



רשות ניירות ערך
מחלקת השקעות
רח' כנפי נשרים 22, ירושלים 9546434
טל': 02-6556565
פקס': 02-6597565
www.isa.gov.il

יום חמישי ז' כסלו תשע"ט
15 נובמבר 2018

לכבוד

עודד אופק, עו"ד

מ. פירון ושות'

באמצעות הדוא"ל

א.נ.

הנדון: קורס אקדמי בניהול השקעות אחראיות שכולל תרגול מעשי
(סימוכין: פנייתכם לסגל הרשות מיום 15.9.2018)

בפנייתכם שבסימוכין, בשם אלטשולר שחם בע"מ ואלטשולר שחם ניהול תיקי השקעות בע"מ (להלן: "החברה" ו"חברת ניהול התיקים" בהתאמה), ביקשתם את עמדת הרשות בעניין פעילות החברה בקורס מעשי בניהול השקעות אחראיות בבית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה, שיועבר כחלק מלימודי תואר מוסמך (MBA) במנהל עסקים שתפתח בשיתוף עם אוניברסיטת בר אילן ועם ארגון SFI (להלן: "הקורס").

במסגרת הקורס החברה בעצמה או באמצעות מי מטעמה או מועסקים מטעם חברת ניהול התיקים, תערוך ותלמד, בשיתוף עם אוניברסיטת בר אילן, קורס מעשי בניהול השקעות אחראיות תוך ניהול כספים בחשבון עצמי ייעודי של החברה, על בסיס אנליזות שייערכו בקורס על ידי הסטודנטים שנוטלים בו חלק ובאמצעות החלטות של ועדת השקעות מרכזית שתורכב בין השאר מנציגי החברה וחברת ניהול התיקים.

בפנייתכם מתבקש אישור הרשות לכך כי הפעילות בקורס אינה בגדר ייעוץ השקעות לפי חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות התשנ"ה – 1995 (להלן: "חוק הייעוץ"). לחילופין, ככל שיימצא שפעילות הקורס מהווה ייעוץ השקעות, ביקשתם את אישור הרשות להימנעות מנקיטת אמצעי אכיפה כנגד החברה וחברת ניהול התיקים בקשר עם יישום הוראות סעיפים 2, 4 ופרק ג' לחוק הייעוץ.

1. כאמור בפנייתכם לצורך הלימוד המעשי של הקורס, החברה תפתח חשבון עצמי ייעודי במערכת ניהול סגורה ותפקיד בו סכום של כמיליון דולר מאמצעיה העצמיים בלבד (להלן: "חשבון ייעודי"). בחשבון הייעודי יבוצעו השקעות חברתיות, על בסיס החלטות וועדת ההשקעות. הכספים שינוהלו בחשבון הייעודי לא ישמשו את החברה אלא רק את צרכי הקורס.
2. במסגרת החלק המעשי של הקורס, הסטודנטים יערכו אנליזות וימליצו על אופן השקעות הכספים המופקדים בחשבון הייעודי במניות של חברות אחראיות חברתית בשוק ההון הגלובלי.
3. לצורך ניהול בפועל של הכספים המופקדים, תוקם וועדת השקעות שתורכב מנציגים משוק ההון ופיננסיים, אוניברסיטת בר אילן, SFI ובהובלת נציגי החברה וחברת ניהול התיקים, אשר הינם בעלי רישיון ניהול תיקים. וועדת ההשקעות, שכעולה משיחה שקיימנו עמכם, תערוך את דיוניה במשרדי החברה, תבחן את האנליזות שערכו הסטודנטים ותקבל החלטות השקעה בחשבון הייעודי באמצעות החלטה משותפת של חברי הועדה. בוועדת ההשקעות עשויים להשתתף גם סטודנטים מהקורס על מנת ללמוד את ניתוח האנליזות שערכו ואת תהליך קבלת החלטות ההשקעה על ידי הוועדה.
4. ככל שיצטברו רווחים בחשבון המיועד, הם ייתרמו למטרות חברתיות וככל שיצטברו הפסדים אזי החברה תישא בהם לבדה.
5. כפי שציינתם בפנייה, במסגרת הקורס ייחשפו הסטודנטים לתכנים תאורטיים הנוגעים בניתוח השקעות ואופן ביצוען. הסטודנטים ייחשפו גם לתכנים מעשיים הכוללים הן את ניתוחי האנליזות שנערכו על שווקים, חברות או ניירות ערך פרטניים, והן לעבודת וועדת ההשקעות ואופן ניהול ההשקעות בחשבון הייעודי, לרבות התוצאות בפועל של פורטפוליו ההשקעות שתגבש בתוך החשבון.
6. הנכם סבורים כי התכנים המועברים בקורס ואופן העברתם אינם בגדר ייעוץ השקעות. מאחר שמדובר בקורס מעשי בניהול השקעות ומאחר שהסטודנטים נרשמים לקורס מרצונם כדי ללמוד, ולא לצורך ביצוע השקעות בהווה על בסיס החומר שייחשפו אליו בקורס, אזי ניתן לראות במידע זה כמידע עובדתי טכני שנמסר להם על פי בחירתם וללא שיקול דעת של המרצים בקורס.
7. לחילופין, ככל שהפעילות בקורס עולה כדי ייעוץ השקעות, לטענתכם היא פטורה מחובת הרישוי מכוח יישום תכליתי של סעיפים 3(5) ו-3(6) לחוק הייעוץ, מאחר שהייעוץ ניתן על ידי ועדת השקעות מטעם האוניברסיטה בכספים במערכת סגורה שנועדו לשרת את האוניברסיטה בלבד ולטעמים חברתיים ראויים. לדידכם, ככל שהלקוח המקבל ייעוץ השקעות הוא הסטודנטים עצמם, אזי מאחר שהם משתתפים בוועדת ההשקעות הם ייחשבו לחלק ממנה או לחלק מהחברה, המקבלת את השירות. כמו כן, לטענתכם, ככל שהלקוח הוא האוניברסיטה, אזי חל הפטור שבסעיף 3(11) לחוק הייעוץ מאחר שהאוניברסיטה היא לקוח כשיר. לנוכח האמור הנכם סבורים כי החברה פטורה גם מחובת ההחתמה על הסכם ועריכת בירור צרכים של הסטודנטים.
8. עם זאת, ככל שהרשות תקבע שמתקיים בקורס ייעוץ השקעות שאינו פטור מחובת רישוי, החברה תקיים את הוראות סעיפים 12 ו-13 לחוק הייעוץ, בשינויים המחויבים, כדי לאפשר לסטודנטים לקחת חלק בקורס בין היתר באמצעות הסכם שיערך עימם כמפורט בפנייתכם.
9. ציינתם בפנייה כי בין החברה שהיא חברת החזקות שאינה גוף מפוקח על ידי הרשות ובין החברות המפוקחות בהן היא שולטת והכוללות חברת ניהול התיקים וחברה לניהול קרנות מתקיימות "חומות סיניות מלאות" ולא מתקיימת כל זיקה - ביניהן, בין חשבונות לקוחותיהן

ובין החשבון הייעודי שינוהל כמערכת סגורה נפרדת ופרטנית. לדידכם, החברה וחברת ניהול התיקים לא יתקשו לנהל את החשבון הייעודי כחשבון עצמי, במתווה האמור, תחת ההפרדות המוחלטות בבית ההשקעות.

10. לטענתכם, השתתפות היחידים - נציגי חברת ניהול התיקים והחברה, ובכלל זה השתתפות חן אלטשולר שהינה בעלת רישיון לפי חוק הייעוץ ומנהלת את תיק ההשקעות של קרן נאמנות בניהול מנהל הקרן מקבוצת החברה (הקרן הירוקה), איננה מפירה את הוראות סעיף 4 לחוק הייעוץ והוראות סעיף 22 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994 (להלן: "חוק הקרנות"). הטעם לכך הוא שנציגי החברות האמורות אינם מנהלים את החשבון הייעודי אלא הם רק חלק מוועדת ההשקעות, המקבלת החלטות השקעה משותפות בחשבון הייעודי.

11. עוד הנכם טוענים כי גם אם יימצא שמדובר בניהול חשבון עצמי, מאחר שמדובר בחשבון עצמי של החברה ולא של מנהל הקרן, אזי חן אלטשולר לא תנהל תיק השקעות של קרן לצד ניהול חשבון נוסטרו של מנהל הקרן ואין ניגוד עניינים של ממש. לדידכם, מאחר שחן אלטשולר אינה מפעילה שיקול דעת עצמאי בביצוע ההשקעות אלא היא חברה בוועדת השקעות המקבלת את החלטותיה ברוב קולות, אזי היא איננה מבצעת ניהול תיקים.

להלן נסביר עמדתנו בשאלה האם הסטודנטים המשתתפים בקורס מקבלים שירותים על פי חוק הייעוץ במסגרת הקורס. לא נעסוק בשאלה האם החברה המעמידה סכום כסף לגביו מתקבלות החלטות השקעה במסגרת הקורס מקבלת שירותים לפי חוק הייעוץ בשל תיאום הציפיות הברור לעין הנובע מהנסיבות המתוארות בפנייתכם וזהות הצדדים (סטודנטים וחברת החזקות של תאגידים הפועלים בשוק ההון). ברור כי מבחינת כוונות הצדדים אין כלל חזות או ציפייה מצד החברה לקבל שירותי ייעוץ השקעות מהסטודנטים.

12. סגל הרשות נתן לא פעם פומבי לעמדתו כי מתן אפשרות להיחשף לפעילות בניירות ערך ובנכסים פיננסיים הנעשית על ידי אחר מהווה ייעוץ השקעות לפי חוק הייעוץ.¹ יחד עם זאת סגל הרשות לא יראה בחשיפתם של הסטודנטים המשתתפים בקורס לדיוני ועדת השקעות ולקבלת החלטות השקעה בניירות הערך הנדונים בקורס, במתווה המתואר בפנייתכם, כמתן ייעוץ השקעות לסטודנטים, בכפוף לכך שתובהר לכל המשתתפים בו תכליתה הלימודית של פעילות ההשקעות המבוצעת בקורס והעובדה כי היא לא נועדה למתן ייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים שלהם.

13. הסיבות העיקריות לעמדה כאמור הן שבנסיבות הפניה, חשיפת הסטודנטים לפעילות העולה כדי ייעוץ השקעות, היא שולית למטרה העיקרית של לימוד ותרגול במסגרת לימודים לשם קבלת תואר אקדמי. כמו כן, הסטודנטים עצמם נוטלים חלק פעיל בתהליך ושותפים לגיבוש החלטות ההשקעה בכספי אחרים - כספי החברה.

14. עמדתנו זו מתייחסת לנסיבות הייחודיות בהן מתקיימת הפעילות בקורס כמתואר בפנייתכם ובעיקר לאלו המפורטות להלן:

¹ ראה בעניין זה לדוגמא עמדת הסגל שפורסמה בקישור הבא: [קישור](#)

א. התכלית הבלעדית של פעילות ההשקעות הנערכת במסגרת הקורס הלימודי המתקיים כחלק מלימודי תואר אקדמי, היא לימוד ותרגול מעשי כאשר על פי הצהרת החברה הרווחים שתשיא הפעילות בתיק ההשקעות יתרמו למטרות חברתיות.

ב. הנסיבות המתוארות בפניה מצביעות באופן ברור על כך שמעבר להבהרה שתינתן למשתתפים בקורס בדבר מטרתו הבלעדית כאמור, הרי שגם באופן מהותי אין חזות או מצג של מתן שירותי ייעוץ השקעות למשתתפים בקורס ואף לא ציפייה לכך מצד המשתתפים שכאמור נוטלים חלק פעיל בגיבוש החלטות ההשקעה.

ג. כספי ההשקעה שביחס אליהם מתבצע התרגול בקורס אינם כספי המשתתפים בו אלא כספי החברה אשר יועדו למטרה זו בלבד.

15. באשר למגבלות ההשקעה החלות על חן אלטשולר שהיא בעלת רישיון לפי חוק הייעוץ לנוכח קשרי השליטה שיש לה או לבן משפחתה עם החברה, הרי שלעמדתנו, אלו חלות גם על פעילותה במסגרת הקורס כמתואר בפנייתכם. לא מקובלת טענתכם ממנה עולה כי המגבלה לפי סעיף 4(ב) לחוק הייעוץ החלה על יחיד בעל רישיון אינה חלה מקום בו היחיד הוא חלק מקבוצה (בענייננו – ועדת השקעות) בה מתקבלות החלטות השקעה בדעת רוב מבלי שתהיה ליחיד זכות הכרעה בלעדית. האיסור על יחיד לנהל תיקי השקעות עבור תאגיד שהוא או בן משפחתו בעלי שליטה בו אינו מוגבל למצבים בהם החלטות ההשקעה מתקבלות על ידי היחיד לבדו. לפיכך לעמדתנו חן אלטשולר כבעלת רישיון לפי חוק הייעוץ מנועה מלקחת חלק בדיוני ועדת ההשקעות שבה מתקבלות החלטות ההשקעה של כספי החשבון הייעודי המנוהלים במסגרת הקורס נשוא פנייתכם. לנוכח המגבלה כאמור, מתייתרת בחינת הסוגיה בהיבט של פעילותה של חן כמנהלת ההשקעות של הקרן הירוקה.

16. עמדתנו זו מבוססת על עובדות ומצגים שהוצגו בפנייתכם, ועל ההנחה כי פנייתכם כוללת את כל הפרטים והנתונים הדרושים לבחינת השאלה שהעליתם בה. כל שינוי בעובדות או בנסיבות שהובאו בפנינו עשויה להביא למסקנה שונה לגבי השאלות שהועלו בפנינו.

17. בנוסף, הרינו להודיעכם כי בהתאם לנוהל טיפול בפניות מקדמיות לרשות ניירות ערך², הפנייה המקדמית והתשובה לה עשויים להתפרסם באתר הרשות. בקשתכם לעכב את פרסום הפניה עד למועד שבו יפתח הקורס באוניברסיטת בר אילן, אינה רלוונטית לנוכח פתיחת הקורס בהסתמך על עמדה זו שנמסרה לכם בעל פה עובר לפתיחתו.

בברכה,



אורנה נחום, עו"ד

יועצת משפטית

ליחידה לפיקוח על בעלי רישיון

² פורסם באתר האינטרנט של הרשות בחודש יוני 2008.