

י"ז חשון תשפ"ה

18 נובמבר 2024

עמדות סגל הרשות המובאות להלן הינן עמדות מקצועיות המשקפות החלטות ועמדות של הסגל בסוגיות הנוגעות ליישום דיני ניירות ערך. תוכן העמדות המפורסמות מנחה את הרשות והסגל בהפעלת סמכותם והציבור יוכל להשתמש בהן ולהחילן בנסיבות דומות.

עמדות סגל הרשות בדבר הצעה ותיווך של הסדרי השקעה משותפת

רקע

חשיבות רבה נודעת להנגשה נאותה לציבור של מוצרי השקעה פיננסיים. לצד היתרונות הרבים שיש בהשקעה במוצרים כאמור, הרי שבד בבד היא כרוכה בסיכונים מגוונים הנובעים בין היתר ממורכבותם של המוצרים הפיננסיים ומפערי ידע ומומחיות שעשויים להיות בעניינם. האסדרה והפיקוח על פעילות ההשקעה המוצעת לציבור נועדו להתמודד עם סיכונים אלה.

העמדות שיוצגו להלן עוסקות במגבלות החלות על הצעה ותיווך של מוצרי השקעה לפי חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: "**חוק השקעות משותפות**") ולפי חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות, ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: "**חוק הייעוץ**"), ובממשק בין חוקים אלה. הן באות בהמשך לעמדות קודמות שפורסמו לגבי תחולת החוקים ובהן חוזר לבעלי רישיון בדבר פעילות שיווק השקעות וניהול תיקים ביחס לקרנות חוץ¹ ועמדת סגל הרשות בדבר היחס בין תחולת חוק השקעות משותפות בנאמנות וחוק ניירות ערך², ואינן גורעות מהן אלא מוסיפות עליהן.

חוק השקעות משותפות מסדיר את האופן בו ניתן לבצע הסדר להשקעה משותפת והוא קובע מסגרת מפורטת של הגנות למשקיעים העוסקות בין היתר בעניינים כגון מבנה הקרן, אופן ניהולה והחזקת הנכסים על-ידה, מגבלות על ההשקעות שהיא רשאית לבצע, הצעת יחידות ופדיון. סעיף 2(א) לחוק השקעות משותפות קובע כי חוק זה יחול על כל הסדר, שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם, שאינו מוסדר על פי דין אחר וכן על הסדר מסוג שקבע שר האוצר שמטרתו השקעה משותפת במטבעות והפקת רווחים משותפת מהחזקתם

¹ [קישור](#) לחוזר

² [קישור](#) לעמדת הסגל

מחלקת השקעות

ומכל עסקה בהם. סעיף 2(ב) לחוק השקעות משותפות מסייג כי החוק לא יחול על הסדר שמטרתו כאמור, שמספר המשתתפים בו אינו עולה על חמישים ושנעשה בלא פניה לציבור.

חוק הייעוץ מסדיר את פעילות תיווך ההשקעות שבתחולת החוק לציבור הרחב, ומחיל חובת רישיון וחובות נוספות הכוללות בין היתר חובות אמון וזהירות, חובת בירור והתאמה לצרכי לקוח, חובות גילוי ודיווח ומגבלות בעניין ניגודי עניינים ותמריצים. האסדרה לפי חוק זה נועדה להתמודד עם הסיכונים הכרוכים בתיווך של השקעות פיננסיות לציבור הרחב, במטרה לשמור על עניינו של ציבור המשקיעים בכללותו ועל עניינם של לקוחותיהם של בעלי הרישיון בפרט. חוק הייעוץ מגדיר שלושה סוגי שירותים - ייעוץ השקעות, שיווק השקעות, ניהול תיקי השקעות - הניתנים ביחס לשתי קטגוריות של נכסים - ניירות ערך ונכסים פיננסיים.

כפי שיובהר להלן, שני החוקים עשויים לחול במקביל ולכן העוסקים בפעילויות המתוארות בהן מחויבים לוודא כי אינם מפרים את מי מהחוקים. התכלית העומדת ביסוד תחולה כפולה זו היא כי הגנת ציבור המשקיעים בנוגע להסדרי השקעה משותפת תבוא לידי ביטוי הן במישור מוצר ההשקעה הן במישור התיווך הפיננסי.

העמדות המוצגות בנייר זה עוסקות בשלושה נושאים:

- א. מגבלת הפנייה לציבור לפי חוק השקעות משותפות
- ב. היקף תחולתה של חובת רישיון ייעוץ או שיווק השקעות
- ג. שירותי ייעוץ או שיווק השקעות על קרנות זרות

א. מגבלת הפנייה לציבור לפי חוק השקעות משותפות

חוק השקעות משותפות חל כאמור על כל הסדר, שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם, שאינו מוסדר על פי דין אחר וכן על הסדר מסוג שנקבע בתקנות שמטרתו השקעה משותפת במטבעות והפקת רווחים משותפת מהחזקתם ומכל עסקה בהם. סעיף 2(ב) לחוק השקעות משותפות מסייג כי החוק לא יחול על הסדר שמטרתו כאמור, שמספר המשתתפים בו אינו עולה על חמישים ושנעשה בלא פניה לציבור.

1) פניה למשקיעים שאינם כשירים

בעמדה שפורסמה בעקבות פסק דינו של בית המשפט בעניין קרן אינטגרל,³ הובהר כי משמעותו של המונח "פניה לציבור" היא רחבה, וכי מדובר ברשימה לא סגורה של סוגי פניות אפשריים למשקיעים פוטנציאליים, ובהם שיחות טלפוניות, פניות במייל, פרסומים בכתב או בעל-פה, פרסומים כלליים לציבור הרחב או פרסומים ספציפיים לקבוצה מסוימת של אנשים, פרסומים ברשת האינטרנט או ברשתות החברתיות, מצגות וחברות, כנסי משקיעים, פניות באמצעות סוכנים, פניות מפה לאוזן, ועוד.⁴ עוד הובהר באותה עמדה, כי בהתאם לתכלית החוק, במניין המשתתפים בהסדר לא יובאו בחשבון משקיעים כשירים המנויים בסעיף 15א(ב) לחוק ניירות ערך, בכפוף לכך שלא נעשתה פניה לציבור, וכי פניה למשקיעים כשירים בלבד, לאחר שזוהו ככאלה, לא תיחשב כפניה לציבור.⁵

באשר לפניה למשקיעים שאינם כשירים – עמדת סגל הרשות היא כי בדומה לפרשנות המקובלת לגבי חוק ניירות ערך, לפיה פניה למשקיעים שמספרם אינו עולה על 35 במשך תקופה של 12 חודשים, אינה מהווה פניה לציבור, ובהיקש מסעיף 25ב(3) לחוק השקעות משותפות המפנה לחריג זה, סעיף 2 לחוק השקעות משותפות לא יחול ככל שהפניה להשקיע בהסדר מוגבלת ללא יותר מ-35 משקיעים שאינם כשירים במשך תקופה של 12 חודשים. בנוסף לכך, חלה המגבלה הכוללת, שאינה תחומה בזמן, של 50 משקיעים שאינם כשירים.

לשם המחשה, הסדר להשקעה משותפת שיש בו 20 משקיעים יוכל לפנות במשך תקופה של 12 חודשים ל-35 משקיעים שאינם כשירים לכל היותר, אולם מספר המשקיעים בו בפועל לא יוכל לעלות בשום שלב על 50 משקיעים שאינם כשירים.

³ ראו קישור בהערה 2 לעיל.

⁴ סעיף ד לעמדת אינטגרל.

⁵ סעיף ה לעמדת אינטגרל.

(2) האיסור על פנייה לציבור חל על כלל הגורמים הפונים למשקיעים

בעמדה שפורסמה בעקבות פסק דינו של בית המשפט בעניין קרן אינטגרל, הובהר כאמור כי משמעות המונח "פניה" היא רחבה, וכן שהוא כולל כל פניה שהיא, על-ידי כל גורם שהוא, ללא קשר לתוצאת הפניה ולשאלה אם היא מיועדת להוביל או תוביל בסופו של יום להשקעה מצד הציבור.

מן האמור עולה, כי ככל שהגורמים המציעים השקעה בהסדר אינם רק ההסדר ומנהליו, אזי מגבלת הפניה לציבור חלה, באופן מצרפי ומצטבר, על כל גורם נוסף הפועל עימם ומציע השקעה בו. מצב דברים אחר היה מוביל לחציית מספר המשקיעים הכולל שהחוק מתיר פנייה אליהם.

בעניין זה מוטלת אחריות על הסדר ההשקעה המשותפת, מנהליו, אורגנים שלו, וכל גורם הפועל עימם העוסק בתיווך של ההסדר, לקבוע את המנגנונים המתאימים ולוודא כי לא ייחצה מספר המשקיעים המותר הכולל, להם מוצעת ההשקעה וכי לא תיעשה פנייה לציבור. כך למשל, אם ההסדר פנה במשך 12 חודשים ל- 20 משקיעים פוטנציאליים, אזי כל גורם אחר (או גורמים אחרים אם ישנם כמה כאלה) אינו רשאי לפנות ליותר מ- 15 משקיעים פוטנציאליים נוספים במשך אותה תקופה.

(3) המגבלה על מספר המשקיעים חלה גם כאשר ההשקעה נעשית באמצעות מספר מכשירי השקעה

בעמדה שפורסמה בעקבות פסק דינו של בית המשפט בעניין קרן אינטגרל הודגש העיקרון לפיו לא ניתן להפריד באופן מלאכותי השקעה לישויות שונות על מנת לצאת מתחולת החוק. זאת בהתאם לתכלית החוק למנוע גיוסים בהיקפים משמעותיים מהציבור הרחב אשר לא יהיו נתונים לפיקוח ולחובות המקיפות הקבועות בדין. על כן מניין המשקיעים המותר במקרים של פיצול לישויות משפטיות שונות הנו במצטבר לכלל הישויות המשפטיות הרלבנטיות.⁶

בהקשר זה יובהר, כי המגבלה על פנייה לציבור חלה ביחס לכל הסדר השקעה משותפת, גם אם הגיוס אליו נעשה תחת מוצר בו "נארזו" השקעות נוספות. כלומר, אם תחת מוצר פיננסי אחד המשווק ללקוח "נארזו" מספר מכשירים פיננסיים שכל אחד מהם הוא בגדר הסדר השקעה משותפת, מגבלת ה- 50 תחול ביחס לכל אחד ואחד מהמכשירים האמורים. לשם המחשה:

⁶ סעיף ג לעמדת אינטגרל.

מחלקת השקעות

גורם מבקש לגייס כספים לחמישה הסדרי השקעה משותפת שונים (להלן: "**ההסדרים**"), ובהתאם לכך הוא מוגבל בפנייה למשקיעים שאינם כשירים שמספרם לא יעלה על 35 משקיעים במשך 12 חודשים, ובמספר משקיעים כולל בהסדר שלא יעלה על 50.

ואולם, אם בהסדרים השונים לכאורה נכללת אותה השקעה, אשר גיוס הכספים מופנה בסופו של יום גם אליה, מגבלת מספר המשקיעים צריכה להימנות בהתאם. כך למשל, אם כל אחד מחמשת ההסדרים האמורים מורכב משלוש השקעות (להלן: "**השקעות הבסיס**"), ואחת מהן נמצאת בכל אחד מחמשת ההסדרים, אזי למעשה עלולים להשקיע בה 250 משקיעים באופן מצרפי. זאת בניגוד לחוק השקעות משותפות ולתכליתו למנוע גיוס רחב היקף ללא פיקוח.

אם אותה השקעת בסיס חוזרת היא בהסדר השקעה משותפת בניירות ערך או בנכסים פיננסיים, אזי חלה לגביה מגבלת פנייה למשקיעים מצרפית (באמצעות כלל ההסדרים) של 35 משקיעים במשך 12 חודשים ומגבלת משקיעים של 50 משקיעים בסך הכל. אם אותה השקעת בסיס חוזרת היא בניירות ערך של תאגיד, אזי חלה לגביה מגבלת פנייה למשקיעים מצרפית (באמצעות כלל ההסדרים) של 35 משקיעים במשך 12 חודשים לפי חוק ניירות ערך ואיסור מכירה למספר משקיעים גדול יותר בתקופה האמורה. בכל מקרה המשמעות היא כי מספר המשקיעים, הן בשלב הפנייה הן בשלב ההשקעה, צריך להימנות יחד עבור כל חמשת הסדרי ההשקעה.⁷

זאת ועוד, ככל שהפנייה למשקיעים נעשית על-ידי מספר גורמים, הרי שאף הם צריכים להימנות באופן מצטבר, כפי שהובהר לעיל.

⁷ בדוגמא שניתנה לעיל, אם ההשקעה החוזרת הנמצאת בכל אחד מחמשת הסדרי ההשקעה היא הסדר להשקעה משותפת, אזי משמעות הספירה יחד היא כי חלה מגבלה של פנייה ללא יותר מ- 35 משקיעים בקשר עם חמשת הסדרי ההשקעה (יחד) במשך 12 חודשים, ומגבלה לפיה סך המשקיעים המירבי בחמשת הסדרי ההשקעה (יחד) לא יחצה 50 משקיעים.

ב. היקף תחולתה של חובת רישיון ייעוץ או שיווק השקעות

(1) חובת הרישיון ביחס לכל מי שנוטל חלק משמעותי בהליך של ייעוץ או שיווק השקעות

חוק הייעוץ קובע חובת רישוי לעוסקים בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות. חובת הרישוי היא נדבך ראשון ומשמעותי בהבטחת עניינו של ציבור המשקיעים המסתייע במתווכי השקעות. על בסיס חובה זו מצטרפות הוראות רבות נוספות אשר באו להבטיח את תקינות השירות ואיכותו, לרבות הוראות המטילות על בעל הרישיון חובות אמון וזהירות, גילוי נאות, מגבלות על תמריצים אסורים, ועוד. להלן הגדרות "ייעוץ השקעות" ו"שיווק השקעות" בסעיף 1 לחוק הייעוץ:

"ייעוץ השקעות" – מתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של ניירות ערך או של נכסים פיננסיים; לענין 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.

"שיווק השקעות" – מתן ייעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של ניירות ערך או של נכסים פיננסיים, כשלנותן הייעוץ יש זיקה לנכס פיננסי; לענין זה, **"ייעוץ"** – כמשמעותו בהגדרה ייעוץ השקעות.

בנוסף לחובת הרישוי החלה על מי שעוסק בייעוץ השקעות או בשיווק השקעות לפי סעיף 2 לחוק הייעוץ, קובע סעיף 3א לחוק מגבלה על עצם הפנייה בהצעה למתן שירותים שלא בידי בעל רישיון:

"לא יפנה אדם בהצעה למתן שירותים, אלא אם כן השירות ניתן בידי בעל רישיון מתאים לפי חוק זה, או בידי מי שרשאי לתת שירות כאמור גם בלא רישיון, לפי הוראות סעיפים 3 או 9 או פרק ב'1; בסעיף קטן זה, **"פנייה בהצעה"** – בין במישרין ובין בעקיפין, לרבות באמצעות פרסום, בחוזרים, בחוות דעת, באמצעות הדואר, הפקסימיליה, בטלפון או בכל דרך אחרת."

מן האמור עולה כי ניתן להפנות אדם לקבל שירותים אצל בעל רישיון. ואולם ככל שאין מדובר בהפניה או בהצעה למתן השירותים גרידא, אלא בנטילת חלק בתהליך ייעוץ או שיווק ההשקעות עצמו, לרבות מתן מידע על נכסי ההשקעה לגביהם יינתנו השירותים לפי החוק, עשוי אותו גורם להיחשב חלק ממערך מתן השירותים, ולפיכך עליו להחזיק ברישיון לפי חוק הייעוץ.

כך לדוגמא, גורמים מתווכים שאינם בעלי רישיון, אשר מגייסים לקוחות לקבל שירותי שיווק השקעות מחברה בעלת רישיון שיווק השקעות לפי חוק הייעוץ, המקבלים תמורה כספית על כך מהחברה בעלת הרישיון, ובתהליך גיוס הלקוחות הם כבר עוסקים ביצירת עניין ובשכנוע הלקוחות להשקיע בנכסים הפיננסיים שלגביהם יינתנו שירותי ייעוץ ההשקעות או שיווק ההשקעות, נוטלים

הלכה למעשה חלק בתהליך מתן השירות ומשפיעים על קבלת ההחלטות אצל הלקוח. לאור האמור, גורמים אלה עצמם מחויבים ברישיון.

בהקשר זה יש לציין את פסק הדין שפורסם לאחרונה בעניין **אהרון שגיא נ' אולימפוס פתרונות כלכליים בע"מ ואח'** בו קבע בית המשפט כי "כאשר הגורם המפנה פועל מטעם נותן שירותי הייעוץ (ולמצער גם מטעמו) ועוד בדרך קבע, ומקבל ממנו נתח מהעמלות שגובה נותן השירותים מהלקוח, כמו במקרה שבפניי, אזי יש לראות בהפניה מצד אותו גורם משום "פנייה" למתן שירותי ייעוץ".⁸ מפסיקה זו עולה הגישה לפיה חוליית גיוס הלקוחות והחוליה שנותנת את שירותי הייעוץ או השיווק יכולות להיחשב שתי חוליות בשרשרת אחת של מתן השירותים לפי חוק הייעוץ, ככל שלא מדובר בהפניה או בהצעה למתן השירותים בלבד.

(2) השקעות ב-Certificates ו-Notes כ"נכס פיננסי" ו"מוצר מובנה" בחוק הייעוץ

חובת הרישוי לפעילות של ייעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות חלה ביחס לניירות ערך ונכסים פיננסיים, כהגדרתם בחוק הייעוץ.

סעיף 1 לחוק הייעוץ מגדיר "ניירות ערך", "נכסים פיננסיים", "מוצר מובנה" ו"מוצרי מדדים" באופן הבא:

"ניירות ערך" – כהגדרתם בסעיף 1 לחוק ניירות ערך, למעט ניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה ומוצרי מדדים, לרבות ניירות ערך המונפקים על ידי הממשלה וניירות ערך חוץ, או כפי שיקבע שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת;

"נכסים פיננסיים" – 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.

בניגוד להגדרת "ניירות ערך" בחוק הייעוץ הממעטת ניירות ערך שאינם רשומים למסחר,⁹ הגדרת "נכסים פיננסיים" כוללת גם סוגי מוצרים שאינם רשומים למסחר בבורסה. בקבוצת המוצרים הפיננסיים בחוק הייעוץ נכלל גם מוצר מובנה המוגדר בחוק כדלקמן:

⁸ ת"א 62135-09-19 **אהרון שגיא נ' אולימפוס פתרונות כלכליים בע"מ ואח'**, פורסם בנבו, 1.9.2024.

⁹ שם בסעיף סעיף 99 (ההדגשה אינה במקור).

¹⁰ לרבות ניירות ערך המיועדים להירשם למסחר, ובהקשר זה ראו, בין היתר, את עמדת הרשות במסגרת מענה לפנייה מקדמית בעניין סקיי ליין שפורסמה באתר הרשות ב**קישור** זה.

"מוצר מובנה" - "השקעה, בין בפקדון ובין בדרך אחרת שהתשואה עליה או הסיכון הכרוך בה נקבעים על פי נוסחה המבוססת על שינויים באחד או יותר מאלה:

- (1) מדד או מספר מדדים ;
 - (2) מחיר של נייר ערך או של מספר ניירות ערך ;
 - (3) מחיר של סחורה או של מספר סחורות ;
 - (4) מחיר של אופציות או של חוזים עתידיים ;
 - (5) ריבית או הפרשים בין שערי ריבית שונים ;
 - (6) שערי חליפין או הפרשים בין שערי חליפין שונים ;
- למעט השקעה המבטיחה, באופן בלתי מותנה, את תשלום הקרן בשינויים הנובעים מפסקאות (1) או (2) שלהלן, אם נקבעו בתנאי ההשקעה, וכן באופן בלתי מותנה את התשלום כאמור בפסקה (3) שלהלן, אם נקבע כזה, ובלבד שאם ניתנה ברירה בין שניים או יותר מהמנויים להלן יובטח תשלום לפי הגבוה מביניהם :

- (1) הפרשי מדד, שאינו מדד ניירות ערך ;
- (2) הפרשי שערי מט"ח ;
- (3) ריבית קבועה או משתנה ;"

תחומי שיפוט מרכזיים בעולם מגדירים מוצרים פיננסיים שתשואתם נגזרת משינויים בנכס בסיס כגון מדד, מחיר סחורה, נייר ערך, מטבע וכדומה, בדרכים מגוונות. לדוגמה, Structured Notes שמוצעים בארצות הברית הם מוצרי השקעה שבמהותם דומים להסדרי השקעה משותפת.¹¹ מוצרים אלה יכולים להתחקות אחר מגוון נכסי בסיס,¹² כוללים תאריך הבשלה קבוע ומורכבים משני חלקים – רכיב חוב (bond) ורכיב של נגזר מובנה (embedded derivative). באיחוד האירופי היחס אל Certificates הוא כאל ניירות ערך אשר מקנים זכות ביניים בין מניה לבין איגרת חוב

¹¹ https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_structurednotes

¹² בין היתר מדדים ; ניירות ערך וסלי ניירות ערך ; מדדי ריבית, סחורות או מטבעות זרים.

מבחינת מעמד הנשייה.¹³ בגרמניה השימוש במושגים Note ו-Certificate הוא חליפי.¹⁴ כך, בגרמניה, Investment Certificates¹⁵ הם מוצרי חוב (Bond) מסוג non-equity securities,¹⁶ ומהווים אחזקה ישירה בחוב מועדף של היצרן, כשנכס הבסיס בהם יכול להיות מניה, מדד, מטבעות וסחורות. בשוויץ, Exchange Traded Notes ("ETN") הנו מוצר המוגדר כחוב. מדובר בתעודה שיש בבסיסה הבטחה לעקוב אחר מדד, אשר היא נושאת בחובה סיכון לאי עקיבה ואף סיכון מנפיק. ובמצב זה המשקיע עשוי לאבד את מלוא השקעתו בקרות אירוע כשל של מנפיק התעודה.¹⁷ גם מוצרי ה- Actively Managed Certificates התפתחו בשנים האחרונות כאשר הם מבוססים על רגולציית מוצרים מובנים ומייצרים למשקיע סיכון מנפיק. במקרה זה מדובר בתעודות אשר התשואה למשקיע בהן נגזרת ממדד או מהרכב נכסים.¹⁸

בחוק הייעוץ, המאפיין המרכזי של מרבית סוגי הנכסים המנויים תחת הגדרת "נכס פיננסי" הוא היותם מוצרים פיננסיים המאפשרים השקעה שתשואתה נגזרת משינויים במחיר נכס בסיס. נכס הבסיס יכול להיות מדד ניירות ערך, ניירות ערך, יחידות או מניות של קרנות חוץ, מטבע, מחיר סחורה ועוד.

¹³ Article 2(1)(27). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&>
"Certificates means those securities which are negotiable on the capital market and which in case of repayment of investment by the issuer are ranked above shares but below unsecured bond instruments and other similar instruments."

¹⁴ https://www.sg-zertifikate.de/contentmgmt/media/x3iitfpd/sg-sgis-sge_germandiip2023_12-06-2023.pdf, עמ' 78.

¹⁵ Investment certificate - A bearer bond without leverage linked to an underlying
Investment certificates are bearer bonds that securitize the performance of the respective underlying assets, such as shares, indices, interest rates, currencies or commodities. They may be limited in their duration or not, they are usually devoid of regular revenues and come with a specified redemption amount. (<https://www.boerse-frankfurt.de/en/know-how/glossary/investment-certificate>)

¹⁶ מונח שמתייחס לכל נייר ערך שלא ממלא את התנאים הבאים:

"shares and other transferable securities equivalent to shares in companies, as well as any other type of transferable securities giving the right to acquire any of the aforementioned securities as a consequence of their being converted or the rights conferred by them being exercised, provided that securities of the latter type are issued by the issuer of the underlying shares or by an entity belonging to the group of the issuer." Article 2(b), Prospectus Regulation.

¹⁷ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02017R1129-20240109>

¹⁸ תחת "GLDI Prospectus" בלינק: <https://notes.credit-suisse.com/etn/education.html>

¹⁸ ראו למשל –

https://www.creatrust.com/investment-funds/actively-managed-certificates-in-luxembourg?utm_source=ppc&utm_medium=ppc&utm_campaign=ppc&gad_source=1&gclid=EAIaI QobChMIpdC_9NTuhwMVg45oCR1YiTZBEAAYASAAEgLDWPD_BwE

בהתאם לכך ובהתאם לבחינה המהותית של מאפייני המוצרים, נכסים כגון Notes ו-Certificates עשויים לעלות כדי "נכס פיננסי" כהגדרתו בחוק הייעוץ. זאת ועוד, מוצרים אלה אף עשויים לענות להגדרת "מוצר מובנה" מאחר שהתשואה על ההשקעה בהם נקבעת במקרים רבים על פי נוסחה המבוססת על שינוי בנכס הבסיס.

יודגש כי עמדה זו נוגעת להגדרת המושגים האמורים בחוק הייעוץ בלבד, ואין בהם כדי ללמד על פרשנות מושגים דומים בחוקים אחרים. זאת, לאור התכליות השונות בין החוקים, וההקשרים הפרשניים השונים הרלוונטיים לכל חוק. עוד יודגש, כי כאשר נכסים כגון Notes ו-Certificates עולים כדי "נכס פיננסי" כהגדרתו בחוק הייעוץ הרי שעל מתווך, בין שהוא בעל רישיון ובין שאינו מחזיק ברישיון, להימנע מפעולה העשויה להוות הצעה של הסדר השקעה משותפת או של ניירות ערך לציבור ללא תשקיף.

ג. פעילות שיווק השקעות וניהול תיקים ביחס לקרנות זרות

חוק השקעות משותפות קובע את אופן הקמתן, פעילותן והצעתן של קרנות נאמנות בישראל. בתיקון 23 לחוק משנת 2014 הותרה במסגרתו גם הצעת יחידות של קרנות חוץ בישראל, לאחר שקיבלו היתר ובתנאי שעמדו בתנאים שנקבעו בתקנות לשם כך. תיקון זה העלה שאלות באשר לפעילות תיווך ההשקעות המותרת ביחס לקרנות זרות אחרות, קרי קרנות שאינן מפקחות בישראל (כקרנות נאמנות רגילות או כקרנות חוץ מכוח פרק ט'1 לחוק שנקבע במסגרת תיקון 23 לחוק).

בחוזר עמדת סגל בדבר פעילות שיווק השקעות וניהול תיקים בישראל ביחס לקרנות זרות, שפורסם באתר הרשות ביום 19.4.2015 (להלן: "החוזר"),¹⁹ הביע סגל הרשות עמדתו בעניין מתן שירותים לפי חוק הייעוץ ביחס לקרנות זרות בידי בעלי רישיון לפי חוק זה.²⁰ בחוזר הוסבר כי על בעל רישיון, הקשור בהסכם מסחרי עם מנהל קרן זרה, ביחס להפצה, רכישה, מכירה וכיו"ב של יחידות של קרן זרה, חל איסור לשווק ללקוחות שאינם בגדר משקיעים כשירים המנויים בסעיף 15א(ב) לחוק ניירות ערך (להלן: "משקיע כשיר לפי חוק השקעות משותפות"), או לרכוש עבור לקוחות אלה לתיק מנוהל, יחידות של קרן זרה לנוכח האיסור על הצעה לציבור של קרנות ללא תשקיף ועמידה ביתר הוראות חוק השקעות משותפות.

להלן מספר הבהרות לחוזר:

(1) החוזר עוסק במתן שירותים על ידי בעלי רישיון ביחס לקרנות זרות המפקחות באיחוד האירופי או בארה"ב

האמור בחוזר מתייחס לקרנות זרות שהינן מפקחות במדינת מוצאן ואשר ניתן להציען לציבור הרחב במדינה ממדינות האיחוד האירופי או ארה"ב, ללא מגבלות הנוגעות למידת התחכום של הלקוח או להיקף הרכישה על ידו (להלן – "קרנות זרות מפקחות באיחוד האירופי או בארה"ב").²¹ מדובר בקרנות מסוג שהציבור הרחב בישראל יכול לרכוש גם ללא שירותיו של מתווך, ולפיכך מתן שירותי ייעוץ השקעות ביחס אליהן בידי בעל רישיון מוסיף למעשה אפשרות של תיווך מקצועי לקרנות שנגישות הציבור הרחב אליהן באופן עצמאי, קיימת ממילא, בין היתר, במערכות המסחר

¹⁹ קישור לעמדת הסגל.

²⁰ בשונה מקרנות זרות שקיבלו היתר להפצתן בישראל על פי תיקון 23 לחוק השקעות משותפות בישראל שאותן ניתן להנגיש לציבור הרחב בישראל ללא מגבלות הפצה לפי חוק זה.

²¹ ראו בעניין זה סעיף 4 לעמדה מיום 17.6.2013 – קישור, הנזכרת בחוזר.

של חברי הבורסה.²² ככל שלא מדובר בקרנות זרות מפוקחות כאמור, בעל רישיון רשאי להציען רק ללקוחות שהם משקיעים כשירים לפי חוק השקעות משותפות וללקוחות שאינם כשירים במגבלות הקבועות בחוק זה (פנייה ללא יותר מ- 35 משקיעים שאינם כשירים במשך 12 חודשים, וסך משקיעים כאמור שלא יעלה על 50).

כאשר מדובר בקרן זרה שמציעה את יחידותיה לציבור בישראל באישור לפי תיקון מס' 23 לחוק השקעות משותפות, כלומר בהתאם לפרק ט'1 לחוק העוסק בהצעת יחידות של קרן חוץ, הרי שאין מגבלה על בעל רישיון לשווקה לציבור הרחב, והתנאים הקבועים בחוזר אינם רלבנטיים בעניינה.

(2) שיווק קרנות זרות על-ידי בעל רישיון למשקיעים כשירים לפי חוק השקעות משותפות

המגבלה על בעל רישיון בעניין שיווק קרנות זרות, גם אם הן מפוקחות באיחוד האירופי או בארה"ב, לנוכח קיומו של הסכם עסקי בין בעל הרישיון ובין מנהל הקרן הזרה, חלה ככל שהשירותים ניתנים על ידו ללקוחות קמעונאיים שאינם בגדר משקיע כשיר לפי חוק השקעות משותפות. כלומר, בעל רישיון רשאי לשווק את הקרנות הזרות ללקוח שהוא משקיע כשיר לפי חוק השקעות משותפות, ואילו ביחס למשקיעים שאינם כשירים, יחולו על בעל הרישיון כאמור, המגבלות לפי סעיף 2(ב) לחוק השקעות משותפות, כך שהפנייה מצדו (יחד עם כל גורם נוסף העוסק בשיווק אותה קרן) תהיה ללא פנייה לציבור, ללא יותר מ- 35 משקיעים במשך 12 חודשים, ומספר המשקיעים הכולל לא יעלה בשום שלב על 50 משקיעים. יובהר כי על בעל הרישיון מוטל הנטל להבטיח את אי החריגה מהמגבלה המספרית לדוגמה באמצעות עריכת הסכם בלעדיות עם מנהל הקרן הזרה.

(3) פעילות עצמאית של בעל רישיון

החוזר עסק במצב בו בעל הרישיון מהווה חלק ממנגנון ההפצה של קרנות זרות המפוקחות באיחוד האירופי או בארה"ב. לעומת זאת, בעל רישיון אשר אינו קשור בהסכם מסחרי כאמור עם מנהל קרן זרה ואינו מקבל תמורה ממנו (אפילו לא ביחס ללקוחות כשירים בלבד), נתפס כמי שפועל במתן שירותים לפי חוק הייעוץ ואינו מהווה חלק ממנגנון ההפצה של הקרן הזרה, ולכן רשאי לתת לגבי

²² יצוין כי מצופה מבעל הרישיון לשקף את הפערים בין קרן זרה שקיבלה היתר להפצתה בישראל לפי תיקון 23 ובין קרן זרה מפוקחת באיחוד האירופי ובארה"ב ללא היתר כאמור, בהתאמה לעקרונות שנקבעו בחוזר שפורסם [בשיור](#) ביחס לשיקוף הפערים בין קרן מקומית לקרן זרה בעלת היתר.

קרן זרה מפקחת שירותים לפי חוק הייעוץ גם ללקוחות שאינם בגדר משקיעים כשירים לפי חוק השקעות משותפות.

(4) פעילות תיווך ללא רישיון מול לקוחות כשירים לפי חוק הייעוץ

עמדת סגל הרשות, כפי שהובעה בחוזר הינה כי יש לראות במי שעוסק בשיווק ההשקעות חלק משרשרת ההפצה של מנהל הקרן ועל כן חלות עליו הוראות חוק השקעות משותפות. ואולם, תחולת חוק השקעות משותפות אין בה כדי לפטור את אותו משווק מתחולת חוק הייעוץ ועל כן חלות עליו הוראות שני הדינים גם יחד.

סעיף 113(1) לחוק הייעוץ קובע כי ייעוץ השקעות, שיווק השקעות או ניהול תיקי השקעות, ללקוח כשיר, אינו טעון רישיון. תשומת הלב כי הגדרת "לקוח כשיר" בחוק הייעוץ אינה זהה להגדרת משקיע כשיר לפי חוק השקעות משותפות.²³

בהתאם, מי שעוסק במתן שירותי ייעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות לפי חוק הייעוץ ללא רישיון, בהתאם לסעיף 113(1) לחוק הייעוץ, וקשור בהסכם מסחרי עם מנהל קרן זרה מפקחת או שאינה מפקחת, ביחס להפצה, רכישה, מכירה וכיו"ב של יחידות של קרן זרה כאמור בחוזר, כפוף למגבלות מכוח שני החוקים:

בהתאם לחוק השקעות משותפות, הוא מוגבל לפנייה למשקיעים כשירים לפי חוק השקעות משותפות וכן ל- 35 משקיעים במשך 12 חודשים, בכפוף לכך שמספר המשקיעים הכולל אינו עולה על 50. במקביל ובנוסף, בהתאם לחוק הייעוץ הוא מוגבל לפנייה ללקוחות כשירים בלבד לפי חוק

²³ בפרט תשומת הלב לכך שההגדרות קובעות מבחנים שונים עבור יחידים:

יחיד נחשב לקוח כשיר כהגדרתו בחוק הייעוץ כאשר מתקיימים בו שניים מאלה ובכפוף לכך שנתן מראש הסכמתו בכתב לכך:

(1) השווי הכולל של מזומנים, פיקדונות, נכסים פיננסיים וניירות ערך כהגדרתם בסעיף 52 לחוק ניירות ערך, שבבעלותו, עולה על 12 מיליון שקלים חדשים;

(2) הוא בעל מומחיות וכישורים בתחום שוק ההון או הועסק לפחות שנה בתפקיד מקצועי שדורש מומחיות בשוק ההון;

(3) הוא ביצע לפחות 30 עסקאות, בממוצע, בכל רבעון במשך ארבעת הרבעונים שקדמו להסכמתו; לעניין זה, "עסקה" – למעט עסקה שביצע מנהל תיקים בעבור יחיד הקשור עמו בהסכם לניהול תיק השקעות.

[ראו הגדרת "לקוח כשיר" בסעיף 1 לחוק הייעוץ והתוספת הראשונה לחוק זה]

יחיד נחשב משקיע כשיר לפי חוק השקעות משותפות כאשר מתקיים בו אחד מאלה, ובכפוף לכך שנבדק על-ידי המציע ונתן מראש הסכמתו בכתב:

(א) השווי הכולל של הנכסים הנזילים שבבעלותו עולה על 8,364,177 שקלים חדשים;

(ב) גובה הכנסתו בכל אחת מהשנתיים האחרונות, עולה על 1,254,627 שקלים חדשים, או שגובה הכנסת התא המשפחתי שאליו הוא משתייך עולה על 1,881,940 שקלים חדשים;

(ג) השווי הכולל של הנכסים הנזילים שבבעלותו עולה על 5,227,610 שקלים חדשים וגובה הכנסתו בכל אחת מהשנתיים האחרונות עולה על 627,313 שקלים חדשים, או שגובה הכנסה כאמור של התא המשפחתי שאליו הוא משתייך עולה על 940,969 שקלים חדשים.

[ראו סעיף 25 לחוק השקעות משותפות; סעיף 15א(ב) לחוק ניירות ערך והתוספת הראשונה לחוק זה. תשומת לב כי הסכומים הנקובים לעיל ישתנו בהתאם לקבוע בפרט (12)(ה') לתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך]

זה מאחר שהוא אינו בעל רישיון וקרן זרה היא "נכס פיננסי" כהגדרתו בחוק הייעוץ.²⁴ מכאן, שלאור האמור הוא רשאי לשווק את הקרנות כאמור, או לבצע בהן עסקה, רק ללקוחות כשירים העומדים בדרישות הקבועות בשני החוקים במצטבר.

²⁴ הגדרת "נכסים פיננסיים" בחוק הייעוץ כולל גם "מניות או יחידות של קרן הרשומה מחוץ לישראל".