק ניירות-
15 ערך, ותוך הבנה כי הגדרת המונח "נייר-ערך" לצורך פרק ח' בחוק היא הגדרה שונה
16 ורחבה יותר מההגדרה הבסיסית של המונח בס' 1, והיא חלה גם ניירות-ערך שאינם
17 מוגדרים ככאלה במסגרת ס' 1 לחוק.

18
19 את ההגדרה לנייר-ערך במסגרת ס' 52 לחוק, יש לקרוא על רקע מכלול הוראות החוק,
20 ובאופן ספציפי על רקע הוראת ס' 45. לצורך פרשנותו התכליתית של ס' 52 לחוק, יש
21 לבחון – לאיזה צורך נועדה חובת הרישיון הנוגעת לבורסה לניירות-ערך, ועם אילו
22 חששות נועד הרישיון הזה להתמודד.

23
24 95. חובת הרישיון ביחס לבורסה לניירות-ערך נועדה להבטיח את הגנת ציבור
25 המשקיעים, שמירה על יציבות הבורסה ועל תקינות והוגנות המסחר בה. מסקנה זו
26 עולה בין היתר מהוראת ס' 51(א) לחוק, הקובע כי הרשות תפקח על ניהולה התקין
27 וההוגן של הבורסה. ניתן ללמוד אודות תכליות אלה אף מהוראת ס' 46 לחוק –
28 הקובע כי בתקנון הבורסה צריכים להיקבע כללים לניהול תקין והוגן של הבורסה,
29 תוך פירוט נושאים שונים שצריכים להיכלל בו.

30
31 96. ניתן ללמוד אודות תכליות אלה גם מתקנון הבורסה והדרישות מכוחו. בתקנון



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 הבורסה לניירות ערך בתל אביב נקבעו הסדרים בנושאים שונים ומגוונים, ובכלל זה
2 דרישות ביחס לניהול הבורסה, דרישות ארגוניות ודרישות של ממשל תאגידי, כללי
3 גישה ותנאי כשירות לחברים בבורסה, חובות חברים כלפי הלקוחות, תחומי פעילות
4 מותרים ושקיפות, רישום למסחר, ביצוע המסחר בבורסה ומחוץ לבורסה, עמלות,
5 אכיפה ויציבות הבורסה.
6
7 בפועל, המסחר בבורסה לניירות-ערך בתל-אביב הוא מסחר רציף וסימולטני; המסחר
8 הוא אנונימי; ביצוע הפקודות הוא מיידי; ישנה עדיפות לביצוע הנקבעת על-פי המחיר
9 והזמן; אין מגבלה על כמות ניירות-הערך שיכולים להיסחר בו-זמנית ואף לא על נפח
10 המסחר או מספר המשתתפים בו (ר' ס' 82 לתשובת הרשות שהאמור בו לא היה שנוי
11 במחלוקת). מאפיינים אלה מדגימים את הנושאים שאסדרת פעילות של פלטפורמה
12 כמו זו שהעותרת מפעילה, צריכים להילקח בחשבון.
13
14 97. כאמור, גם מהאמור בס' 46 לחוק ניתן להסיק מסקנות לגבי העניינים שאותם
15 המחוקק היה סבור כי יש להסדיר במסגרת תקנון של בורסה לניירות-ערך, עניינים
16 שהם ייחודיים לבורסה כזו, בשלהם נדרש רישיון כדי להפעילה.
17
18 עיון בסעיף מעלה כי מדובר בין היתר באיפיוני ניירות-ערך שניתן לרשום למסחר (כמו
19 סוג הניירות והשווי מזערי שלהם); כללים ביחס לאופן המסחר בניירות-הערך ככל
20 שהדבר נוגע לסוגי מחזיקים שונים (ס"ק 2(ו)); כללים ביחס לאופן רישום ניירות-
21 הערך למסחר (בחברת רישומים – ס"ד 2(ט)); כללים הנוגעים למועדי המסחר, שיטות
22 המסחר והפיקוח והבקרה של הבורסה על קיום הוראות התקנון (ס"ק (א) 2(3));
23 כללים לענין פרסום מידע על ידי הבורסה ובכלל זה מידע הנוגע למסחר לחברי
24 הבורסה ולחברות רשומות; כללים הנוגעים לחובת מתן הודעה על אירועים שונים;
25 תנאים לפרסום מידע על ידי הבורסה ועוד.
26
27 98. הכללים הללו נועדו – כך עולה מהעיון בהם, כדי להבטיח את הגינות המסחר, את
28 סדרי המסחר ולהבטיח את הדיווח והפרסום אודות אירועים שונים.
29
30 חלק מהכללים נוגעים לניירות-ערך שהונפקו על ידי חברה, וככאלה אין להם
31 רלוונטיות כאשר מדובר במסחר באופציות. אולם, חלק אחר מהכללים – אלה



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 הנוגעים לסדרי המסחר, הדיווח, הפרסום והגינות המסחר – הם כללים נחוצים
2 וחשובים גם ביחס למסחר באופציות בינאריות כמו זה שהעותרת מאפשרת
3 בפלטפורמה שלה. כאמור, לגישה של הרשות, גם בנוגע למסחר באופציות בינאריות
4 נדרשים כללים שיהיה בהם כדי להגן על הציבור. הרשות הדגישה את הסכנות
5 שעולות לנבוע ממסחר כזה – ואת הצורך משום כך לקבוע תנאים למסחר באופן
6 שיגן על הציבור שיעשה שימוש בפלטפורמה המאפשרת מסחר כזה.
7
- 8 99. סיכומה של נקודה זו – פרשנות תכליתית להוראת ס' 52 לחוק ניירות ערך, צריכה
9 להביא בחשבון גם את תכלית ההוראה לפיה בורסה לניירות ערך תתנהל ברישיון
10 בלבד. מהוראות החוק שנועדו להסדיר את תקנונה של בורסה לניירות ערך, כמו גם
11 מהוראות התקנון של הבורסה היחידה הפועלת בישראל – הבורסה לניירות ערך בתל
12 אביב, ניתן לקבוע כי מדובר בהוראות שלפחות לחלקן יש חשיבות גם כאשר מדובר
13 בפלטפורמה דוגמת זו שהעותרת הקימה.
14
- 15 **כללי פרשנות נוספים – פרשנות לאיסור פלילי ופרשנות מנהלית**
- 16 100. העותרת הוסיפה וטענה כי יש לקבל את הפרשנות המוצעת על ידיה גם לאור כללי
17 פרשנות נוספים. בהקשר זה היא ציינה כי ניהול בורסה ללא רישיון מהווה עבירה
18 פלילית. סעיף 34כא לחוק העונשין התשל"ז – 1977 קובע כי "ניתן דין לפירושים
19 סבירים אחדים לפי תכליתו, יוכרע הענין לפי הפירוש המקל ביותר עם מי שאמור
20 לשאת האחריות פלילית לפי אותו דין".
21
- 22 מאחר שכפי שפירטתי לעיל בפסק דין זה, אני סבורה כי הפרשנות הסבירה של החוק
23 לפי תכליתו היא הפרשנות לה טוענת הרשות, וכי פרשנות העותרת אינה תואמת את
24 תכליתו של החוק, הרי שלסעיף זה אין תחולה ולא ניתן לקבל את טענת העותרת
25 בהקשר זה.
26
- 27 102. עוד הפנתה העותרת לכלל הפרשני לפיו בית המשפט נוטה לפרש הסמכה של רשות
28 מנהלית בדרך שתצמצם את הפגיעה בזכויות הפרט עד כמה שהדבר ניתן, בהתחשב
29 בטובת הציבור (ר' יצחק זמיר "הסמכות המנהלית", משפט וממשל א' 81, 98
30 (התשנ"ב)). היא טענה כי לאור הכלל הפרשני הזה, יש לפרש את החוק באופן שיצמצם
31 ככל האפשר את הפגיעה בזכויותיה – בחופש העיסוק ובחופש החוזים שלה.



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

1

2 אני סבורה כי גם טענה זו דינה להידחות. אכן, הפרשנות להגדרת נייר ערך בסי' 52
3 לחוק פוגעת בחופש העיסוק ובחופש החוזים של העותרת. יחד עם זאת, ככל שיש
4 לפרש את החוק "בהתחשב בטובת הציבור" – כפי שקובע המלומד זמיר במאמרו
5 שזוכר לעיל, יש להביא בחשבון גם את טובתם של המשקיעים במכשירים הפיננסיים
6 במסגרת הפלטפורמה שהעותרת מבקשת להפעיל, ואת ההגנה עליהם – הגנה שהצורך
7 בה מבסס את הפרשנות לה טוענת הרשות.

8

9

טענות נוספות של העותרת

10 103. העותרת העלתה בבקשתה גם טענות נוספות הנוגעות לפגמים בהחלטת הרשות
11 שהורתה לה להפסיק את פעילותה. בהקשר זה היא טענה כי החלטת הרשות פוגעת
12 בזכויות יסוד של – בחופש העיסוק ובחופש החוזים וההתקשרות שלה. הפגיעה הזו
13 – כך נטען – אינה עומדת בתנאי פיסקת ההגבלה. עוד נטען בהקשר זה כי הרשות
14 היתה יכולה לפעול באמצעים פחות פוגעניים מאשר הוראה על הפסקה כוללת של
15 פעילות העותרת.

16

17 העותרת הוסיפה וטענה כי התנהלותה של הרשות מנוגדת לעיקרון החוקיות. בהתאם
18 לעיקרון זה, זכותו של כל אדם ותאגיד לעשות את כל מה שלא נאסר עליו לעשות.
19 מאחר שלא קיים איסור בחוק על פעילותה של העותרת, ניסיונה של הרשות למנוע
20 ממנה לפעול, מנוגד לעיקרון החוקיות.

21

22 104. מעבר לכל אלה, טענה העותרת כי בהחלטת הרשות נפלו פגמים מנהליים – נפגעה
23 זכות הטיעון של העותרת שלא ניתנה לה הזדמנות להתגונן כראוי מפני טענות הרשות,
24 כאשר לא נערך לה שימוע כדין. כן נטען כי הרשות הפרה את חובתה לבסס את
25 החלטתה על תשתית עובדתית מלאה ועל נתונים מבוססים. בהקשר זה צוין למשל כי
26 הרשות התעלמה מהעובדה שבידי העותרת שתי חוות דעת משפטיות וחוות דעת
27 כלכלית המסייעות להבין את הפלטפורמה שלה. הרשות למדה אודות הפלטפורמה של
28 העותרת רק מעיון באתר האינטרנט שלה ומהמסמכים שהועברו אליה על ידי
29 העותרת.

30

31 העותרת הוסיפה וטענה כי החלטתה של הרשות היא פגומה גם מתוקף עילת הסבירות



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 – מדובר בהחלטה שנועדה להמציא פירוש חדש לחוק הסותר זכויות חוקתיות
2 בסיסיות של העותרת, סותר את הפסיקה ואת עמדת המחוקק, וככזו היא חורגת
3 ממתחם הסבירות. חוסר הסבירות בא לידי ביטוי גם בשרירותיות ההחלטה. כן נטען
4 כי ההחלטה אינה מידתית, בין היתר משום שהרשות היתה יכולה להורות על הפסקת
5 המסחר רק באופציות בינאריות בנגזרים שנכס הבסיס שלהם הוא מניות הנסחרות
6 בבורסה בתל-אביב, כאלה העונים על הגדרת "נייר ערך" כיום.
7
8 105. עוד טענה העותרת כי הרשות פעלה ממניעים זרים ותוך אכיפה בררנית, שכן היא לא
9 פעלה נגד פלטפורמות שיתופיות אחרות לגיוס כספים מהקהל הרחב.
10
11 דיון
12 106. העותרת טענה כאמור כי פגיעה בזכויות יסוד שלה אשר אינה עומדת בתנאי פסקת
13 ההגבלה. אני סבורה כי דין טענה זו להידחות. כפי שצוין ותואר בהרחבה בפסק דין זה
14 לעיל, הפגיעה בעותרת נעשית מכוח חוק ניירות ערך, ולמטרות לגיטימיות של הגנה על
15 ציבור המשקיעים שעשויים להשקיע בפלטפורמה שהקימה העותרת. עוד יצוין כי
16 דרישת הרשות כי העותרת תפעל בעתיד באמצעות רישיון לניהול בורסה אותו תבקש
17 מהרשות, אינה סותרת את הגולל על עיסוקה של העותרת, גם אם הדרישה לרישיון
18 היא דרישה מכבידה המערימה קשיים לא מבוטלים על פעילותה. דרישת הרישוי היא
19 אם כן פגיעה פחותה יחסית לשלילת כל אפשרות להמשך פעילותה של העותרת (ר'
20 בג"ץ 4769/95 מנחם נ' שר התחבורה, נז (1) 235, 259-261 (2002)).
21
22 107. כך, גם פנייתה של העותרת לעיקרון החוקיות אין בו להועיל לה. לאור פרשנות חוק
23 ניירות ערך כפי שהיא נקבעה בפסק דין זה, פעילות העותרת בלא רישיון לניהול
24 בורסה הינה פעילות אסורה. לכן, הרשות מוסמכת לפעול לסגירת פעילות זו שאינה
25 בהתאם לחוק.
26
27 108. אין לקבל גם את טענת העותרת לפיה זכות השימוע שלה הופרה על ידי הרשות.
28 מהראיות שהוצגו בתיק עולה כי לעותרת ניתנה הזדמנות לשטוח בכתב את טענותיה
29 המשפטיות והכלכליות בפני הרשות בטרם זו קיבלה את ההחלטה בעניינה. כך,
30 במסגרת מכתביה של העותרת לרשות מיום 5.12.2016 ומיום 12.12.2016 ניתנה לה
31 זכות טיעון מספקת. העובדה שזכות זו לא ניתנה על ידי הרשות בעל פה אלא בכתב



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 אינה מעלה או מורידה במובן זה (ראו: בג"ץ 161/84 חברת ווינדמיל הוטל בע"מ נ'
2 שר הפנים, מב(1) 793 (1984); ע"א 3678/13 פרידמן חכשורי חברה להנדסה ולבניה
3 בע"מ נ' מנהל מס ערך מוסף (16.9.2014)).
4
5 השאלה המרכזית בכל הנוגע לזכות הטיעון אינה שאלת אופן עריכת השימוע, אלא
6 שאלת היותו אפקטיבי והוגן, ובעל יכולת השפעה על הגורם המחליט (ראו: בג"ץ
7 1027/04 פורום הערים העצמאיות נ' מועצת מקרקעי ישראל (9.6.2011). בפנייתה של
8 הרשות אל העותרת מיום 5.12.2016 הודיעה הרשות כי פעילות העותרת עשויה לעלות
9 כדי ניהול בורסה לניירות ערך ללא רישיון בניגוד לסעיף 45 לחוק ניירות ערך. בהתאם
10 ביקשה הרשות מהעותרת לקבל מידע אודות פעילותה. אף העותרת מודה כי הרשות
11 ביקשה לקבל ממנה באותו מכתב "מידע רב" אודות פעילותה (פס' 36 לעתירה). כלומר
12 הרשות הייתה פתוחה לשמוע את טענותיה של העותרת, והיא ביקשה לקבל מידע על
13 פעילותה ולשקול מידע זה בטרם תקבל את החלטתה. ההחלטה התקבלה על ידי
14 הרשות לאחר שטענות העותרת העוברו אליה. נראה כי בכך מתקיימות דרישות
15 הפסיקה להליך שימוע הוגן ואפקטיבי מצד הרשות המינהלית. לפיכך, דין טענת
16 העותרת לפגיעה בזכות הטיעון שלה להידחות.
17
18 109. כמו כן, אין לקבל את הטענה הנוגעת לחובה לבסס את ההחלטה של הרשות על
19 תשתית עובדתית ונתונים. כעולה מפסק דין זה, חוות הדעת המשפטיות ואף זו
20 הכלכלית אינן יכולות לשנות את המסקנה המשפטית נושא פסק דין זה לפיה פעילותה
21 של העותרת היא פעילות המחייבת רישיון.
22
23 110. לאור כל האמור לעיל, אין מקום לקבוע כי החלטת הרשות לפיה פעילותה של העותרת
24 מחייבת קבלת רישיון לניהול בורסה בהתאם לסעיף 45 לחוק ניירות ערך, היא
25 החלטה בלתי סבירה או בלתי מידתית. אין גם מקום לקבל את טענת העותרת ביחס
26 לאכיפה בררנית. בהנחה שפעילותה של העותרת היא כזו שתנאי לה הוא קבלת רישיון
27 לניהול בורסה (וכך נקבע בפסק הדין) – היה על הרשות לפעול כפי שהיא פעלה ולאסור
28 על הפעילות ללא רישיון. אין מקום במסגרת פסק דין זה לחוות דעה ביחס לפעילויות
29 אחרות של גופים אחרים ולאופן התגובה של הרשות ביחס אליהן. יתר על כן,
30 מתגובתה של הרשות עולה כי מדובר בפעילויות השונות מפעילותה של העותרת כאן.
31



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

עת"מ 17-01-26602 ג.ג. פיירטרייד בע"מ נ' רשות לניירות ערך תל אביב

- 1 11. לאור האמור, העתירה נדחית.
- 2
- 3 מאחר שכפי שהובהר הוראות החוק הן עמומות, והיה מקום לנהל את ההליך כדי
- 4 להבהיר אותן, אינני עושה צו להוצאות.
- 5 ניתן היום, ד' אדר תשע"ז, 02 מרץ 2017, בהעדר הצדדים.
- 6

רות רון, שופטת

- 7
- 8
- 9
- 10