

לכבוד

מר אסף ארז ועו"ד עמית טימור

רשות ניירות ערך - מחלקת הפיקוח על זירות הסוחר

באמצעות דוא"ל

א.נ.,

**הנדון: פניה מקדמית בנושא פרסום עבודת ניתוח**

**טי.גי.אל קולמקס שוקי הון בע"מ**

חברת טי.גי.אל קולמקס שוקי הון בע"מ ("החברה"), מתכבדת לפנות לרשות ניירות ערך ("הרשות") בהתאם לנוהל פניות מקדמיות, באשר לפרשנות תקנה 10 לתקנות ניירות ערך (זירת סוחר לחשבוננו העצמי), התשע"ד – 2014 ("תקנות זירות סוחר"), כפי שיפורט בהרחבה להלן.

**1. רקע**

1.1. החברה הינה בעלת רישיון לניהול זירות סוחר החל מיום 7 לדצמבר 2016.  
1.2. החברה מציעה ללקוחותיה אפשרות לסחור במגוון רחב של מכשירים פיננסיים ובכלל זה: חוזי הפרשים על מטבעות, סחורות, מדדים ומניות.  
1.3. כפי שעולה מתקנון החברה, אשר הוגש ואושר על ידי הרשות ("התקנון"), ועל מנת לספק את השירות המיטבי ללקוחותיה, החברה מעוניינת לפרסם עבודת ניתוח בהתאם לתנאים המנויים בסעיף 10(ב)(2) לתקנות זירת סוחר ("עבודת הניתוח"). כמו כן, החברה מבקשת לאפשר לה לשים בדף הבית של החברה, קישורים לפורטלים כלכלים כפי שיפורט בהרחבה להלן.

**2. פניה**

2.1. החברה מבקשת את עמדת הרשות לשאלה, האם פרסום מסמך הכולל ניתוח של נכסי בסיס של מכשיר פיננסי, מסוג "ניירות ערך" או "נכסים פיננסיים" כהגדרת מונחים אלה בחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה – 1995 ("חוק הייעוץ"), כאשר המסמך מספק מידע מנומק או מחיר יעד שעליו ניתן לבסס החלטה בדבר כדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של מכשיר פיננסי, ("עבודת ניתוח"), בהתאם לתנאים הקבועים בתקנה 10(ב)(2) לתקנות זירות סוחר, זאת פעילות הדורשת רישיון ייעוץ השקעות בהתאם

להוראות חוק הייעוץ?

2.2. נוסף על כך, ככל ולעמדת הרשות פרסום עבודת ניתוח על נכסי בסיס מסוג ניירות ערך או נכסים פיננסיים ("נכסים מיועצים") מטעם החברה מקים את הצורך ברישיון מכח חוק הייעוץ, החברה מבקשת את אישור הרשות לאחד ממתווי פעילות אשר יפורטו בהרחבה בסעיף 3 להלן, באמצעותם החברה סבורה כי ניתן יהיה לקיים את דרישת הרישיון ובו בזמן לא להפר את דרישת ייחודיות העיסוק החלה על החברה מכוח סעיף 44טז לחוק.

2.3. בלי לגרוע מהאמור לעיל, החברה מבקשת לקבל את אישור הרשות לכך כי שליחת עבודות ניתוח בו זמנית, לכלל לקוחות החברה, באמצעות דואר אלקטרוני אינה סותרת את תנאי סעיף 10(ב) (2) לתקנות זירת סוחר וזאת בהתאם למתווה המוצע בסעיף 4 להלן.

2.4. בנוסף מבקשת החברה את אישור הרשות כי אין מניעה להפנות את לקוחותיה (דרך קישור קבוע מאתר האינטרנט החברה) ליומן אירועים כלכליים, סקירות שוק, עבודות ניתוח, כתבות אחרות המתפרסמים באופן שוטף באתרי האינטרנט של העיתונים הכלכליים במדינת ישראל (לדוגמא: גלובס, דה מרקר וכיוב') ובעולם (בלומברג, Investing, וכיוב'). לעמדת החברה אין מניעה לבצע הפניה שכזאת ובלבד שהיא עומדת בתנאים המנויים בתקנה 10(ב) (1) לתקנות, ובכלל זה כי המידע הינו בנוגע לנכס בסיס של מכשיר פיננסי, שהכין ופרסם גורם שאינו החברה או מי מטעמה, בתנאי שההפניה היא כללית ומתמשכת, שבחירת המידע אינה על פי שיקול דעתה של החברה ושהמידע לא הוכן או פורסם לבקשת החברה;

### **3. הניתוח המשפטי**

#### **3.1. תחולת הוראות חוק הייעוץ**

תקנה 10 לתקנות זירות סוחר עניינה איסור מתן שירותי ייעוץ וניהול תיקים ללא רישיון. בהתאם לאמור בהוראות התקנה, חברה או מי מטעמה לא תיתן ייעוץ ללקוח בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של מכשיר פיננסי שהיא סוחרת בו או של נכס בסיס של מכשיר פיננסי שהיא סוחרת בו. לעניין זה, "ייעוץ" - בין במישרין ובין בעקיפין, לרבות באמצעות פרסום, בחוזרים, בחוות דעת, באמצעות הדואר, בפקסימיליה או בכל אמצעי אחר.

התקנה קובעת שני חריגים לעניין זה: הראשון - הפניה למידע עובדתי בהתאם לאמור בתקנה 10(ב) (1); והשני - פרסום עבודות ניתוח.

בהתאם לאמור בתקנה 10(ב) (2) לתקנות זירות סוחר, חברה או מי מטעמה רשאית לפרסם עבודת ניתוח ובלבד שמתקיימים כל אלה:

- א. עבודת הניתוח תהיה כללית ואינה מיועדת ללקוח מסוים;
- ב. עבודת הניתוח תהיה זמינה לכל לקוחות החברה באתר החברה, ולא תישלח ללקוח מסוים;
- ג. עבודת הניתוח תכלול התייחסות לניגוד עניינים שבין פרסום עבודת הניתוח לבין השירותים שמציעה החברה.

"**עבודת ניתוח**" מוגדרת בתקנות כ- "מסמך הכולל ניתוח של נכסי בסיס של מכשיר פיננסי המספר מידע מנומק או מחיר יעד שעליו ניתן לבסס החלטה בדבר כדאיות של השקעה, החזקה, קנייה או מכירה של מכשיר פיננסי, ובלבד שהמסמך לא יכלול ניתוח של מכשיר פיננסי שהזירה סוחרת בו."

סעיף 2(א) לחוק הייעוץ קובע כי: "לא יעסוק אדם בייעוץ השקעות אלא אם כן הוא בעל רישיון יועץ [...]". המונח "**ייעוץ השקעות**" מוגדר בסעיף 1 לחוק הייעוץ: "מתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של ניירות ערך או של נכסים פיננסיים; לעניין זה, "ייעוץ" – בין במישרין ובין בעקיפין, לרבות באמצעות פרסום, בחוזרים, בחוות דעת, באמצעות הדואר, הפקסימיליה או בכל אמצעי אחר, למעט פרסום בידי המדינה או בידי תאגיד הממלא תפקיד על פי דין במסגרת תפקידו"

בהמשך, מגדיר חוק הייעוץ "**ניירות ערך**" כהגדרתם בחוק ניירות ערך, למעט ניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה ומוצרי מדדים, לרבות ניירות ערך המונפקים בידי הממשלה וניירות ערך חוץ, או כפי שקבע שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת". ו - "**נכסים פיננסיים**" מוגדרים בחוק הייעוץ כ - "יחידות כהגדרתן בחוק השקעות משותפות, מניות או יחידות של קרן הרשומה מחוץ לישראל, אופציות, חוזים עתידיים, מוצרים מובנים, מוצרי מדדים וכן קרנות השתלמות, או כפי שיקבע שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת".

נראה אפוא, כי ככל שעבודת הניתוח אותה מבקשת הזירה לפרסם הינה אודות נכסי בסיס מסוג ניירות ערך או נכסים פיננסיים כהגדרתם בחוק הייעוץ, הרי שהדבר עשוי להיחשב כייעוץ השקעות המחייב רישיון ייעוץ מכח חוק הייעוץ. מטבע הדברים פרסום עבודת ניתוח על נכסי בסיס אחרים (היינו שאינם נכללים בהגדרת ניירות ערך או נכסים פיננסיים בחוק הייעוץ) אינה פעילות הנכנסת לתחולת הגדרת המונח "ייעוץ השקעות", ועל כן אינה דורשת רישיון מכח חוק הייעוץ.

### 3.2. ייחודיות העיסוק

סעיף 44טז(א) לחוק ניירות ערך קובע כי, חברה בעלת רישיון זירה לא תעסוק בכל

עיסוק נוסף מלבד ניהול הזירה. בהתאם לכך, החברה אינה רשאית לעסוק בכל עיסוק אשר אינו נלווה לפעילותה כזירת סוחר. יחד עם זאת, אנו סבורים כי משעה שהתקנות מתירות לחברה, כבעלת רישיון לניהול זירה, לפרסם עבודות ניתוח ללקוחותיה, הרי שפעולת ייעוץ ההשקעות הנלווית לעבודת הניתוח בלבד הינה חלק אינהרנטי מפעילות זירת הסוחר. לפיכך, ובכדי לאפשר לחברה לפרסם עבודות ניתוח כפי שמתיר החוק, אנו סבורים כי יש לפרש את העיסוקים המנויים בתקנה 10(ב) ובכלל זה את העיסוק בפרסום עבודות ניתוח כחלק מעיסוק החברה בניהול הזירה.

אנו סבורים כי יש לפרש את התקנות והחוק בדרך המאפשרת לשתי הוראות החוק להתקיים יחדיו שכן כל פרשנות אחרת אינה עולה בקנה אחד עם מטרת החוק ועם עקרון ההרמוניה החקיקתית, שכן אז, ההיתר המופיע בתקנות אינו בר שימוש וכמוהו כאות מתה בדין הישראלי.

על עקרון ההרמוניה החקיקתית ראו אהרן ברק **פרשנות תכליתית במשפט**, 414 (2003):

**"הרמוניה חקיקתית מניחה כי לחוקים שונים יש תפקידים שונים המשתלבים זה בזה והמביאים לתפקודה הראוי של החקיקה כולה. מכאן, שקיומן של הוראות חוק נוגדות אינו מתיישב עם הרצון להשיג "הרמוניה חקיקתית". על כן יש לעשות מאמץ פרשני למניעת התנגשות פנימית בין דברי חקיקה שונים. ההנחה הינה כי תכליתם של החוקים השונים היא להביא להרמוניה פנימית ולמנוע מצב דברים שבו יש התנגשות 'חזיתית' אשר תביא את ביטולו המשתמע של אחד מהם. בדומה, אין ליתן לחוק פירוש אשר תוצאתו תהיה כי חוק אחר בשיטה מיותר לחלוטין.**

**... כל החוקים כולם, בין באותו עניין ובין שלא באותו עניין, צריכים להתפרש באופן המביא להרמוניה חקיקתית".**

וכן מפסק דינה של השופטת דורנר ברע"א 00/6854 **היועץ המשפטי לממשלה נ' מיכאל זמר**, נז(5) 491 (2003):

**"כידוע, בפרשנות דבר חקיקה יש להעדיף את אותו פירוש המקיים הרמוניה בין הוראותיו של דבר חקיקה זה לבין הדין הכללי, ועל אחת כמה וכמה בין ההוראות לבין עצמן."**

ור' גמ: ע"א 13/7084 **בר יהודה בע"מ נ' הוועדה המקומית לתכנון ובניה שומרון** (פורסם בבנו, 10.05.2016).

## 4. המתווה המוצע

### 4.1. דרישת הרישוי מכח חוק הייעוץ

בשל העובדה כי פעילות פרסום עבודת ניתוח על נכסי בסיס מסוג ניירות ערך או נכסים פיננסיים כהגדרתם בחוק הייעוץ הינה פעילות טעונת רישיון על פי הוראות חוק הייעוץ וככל שאין מניעה אחרת לפרסום עבודות ניתוח כאמור כמפורט בסעיף 3 לעיל, החברה מבקשת את אישור הרשות לאחד או יותר המתווים המוצעים לעיל:

א. החברה תגיש בקשה לקבלת רישיון ייעוץ השקעות בהתאם להוראות חוק הייעוץ אנו מבקשים את אישורכם לכך שאין מניעה כי החברה תגיש בקשת רישיון ייעוץ השקעות, אשר כל תכליתו יהיה לאפשר לה לפרסם עבודות ניתוח על נכסי בסיס מיועצים. דהיינו, החברה לא תעשה ברישיון הייעוץ כל שימוש אחר ובכלל זה שימוש העולה לידי הפרת תקנה 10(א) לתקנות זירות סוחר.

ב. החברה תשכור את שירותיו של בעל רישיון ייעוץ השקעות חיצוני בהתאם לחלופה זאת, החברה מעוניינת לקבל את אישור הרשות כי אין מניעה לכך שהחברה תשכור את שירותיו של בעל רישיון ייעוץ השקעות חיצוני, בין אם הינו חברה המספקת שירותים כאמור ובין אם מדובר ביחיד אשר אינו מועסק בזירה עצמה, אלא פועל כעצמאי לצורך עניין זה. כן מתבקשת הרשות לאשר כי אין מניעה כי בעל רישיון כאמור יועסק כדרך קבע בתפקיד אחר (היינו, לא כבעל רישיון) בחברה מקבוצת החברה.

בעל רישיון כאמור (בין אם הינו יחיד ובין אם הינו חברה) יהיה זכאי לתגמול פרטני עבור כל עבודת ניתוח, ומטבע הדברים בעבודת הניתוח עצמה יינתן גילוי לעניין זה.<sup>1</sup>

### 4.2. שליחת עבודות ניתוח באמצעות דואר אלקטרוני

כאמור לעיל, החברה מעוניינת לפרסם עבודות ניתוח ללקוחותיה, ובמקביל לשלוח את עבודות הניתוח לכל לקוחותיה בלא יוצא מן הכלל באמצעות הדואר האלקטרוני, וזאת תוך עמידה בכל תנאי הדין לעניין פרסום מסוג זה.<sup>2</sup>

אנו סבורים כי ככל ועבודת הניתוח תהא זמינה לכלל לקוחות החברה בלא קשר להרכב תיק ההשקעות שלהם ובלא שהחברה תגבה עמלה נוספת עבור שירות זה, וכן כי עבודת הניתוח תבוצע על ידי בעל רישיון ייעוץ, אזי שליחת עבודות ניתוח באמצעות הדואר האלקטרוני לאחר הימצאות אותן עבודות באתר האינטרנט זומינותן לכלל לקוחות החברה, אינה סותרת את דרישות החוק. לחלופין אם לא תתקבל עמדתה של החברה

<sup>1</sup> נוסף על האמור בתקנה 10 לתקנות זירות סוחר, יינתן גילוי כאמור בסעיף 17(ב)6 לחוק הייעוץ.

<sup>2</sup> דהיינו, עבודת הניתוח שתפרסם החברה תהא כללית ולא מיועדת ללקוחות מסוימים; עבודת הניתוח תהיה זמינה לכלל לקוחות החברה באתר החברה, והיא תשלח בנוסף באמצעות הדואר האלקטרוני לכל לקוחותיה. כמו כן, עבודת הניתוח תכלול התייחסות לניגוד העניינים שבין פרסום עבודת הניתוח לבין השירותים שמציעה החברה.

לעניין זה, החברה מבקשת את אישור הרשות לכך שאין מניעה כי תשלח ללקוחותיה הודעה לפיה התפרסמו עבודות ניתוח באתר החברה, הודעה כאמור יכול שתלווה בקישור לאתר החברה ויכול שלא.

### **4.3. הפניה לפורטלים כלכלים**

תקנה 10(ב)(1) לתקנות זירות סוחר מאפשרת לזירות סוחר להפנות את לקוחותיה למידע עובדתי בנוגע לנכס בסיס של מכשיר פיננסי, בתנאים הבאים: (1) הגורם שהכין ופרסם את המידע אינו החברה או מי מטעמה; (2) ההפניה למידע היא כללית ומתמשכת; (3) בחירת המידע אינה על פי שיקול דעתה של החברה ו- (4) המידע לא הוכן או פורסם לבקשת החברה.

החברה מעוניינת להפנות את לקוחותיה לפורטלים כלכליים בכלל ולפורטלים כלכלים המספקים סקירות שוק או ניתוח של ניירות ערך באופן הגלוי וזמין לכלל הציבור. החברה סבורה כי הפניה זו עולה בקנה אחד עם דרישות תקנה 10(ב)(1) וזאת מן הטעמים הבאים:

4.3.1. הגורם שהכין ופרסם את הסקירה אודות המכשיר הפיננסי הינו אתר אינטרנט אובייקטיבי ו"חיצוני לחברה" ובכל מקרה אינו החברה או מי מטעמה.

4.3.2. המידע אליו תפנה החברה את לקוחותיה הינו מידע אשר גלוי לכלל הציבור, לפיכך סבורה החברה כי מדובר בפרסום שכללי ומתמשך.

4.3.3. בחירת המידע ותוכנו אינה על פי שיקול דעתה של החברה אלא על פי שיקול דעת האתר המפרסם לכלל הציבור.

כדי להבטיח שתנאי זה מתקיים, הקישורים שיוצגו באתר האינטרנט של החברה יהיו לאתרים קבועים שנבחרו מראש, וגילוי אודות אתרים אלה ינתן בתקנון החברה.

4.3.4. הפרסומים אליהם תפנה החברה לא הוכנו או פורסמו לבקשתה, אלא המדובר בפרסומים אובייקטיביים כאמור אשר גלויים לכלל הציבור.

יתרה מזאת, החברה מבקשת את אישור הרשות לכך שאין מניעה כי תבצע הפניה בלבד מאתר האינטרנט שלה לכתבות או פרסומים (ובכלל זה עבודות ניתוח) אשר עשויות לכלול תכנים העולים לידי ייעוץ השקעות אך מתפרסמים בעיתונות הכלכלית או בפורטלים הכלכליים על ידי צדדי ג' שאינם החברה או מי מטעמה. לעמדת החברה הגם שעבודות ניתוח המתפרסמות בעיתונות הכלכלית או בפורטלים כלכלים ברחבי הרשת, עשויות לעלות לידי ייעוץ השקעות, מדובר בייעוץ השקעות בכלי תקשורת, ונותן השירותים (היינו – מפרסם המידע) פטור מרישיון לפי סעיף 3(א)(4) לחוק הייעוץ. לעמדת החברה, הדעת נותנת שגם אם הפטור הקבוע בסעיף 3(א)(4) לחוק הייעוץ אינו חל עליה משום שהינה בעלת רישיון ניהול זירת סוחר, אין מניעה כי תפנה את לקוחותיה

לפרסומים שבוצעו על ידי צדדי ג' בהתאם לפטור הקבוע בסעיף 3(א)(4) לחוק הייעוץ, וממלא זמינים לכל אדם, ובלבד שלא פורסמו מטעם החברה או לבקשתה. יתרה מזאת ומבלי לגרוע מהאמור לעיל, לעמדת החברה על פי לשון חוק ניירות ערך ותקנות זירות סוחר אין כל מניעה או מגבלה להפנות למידע או סקירות שוק כלליות אשר אינם עולים לידי ייעוץ השקעות.

## **5. לסיכום**

- 5.1. החברה מבקשת את התייחסותכם לדרישת הרישיון והמתווים המוצעים ולשאלת אופן פרסום חוות הדעת באמצעות המייל לכלל הלקוחות.
- 5.2. החברה מתחייבת לפעול בהתאם לתשובתכם לפנייה זו. באם החברה תבחר לאמץ עמדה שונה, היא מתחייבת ליידע את הרשות מראש.
- 5.3. החברה מודעת לכך שפנייתה ותשובת הרשות לה עשויים להתפרסם בנוסחן המלא באתר הרשות.

נשמח לעמוד לרשותכם להבהרות נוספות ככל שיידרש.

בכבוד רב,

טי.גי.אל קולמקס שוקי הון בע"מ.