

הרצוג, פוקס, נאמן ושות' עורכי-דין

מיכאל פוקס	יעקב פוקס	יעקב טוביה ארליך	מאיר לינון	אלן סאקס	יעקב ברנט	אהוד סול	גינט לוי פחימה	אלדר בן-דובי	אמיר שריה	יעל (נאמן) בר-שי	יעקב שרביט	אלון סהר	אלויט סאקס	ברוך כצמן	דוד זילר	ניל וילקוף	מרק פיליפס	אדם איתן	אורלי גרבי	משה הרדי	גלעד וקסלמן	יוסי אשכנזי	גיל וויט	אנטוני ליבלר	אלדד חמס	אפרת רם	אילנית לנדסמן יוגב	לימור חודיר	אורי נכט	
יפעת גינסבורג	מיה רסין נצר	אסתר שטרנבך	גיא ווימפפחיומר	רוני ליבסטר	מנחם טאמן	קרן אלברג-רימון	גל רוזנט	חנן חביב	ארטון מיינפלד	רונו בהרב	רועי נחמיון	גיימס פרנקס	שלומית שפינדל	ליאת שקד-כ"ץ	רות דגן	מאיה אלשיך-קפלן	דיתן ברוך	אשר דובב	נורית דגן	מיכל קמיר	חנה מרדכי	נחשון אקסלרד	חיים גואטה	אודליה עפר	שרון פטל	מוריה תם-הרשושנים	יפעת שטיינמן	וידל פרלמן	דלית שגיב	
יניב דינוביץ	ניר רבר	רות ברנזורק	שירה מרגלית-אלבו	בועז מורחי	נתלי אמיר	טל דרור שוימר	הרייט פין	אופיר שגב	רזברט ויסמן	סער פאוקר	גיא כץ	שי כגן	יהב דרורי	רותם שי	ענת פז	רן חי	אפרי ברקוביץ	אורית היפטר	אפרת בן-אליעזר	חגי ורד	אפרת זיו	שחר פורת	אמיר פרס	אלעד שאול	קרן גילמור	דליה ליטאי שבלת	רוני דולברג	קלייר לבנה	מילי נאמן	
נועה מרגלית	אבי רוז	עופר גרנות	משה יעקוב	גל שוורץ	רן קדם	רענן שגיב	דנה וולנובסקי	רויטל כץ	יעל אריאל	עפרה גורדון	ערן וגנר	ניגיל קרביץ	מתוי פשר	שלומית רון אגלר	נתן שטיינברג	שמעון עטיה	מורן ברנע	נחי קוריזקי	דנה גל-אלטבאואר	לירון גנות	מוריה כץ	גלעד טאמן	יפעת פגיס	איל אורגד	אמיר בורשטיין	ערן בן אבי	אפרת בן-עמי	איה דביר	איילת רגבים	אפרת רזה בשן

בית אסיח, רחוב ויצמן 4
 תל-אביב 64239
 טל 03-692-2020
 פקס 03-696-6464
 דואר אלקטרוני: hfn@hfn.co.il

31 אוקטובר, 2007

תיק מס' 23722

לכבוד
רשות ניירות ערך
מחלקת רישוי ופיקוח על יועצי השקעות
ומנהלי תיקי השקעות
ומחלקת קרנות נאמנות
כנפי נשרים 22,
ירושלים

באמצעות דואר אלקטרוני

ג.ג.

הנדון: תחלת מגבלות ההשקעה על תאגיד מנהל השקעות חיצוני

כללי

בהמשך לשיחות טלפוניות שקיימנו ולאור פניות חוזרות מצד לקוחותינו, הן מנהלי תיקי השקעות והן מנהלי קרנות, הרינו מתכבדים לפנות אליכם בסוגיה שבנדון, כדלקמן:

העובדות הרלוונטיות

השאלה המופנית נוגעת לסיטואציה בה, תאגיד¹ בעל רישיון מנהל תיקי השקעות (להלן: "**המנהל (ה) חיצוני**"), מתקשר בהסכם עם מנהל קרן לפיו, ניהול ההשקעות של הקרן יעשה בידי המנהל החיצוני.

הסוגיה

בסיטואציה כאמור עולה השאלה האם ההגבלות הקבועות בסעיף 21 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 ("**החוק**") ובתקנות השקעות משותפות בנאמנות (הגבלות אישיות על דירקטור, חבר ועדת השקעות ועובד של מנהל קרן), התשנ"ט-1999 ("**התקנות**"; **החוק והתקנות** יקראו ביחד – "**המגבלות**") חלות על עובדי המנהל

¹ סעיף 2(ב) לחוק הייעוץ, בהגדרתו להלן, קובע כי, יחיד בעל רישיון לניהול תיקי השקעות, יעסוק בניהול תיקי השקעות, אך ורק, באמצעות חברה בעלת רישיון.

החיצוני העוסקים בניהול ההשקעות של הקרן בלבד או שמא, המגבלות מכוח החוק והתקנות, חלות גם על המנהל החיצוני (התאגיד) ביחס לכספי הנוסטרו שלו!!

השאלה מתעוררת בשל סעיף 21(ד) לחוק אשר קובע, כי המגבלות מכוח סעיף 21(ג) לחוק יחולו, גם על מי שמועסק על ידי מנהל הקרן בקבלת החלטות אשר עניינן ניהול ההשקעות של הקרן.

עמדתנו ביחס לסוגיה

פרשנות דווקנית של הוראת סעיף 21(ד) תביא להחלת המגבלות גם על ניהול תיק ההשקעות העצמי של המנהל החיצוני, שכן הוא בגדר "מי שמועסק על ידי מנהל הקרן בקבלת החלטות שעניינן ניהול השקעות של קרן", אולם, להבנתנו, פרשנות מהותית ותכליתית תביא לתוצאה לפיה אין להחיל על המנהל החיצוני את המגבלות, כדלקמן:

המגבלות הן "אישיות"

1. סעיף 21 לחוק עוסק בקביעת "הגבלות אישיות" על השקעות של גורמים מסוימים להם נגיעה למנהל הקרן, להבנתנו, כישות פרטית דווקא וזאת אנו למדים, בין היתר, מהאופן בו בחר המחוקק בלשונו להכתיר את הסעיף בנקיטתו בצירוף המילים "הגבלות אישיות". זאת ועוד, בדברי ההסבר להצעת החוק² נקבע, ברוח האמור, כדלקמן:

"מוצע להטיל על עובדי מנהל קרן מיגבלות דומות לאלו הקיימות לגבי חברי הרשות, עובדיה ועובדי משרד האוצר הממלאים תפקידים בענייני ניירות ערך; על דירקטורים וחברי ועדת דירקטוריון שאינם דירקטורים מוצע להטיל מגבלות דומות לאלה הכלולות בסעיף 52 לחוק ניירות ערך, העשויים להימצא בידיהם עקב מילוי תפקידם, בעת עשיית עסקאות פרטיות."

2. לא רק הסעיף בחוק, כי אם גם שמן של התקנות שהותקנו מכוח סעיף 21 לחוק הוכתרו בשם "הגבלות אישיות על דירקטור...".

3. נכון הוא שכותר הסעיף אינה מהווה "סוף פסוק", אולם אין ספק בכך שניתן ללמוד מהכותרות הנ"ל על כוונת המחוקק.

אין מגבלות על ניהול הנוסטרו של מנהל הקרן

4. מעיון בחוק ובתקנות עולה, כי אין כל מגבלה בדין בקשר עם ניהול תיק ההשקעות העצמי של מנהל הקרן, למעט ההוראה הקבועה בסעיף 22(2) לחוק אשר לפיה, יחיד המשתתף בניהול תיק ההשקעות של מנהל קרן, לא יועסק בתפקיד הכרוך בקבלת החלטות שעניינן ניהול תיק השקעות של קרן שבניהולו.

5. במצב דברים זה, בו המחוקק מצא לנכון שלא להטיל מגבלות על אופן ניהול תיק ההשקעות העצמי של מנהל הקרן, נראה כי אין כל טעם והגיון בהטלת מגבלות על ניהול ההשקעות של כספי מנהל התיקים, שהרי באספקלריה זו, אין כל הבדל בין מנהל הקרן לבין המנהל החיצוני. נראה, כי בסיטואציה המתוארת לעיל, יש מקום להחיל על המנהל החיצוני מגבלה זהה לזו הקיימת בסעיף 22(2) האמור, קרי שהיחיד המנהל את השקעות הקרן מטעם המנהל החיצוני, לא יעסוק במקביל בניהול תיק ההשקעות של המנהל החיצוני.

גם ההסדר התחיקתי החל על מנהלי תיקי השקעות אינו מטיל מגבלות על אופן ניהול הנוסטרו של מנהל התיקים

6. אם כן, נוכחנו, כי ההסדר התחיקתי החל על מנהלי קרנות, אינו קובע מגבלות כלשהם ביחס לאופן ניהול תיק ההשקעות העצמי של מנהלי קרנות. בנוסף נראה, כי בחינת ההסדר התחיקתי החל על מנהלי תיקי השקעות, חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995 (להלן: "חוק הייעוץ") תוביל למסקנה דומה, לפיה, אין כל מגבלות על אופן ניהול תיק ההשקעות של תאגיד בעל רישיון ניהול תיקים (למעט, כמובן, מגבלות של עסקאות בניגוד עניינים).

7. הסעיף הרלוונטי בחוק הייעוץ הוא סעיף 4 אשר קובע מהי פעילות האסורה על יחיד בעל רישיון. הסעיף קובע באופן מפורש, כי המגבלות מכוחו יחולו על יחיד ולא על תאגיד בעל רישיון.

סיכום

8. נראה, אם כן, ההסדר התחיקתי החל מנהלי קרנות אינו קובע מגבלות על אופן השקעות התיק העצמי של מנהלי הקרנות (למעט, כאמור, ההוראה בסעיף 22(2)) ובהתאם לכך, אין מקום להחיל מגבלות מחמירות יותר על תיק ההשקעות העצמי של מנהל חיצוני. נראה, כי תחולת המגבלות מכוח סעיף 21 לחוק והתקנות, היא על יחידים בהשקעותיהם הפרטיות שכן מידע עודף מגיע לידיהם מכוח תפקידם.

² הצעות חוק 2258, כ"ו באדר התשמ"ד, 9.3.1994.

9. בנוסף, נוכחנו, כי גם ההסדר התחיקתי החל על מנהלי תיקי השקעות, אינו קובע מגבלות וסייגים על אופן ניהול תיק השקעות העצמי של תאגיד בעל רישיון לניהול תיקים (למעט, כאמור, המגבלות הכלליות הנוגעות לאיסור על ביצוע עסקאות בניגוד עניינים).

10. לעניות דעתנו, פרשנות לפיה יש להחיל על הנוסטרו של המנהל החיצוני את המגבלות, תביא לאבסורד ולסתירה פנימית בין ההוראות הקבועות בהסדר התחיקתי החל על השקעות משותפות בנאמנות וכן לסתירה בהוראות הקבועות בהסדר התחיקתי החל על בעלי רישיון לניהול תיקי השקעות ולחוסר אחידות.

11. לאור כל האמור לעיל, אנו בדעה, כי אין להביא את המנהל החיצוני (התאגיד) בגדר "...מי שמועסק על ידי מנהל הקרן, המשתתפים בקבלת החלטות הנוגעות לניירות ערך מסוימים".

לאור ההשלכות של הסוגיה העולה ממכתבנו זה, נודה להתייחסותכם המהירה.

נשמח לסייע בכל הבהרה שתידרש.

בכבוד רב,
 צורי גלילי, עו"ד
 רוני דולברג, עו"ד