

ו' בתשרי, תשע"ט  
15 בספטמבר, 2018

לכבוד  
מר אלחנן הרמור, מנהל היחידה  
עו"ד אורנה נחום, יועצת משפטית  
היחידה לפיקוח על בעלי רישיון, מחלקת השקעות  
רשות ניירות ערך  
ירושלים

בדוא"ל

שלום רב,

### הנדון: פניה מקדמית דחופה

בשם מרשותנו, אלטשולר שחם בע"מ וכן אלטשולר שחם ניהול תיקי השקעות בע"מ (להלן: "**אלטשולר שחם**" או "**החברה**" וכן "**אלטשולר תיקים**"), הרינו מתכבדים לפנות אליכם בפניה מקדמית דחופה, שככל שניתן, תתבקש התייחסות הרשות אליה בקצובי זמן קצרים עד לתחילת חודש אוקטובר 2018, הכל בשל הנימוקים המפורטים בגוף הפניה להלן:

### א. מהות הפניה

1. מטרת פניה זו הינה קבלת עמדת רשות ניירות ערך או אישורה כי לא תפעל באמצעי אכיפה, מקום בו אלטשולר שחם, בעצמה או באמצעות מי מטעמה או מועסקים מטעם אלטשולר תיקים, תערוך ותלמד, בשיתוף עם אוניברסיטת בר-אילן, קורס מעשי בניהול השקעות אחראיות תוך ניהול כספים בחשבון עצמי ייעודי של אלטשולר שחם, על בסיס אנליזות שייערכו בקורס על ידי הסטודנטים שנוטלים בו חלק, ובאמצעות החלטות של ועדת השקעות מרכזית שתורכב בין השאר מנציגים מאלטשולר שחם ואלטשולר תיקים ועל בסיס החלטותיהם, תוך שכל הרווחים שיושגו מהשקעות אלה ייתרמו למטרות חברתיות, הכל כמפורט בבקשה שלהלן.

### ב. תיאור עובדתי

1. אוניברסיטת בר אילן, בשיתוף עם אלטשולר שחם וכן וארגון SFI (Social Finance Israel) (להלן: "**SFI**"), מבקשת לפתוח קורס מעשי בניהול השקעות אחראיות בבית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה, תוך שהקורס פונה לסטודנטים לתואר מוסמך (MBA) במנהל עסקים - התמחות מימון.
2. הקורס צפוי להיפתח בסמסטר הראשון לשנת הלימודים (חודש אוקטובר 2018) אך מותנה באישורה של רשות ניירות ערך, בהתאם לפניה זו.

4. הקורס מבוסס על מודל שהפך להיות מקובלה של ממש בבתי ספר למנהל עסקים באוניברסיטאות המובילות בארה"ב ונסוב בין השאר סביב Social Investments או Impact Investments – השקעות שתכליתן ליצר השפעה חברתית או סביבתית לצד תשואה פיננסית (היינו – השקעה שמכוונת לפתרון בעיה חברתית כלשהי, מגלמת מודל עסקי הפועל ליצירת תשואה כלכלית ומלווה על ידי מדידה של האימפקט החברתי).<sup>1</sup>
5. על מנת לשרת את מטרת לימוד ההשקעות האחראיות כאמור ולאפשר לסטודנטים ידע והתנסות מעשיים (hands-on) בניהול השקעות אחראיות, כפי שנהוג בחו"ל, כאמור לעיל, אלטשולר שחם תפתח חשבון עצמי ייעודי במערכת ניהול סגורה אליו יופקד סכום של כ- 1,000,000 דולר ארה"ב מאמצעיה של אלטשולר שחם בלבד (להלן: "החשבון הייעודי להשקעות אחראיות").
6. הסטודנטים שנוטלים חלק בקורס, על בסיס לימודיהם אודות השקעות אחראיות וכחלק מהקורס, עורכים אנליזות וממליצים על אופן השקעת הכספים המופקדים בחשבון הייעודי להשקעות אחראיות במניות של חברות אחראיות חברתית בשוק ההון הגלובלי.
7. לצורך ניהול בפועל של הכספים המופקדים (כאמור, מאמצעיה של אלטשולר שחם בלבד) בחשבון הייעודי להשקעות אחראיות תוקם וועדה מלווה שתורכב מנציגים בשוק ההון ופיננסים, אוניברסיטת בר-אילן, SFI ובהובלת נציגי אלטשולר מהם גם הגב' חן אלטשולר (בעלת רישיון ניהול תיקי השקעות, שמועסקת גם כמנהלת תיק ההשקעות של קרן הנאמנות "אלטשולר שחם (4D) הקרן הירוקה - קרן נאמנות", מספר קרן: 5105218) (להלן: "הקרן הירוקה") (להלן: "ועדת ההשקעות"). תכליתה של ועדת ההשקעות הנה לקבל את החלטות ההשקעה בחשבון הייעודי להשקעות אחראיות על בסיס הניתוחים שנערכו על ידי הסטודנטים בקורס באמצעות החלטה משותפת של חברי הועדה. מטעם זה בועדת ההשקעות עשויים לקחת חלק גם הסטודנטים עצמם על מנת ללמוד, לצד המומחים הפיננסיים, את ניתוח האנליזות שערכו ואת תהליך קבלת החלטות ההשקעה על ידי הועדה.
8. רווחים שיצטברו בחשבון הייעודי להשקעות אחראיות (ככל שייצטברו) ייתרמו למטרות חברתיות, וככל שיידרש, אף בהתאם להנחיות הרשות. מקום בו יצטברו הפסדים בחשבון הייעודי להשקעות אחראיות אלטשולר שחם תהא זו הנושאת בהם לבדה (כאמור, הכל מאמצעיה).
9. מטבע הדברים, במסגרת הקורס, לאורך השיעורים, וכן בועדת ההשקעות, ייחשפו הסטודנטים הן לעבודות האנליזה שהם עצמם יערכו (לבדם או בקבוצות) אודות שווקים, חברות או ניירות ערך פרטניים והן לעבודת ועדת ההשקעות ואופן ניהול ההשקעות בחשבון הייעודי להשקעות אחראיות ובכלל זה לתוצאות בפועל של פורטפוליו ההשקעות שיתגבש בתוך החשבון.
10. אלטשולר שחם רואה חשיבות וערך חברתי וחינוכי רב בקידום הקורס ובעריכתו, בין היתר בשל ההיבטים החברתיים וההשקעה החברתית שמבקשת האוניברסיטה לקדם.

<sup>1</sup> לעניין זה אנא ראו כתבה במגזין "Fortune Impact Investing Takes Hold on Business School Campuses" (13/09/2018); <http://fortune.com/2016/06/28/impact-investing-takes-hold-on-business-school-campuses>; ראו את מסלולי הלימוד של אוניברסיטת ברקלי "Impact Investing Practicum" וכן "Haas Socially Responsible Investment Fund (HSRIF)" בלינקים הבאים (13/09/2018): <https://responsiblebusiness.haas.berkeley.edu/curriculum/impact-investing.html> וכן <https://responsiblebusiness.haas.berkeley.edu/curriculum/hsrif.html>, בהתאמה.

11. קיום הקורס, מתווה הפעילות המוצע, וכן חשיפת הסטודנטים לחומרי הלימוד הייחודיים ולפעילות בחשבון הייעודי להשקעות אחראיות מעלות שאלות משפטיות בגינן מוגשת פניה זו, כמפורט בפרק הבא להלן.

### ג. המסגרת המשפטית וניתוח

12. במתווה המתואר בפניה זו אנו מוצאים כי ניתן להעלות מספר שאלות משפטיות, אחת מהותית, ושתיים טכניות יותר שהפתרון עליהן ברור על פניו, ונתייחס לסוגיות אלה ראשונה ראשונה ואחרונה אחרונה, להלן.

#### 1.1. האם התכנים המועברים בקורס ואופן העברתו עשוי להוות ייעוץ השקעות?

13. בסעיף 2 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה – 1995 (להלן: "חוק הייעוץ"), נקבע כך:

"לא יעסוק אדם בייעוץ השקעות אלא אם כן הוא בעל רשיון יועץ וכי יחיד בעל רשיון יועץ רשאי לעסוק בייעוץ השקעות כיחיד או כעובד בחברה שהיא בעלת רשיון יועץ, או בעלת רשיון מנהל תיקים העוסקת גם בייעוץ, או כעובד או שותף בשותפות שהיא בעלת רשיון יועץ."

ייעוץ השקעות מוגדר בסעיף 1 לחוק הייעוץ, כך:

"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 ביד המדינה או בידי תאגיד הממלא תפקיד על פי דין במסגרת תפקידו"

בפסק הדין המנחה בנושא, פורש המונח: "ייעוץ השקעות", באופן הבא:<sup>2</sup>

"מתן מידע על נייר ערך או על נכס פיננסי לאחרים כאשר בחירתו של המידע הניתן נעשית על פי שיקול דעתו של נותן המידע או הגוף שבו הוא מועסק, ויש במידע כדי להוביל למסקנה ביחס לכדאיות ההשקעה בנייר ערך או בנכס פיננסי מסוים, הוא בבחינת ייעוץ השקעות גם אם אין ניתנת המלצה מפורשת להשקעה. הוראות פסקה זו לא יחולו אם המידע על נייר הערך או על הנכס הפיננסי הינו מידע עובדתי (שאינו פרי שיקול דעתו של נותן המידע) הניתן במענה לפנייה של מקבל המידע לרבות באמצעות טלפון פקס או אינטרנט."

14. כלומר, הפסיקה הרחיבה את המבחן הנדרש לעניין ייעוץ השקעות, כך שנדרשים להתקיים כל התנאים הבאים: (א) מתן מידע על נייר ערך או על נכס פיננסי; (ב) לאחרים; (ג) כאשר בחירתו של המידע הניתן נעשית על פי שיקול הדעת של נותן המידע; (ד) ויש במידע כדי להוביל למסקנה ביחס לכדאיות ההשקעה בנייר הערך או בנכס הפיננסי.

15. הרשות הרחיבה אודות החלטה מוסכמת זו שקיבלה תוקף של פסק דין במובן זה שפסק הדין נגע למקרה פרטי של ייעוץ השקעות כהגדרתו בחוק הייעוץ – ייעוץ באמצעות מתן מידע בלבד ללא המלצה מפורשת להשקעה, כאשר מתן מידע לבקשת הלקוח, שיש בו כדי להביא לקבלת החלטת השקעה, הוא בבחינת ייעוץ השקעות ואולם אין בכך כדי לגרוע מהעובדה שלקוח שיוזם קבלת חוות דעת ישירה בדבר כדאיות השקעה בנייר ערך מסוים אינה מוציאה את מתן חוות הדעת מהגדרת ייעוץ השקעות בחוק הייעוץ.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> ראו לעניין זה הודעה מוסכמת שהוגשה לבית המשפט העליון במסגרת ע"א 3623/03, ע"א 3643/03 איגוד הבנקים בישראל (ע"ר) נ' רשות ניירות ואח' (ראו קישור: [http://www.isa.gov.il/Consultants\\_Marketers/Enforcement%20proceedings%20and%20verdicts/4048/5557/Documents/IsaFile\\_5122.pdf#search=:%D7%90%D7%99%D7%92%D7%95%D7%93%20%D7%94%D7%91%D7%A0%D7%A7%D7%99%D7%9D](http://www.isa.gov.il/Consultants_Marketers/Enforcement%20proceedings%20and%20verdicts/4048/5557/Documents/IsaFile_5122.pdf#search=:%D7%90%D7%99%D7%92%D7%95%D7%93%20%D7%94%D7%91%D7%A0%D7%A7%D7%99%D7%9D)).

<sup>3</sup> ראו לעניין זה תשובת רשות ניירות ערך מיום 3 ביולי 2014: [http://www.isa.gov.il/%d7%92%d7%95%d7%a4%d7%99%d7%9d%20%d7%9e%d7%a4%d7%95%d7%a7%d7%97%d7%99%d7%9d/Consultants\\_Marketers/Staff%20decisions%20and%20Plenary/2344/Documents/IsaFile0608144.pdf](http://www.isa.gov.il/%d7%92%d7%95%d7%a4%d7%99%d7%9d%20%d7%9e%d7%a4%d7%95%d7%a7%d7%97%d7%99%d7%9d/Consultants_Marketers/Staff%20decisions%20and%20Plenary/2344/Documents/IsaFile0608144.pdf)

16. בכל הנוגע לאנליזה, הרי שאנליזה נותנת מידע על נייר ערך ויש במידע כדי להוביל למסקנה ביחס לכדאיות ההשקעה בנייר הערך ומשכך, פרסום אנליזות בפני עצמו הוא בגדר ייעוץ השקעות.<sup>4</sup> משכך, הכלל הנו כי פרסום עבודות אנליזה הוא בגדר ייעוץ השקעות ומשכך מחייב את החברה המפרסמת ברישיון.
17. לקביעה כי פעולה כלשהי הנה בגדר ייעוץ השקעות 2 השלכות עיקריות – הראשונה, כי הגורם שנותן ייעוץ השקעות נדרש לרישיון; והשנייה, כי הנמענים לשירות ייעוץ ההשקעות זכאים להגנות הקבועות בחוק וכי חלה חובה על נותן ייעוץ ההשקעות בין השאר להחתים את הגורמים המיועצים על הסכם ייעוץ השקעות ולערוך להם בירור צרכים.
18. למרות האמור, בסעיף 3(א) לחוק הייעוץ נקבעו חריגים לכלל לפיו עיסוק בייעוץ השקעות מחייב ברישיון, ומקום בו מתקיימים תנאי החריג, חל פטור מהצורך בקבלת רישיון לצורך עיסוק בייעוץ השקעות – הפטורים המוכרים בהקשר זה הם לדוגמה מתן ייעוץ השקעות בכלי התקשורת ומתן שירות ייעוץ השקעות ללקוחות כשירים המנויים על התוספת הראשונה לחוק הייעוץ. כך קובע סעיף 3 כאמור, תוך שמפורטים תתי הסעיפים הרלוונטיים לענייננו:

“(א) עיסוקים אלה אינם טעונים רישיון לפי חוק זה:

...

(4) ייעוץ השקעות בכלי התקשורת;

(5) ייעוץ השקעות או שיווק השקעות שנותן אדם מכוח חברותו בועדת השקעות או בדירקטוריון של תאגיד רק לאותו תאגיד אגב מילוי תפקידו כחבר הועדה או כחבר הדירקטוריון, לפי הענין;

(6) ניהול תיקי השקעות של תאגיד בידי מי שעושה זאת אגב מילוי תפקידו באותו תאגיד או בתאגיד הקשור לאותו תאגיד;

...

(11) ייעוץ השקעות, שיווק השקעות או ניהול תיקי השקעות, ללקוח כשיר;

...

(2א) על אף הוראות פסקה (11) של סעיף קטן (א), מי שעוסק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות או בניהול תיקי השקעות כאמור באותה פסקה בלי שיש בידו רישיון לפי חוק זה –

יחול לגביו הוראות פרק ג', למעט סעיפים 12, 13, 14, 16 ו-18, כאילו היה בעל רישיון ולגבי מי שעוסק בניהול תיקי השקעות – גם הוראות פרק ד', למעט סעיף 24; שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, רשאי לקבוע פטור מהוראות נוספות לגבי השירותים האמורים, כולן או חלקן, הניתנים לגבי כלל הלקוחות הכשירים או לגבי סוג מסוים שלהם;

(2) יודיע ללקוח שלו הוא נותן שירותים קודם להתקשרות עמו, כי הוא אינו בעל רישיון, ואם היה בעבר בעל רישיון – יציין גם את הנסיבות שבשלהן חדל להיות בעל רישיון, וכן יציין בהודעתו אם הוא מבוטח בביטוח כנדרש מבעל רישיון לפי הוראות חוק זה.”

(3א) על אף הוראות פסקה (5) של סעיף קטן (א), מי שעוסק בשיווק השקעות כאמור באותה פסקה בלי שיש בידו רישיון לפי חוק זה, יודיע לוועדת ההשקעות או לדירקטוריון, לפי העניין, על זיקתו לנכס פיננסי, מהותה ופרטיה.”

<sup>4</sup> ראו לעניין זה הוראה לבעלי רישיון בקשר לחובות גילוי בנוגע לעבודות אנליזה (נוסח חדש 2013), שם נקבע כי: “בעבודות אנליזה יש משום הבעת עמדה והמלצה בנוגע לכדאיות השקעה בניירות ערך של חברות ציבוריות. משכך, הן מהוות “ייעוץ השקעות” לפי החוק. לפיכך, האנליסטים מחוייבים להיות בעלי רישיון וכפופים לכל החובות המוטלות על בעלי רישיון”. ראו לינק: [http://www.isa.gov.il/גופים/20%מפוקחים/Consultants\\_Marketers/233/2315/Documents/IsaFile\\_1901152.pdf](http://www.isa.gov.il/גופים/20%מפוקחים/Consultants_Marketers/233/2315/Documents/IsaFile_1901152.pdf)

19. עמדת אלטשולר שחם הנה כי התכנים המועברים בקורס וכן אופן העברתו אינם בגדר ייעוץ השקעות, או לחלופין, כי גם מקום שבו הם עולים כדי ייעוץ השקעות, הם פטורים מחובת הרישוי ולא כל שכן מהחובה להחתים את הסטודנטים על הסכם ולערוך להם בירור צרכים, ולחילופי חילופין, ככל שהרשות תמצא כי אכן מתקיים חשש לייעוץ השקעות וראוי אף להניח את הדעת לגבי אפשרות זו, לפעול באופן המפורט בפניה זו, כדי להבטיח שהסטודנטים לא יעשו שימוש במידע המתקבל בידם תוך כדי הקורס ואחרונה לעניין זה – במאזן האינטרסים, בשים לב לאינטרס הציבורי לקדם ולפתח השקעות חברתיות ואחראיות ולהקנות כלים מעשיים ויישומיים בפני סטודנטים, והעובדה שהקורס מגלם בתוכו את כל האינטרסים המוגנים האמורים, ראוי שהאינטרס להגן על הסטודנטים, שלא ביקשו לעצמם את הגנת המחוקק במסגרת הקורס, ייסוג בפני האינטרסים המנוגדים. נסביר את עמדת מרשותנו להלן.

20. כאמור, הסטודנטים ייחשפו במהלך הקורס לתכנים תיאורטיים הנוגעים בניית השקעות ואופן ביצוע השקעות אחראיות. כמו כן, הסטודנטים ייחשפו במהלך הקורס לתכנים מעשיים ובכלל זה, לעצם הניתוחים הכלולים באנליזות אודות חברות או ניירות ערך פרטניים, לניתוח אודות אופן ניהול ההשקעות בועדת ההשקעות על בסיס אותן אנליזות, לבניית פורטפוליו של השקעות בחשבון הייעודי להשקעות האחראיות ולתוצאות המושגות במסגרת פורטפוליו זה.

21. ככלל, אין ספק שהמידע בפני עצמו, הנו מידע שניתן ללמוד ממנו אודות כדאיות של השקעה, החזקה, קניה או מכירה של ניירות ערך או של נכסים פיננסיים. יחד עם זאת, בשים לב לכך שמדובר בקורס מעשי בהשקעות, שנועד ליתן פלטפורמה לסטודנטים לרכוש כלים מעשיים בניהול ההשקעות האחראיות, ובהיתן העובדה שהסטודנטים נרשמים לקורס מרצונם לצורך רכישת כלים לביצוע השקעות בעתיד על בסיס המידע והידע המעשי שירכשו, ולא לביצוע השקעות בהווה הרי שניתן לראות במידע אליו נחשפים הסטודנטים במהלך הקורס כמידע עובדתי טכני שנמסר להם על פי בחירתם שלהם ללא שיקול דעת של המרצים בקורס וככזה – אינו בגדר ייעוץ השקעות. היבטים אלה גם מובטחים במסגרת תיאור הקורס באוניברסיטה ובעת העברת המידע על ידי המרצים בקורס.

22. אף אם ייטען כי המידע המועבר במסגרת הקורס, או אופן העברתו, בהיבטיו המעשיים, החשיפה לפורטפוליו ההשקעות בחשבון הייעודי להשקעות האחראיות וכיו"ב, הם בפני עצמם אכן בגדר ייעוץ השקעות, הרי שלעמדת מרשותנו, יישום פרשנות תכליתית על הוראות חוק הייעוץ, מחייבת לראות בסעיפי הפטור 3(5) ו-6(3) לחוק הייעוץ, שפוטרים שיווק השקעות שנותן אדם מכוח חברות בועדת השקעות או בדירקטוריון של תאגיד רק לאותו תאגיד אגב מילוי תפקידו כחבר הועדה או כחבר הדירקטוריון, לפי העניין וכן ניהול תיקי השקעות של תאגיד בידי מי שעושה זאת אגב מילוי תפקידו באותו תאגיד או בתאגיד הקשור לאותו תאגיד, ככאלה שחלים אף בנסיבות העניין, גם על הקורס המוצע.

יישום תכליתי של הוראות אלה על המקרה הפרטני, מגן על אלטשולר שחם בפני החובה להחזיק ברישיון ואף חוסכת את החובה לערוך הסכם ובירור צרכים ללקוחות. אין ספק לעמדת מרשותנו, שמכל בחינה מהותית, הן מקיימות מהותית את התנאים של סעיפי הפטור האמורים, במובן זה שמדובר בסופו של יום בועדת השקעות מטעם האוניברסיטה, בכספים במערכת סגורה שנועדו לשרת את האוניברסיטה בלבד, לטעמים חברתיים ראויים, ומשכך, אף אם ניתן ייעוץ השקעות – הוא ניתן תחת המסגרת הנורמטיבית הפרטנית האמורה.

מנגד, מרשותנו מכירות בכך שעשויה לעלות השאלה – מיהו הלקוח?

האם האוניברסיטה? במקרה זה, אגב, אין כלל ספק שהיא אף בגדר לקוח כשיר, שאף מכך יחול סעיף פטור (11)3.

או, שמא הלקוח הוא הסטודנט עצמו שנרשם לקורס?

מרשותנו אינן מעלימות עין מקושי כאמור, ואולם, מוצאות כי ראוי גם בענין זה להחיל פרשנות תכליתית, גם אם מרחיבה, של הוראות הפטור בחוק הייעוץ, כך שהסטודנטים עצמם ייחשבו לחלק מאותה ועדת השקעות או חלק מהתאגיד שמקבל את השירות לעניין זה מאלטשולר שחם.

כך או כך – לא יכולה להיות מחלוקת שאילו היו שואלים את הסטודנטים האם הם מבקשים לעצמם את הגנת המחוקק בכל הנוגע לקיום הקורס והכלים המעשיים שירכשו, אלה היו משיבים שהם אינם מבקשים או רוצים הגנה זו.

23. אך בכך לא סגי. ככל שלא תנוח הדעת מהניתוח שהבאנו לעיל, מרשותנו נכונות לפעול לקיים את הוראות סעיפים 12 ו-13 לחוק הייעוץ במובן של חתימת הסכם וקביעת הצרכים של הסטודנטים, בשינויים מתחייבים, כדי לאפשר לסטודנטים לקחת חלק בקורס.

כך, ככל שהרשות תמצא כי זו הדרך הנאותה לצורך קיום הקורס, אזי תנאי לקיומו של הקורס יהיה חתימת כל סטודנט על הסכם בן עמוד אחד שמגדיר את התכנים שיועברו במסגרת הקורס וכי אלה לא ישמשו כיעוץ השקעות והסטודנט יתחייב במסגרת הסכם זה כי לא יעשה שימוש במידע, באנליזות או בפורטפוליו ההשקעות בחשבון הייעודי להשקעות האחראיות בניהול חשבונותיו האישיים או של מי מטעמו.

בנוסף, במסגרת הסכם קצר זה, יובהר לסטודנט כי לא ייחנה מההגנות הקבועות בחוק הייעוץ בכל הנוגע למתן ייעוץ השקעות וכן כי הקורס ייעודי להשקעות אחראיות וזו אף תהיה מדיניות ההשקעות של ועדת ההשקעות וכי הקורס/או התכנים הכלולים בו לא יותאמו בשום אופן או דרך לצרכיו האישיים.

24. לעמדת מרשותנו, וככל שעמדת הרשות תהא שונה מזו המוצגת בפניה זו, הרי שראוי לבחון את הדברים במאזן האינטרסים ועל בסיס כך לבחון את תכלית החקיקה ואופן יישומה. לא יכולה להיות מחלוקת כי קיים אינטרס ציבורי מובהק לקדם ולפתח השקעות חברתיות ואחראיות ולהקנות כלים מעשיים ויישומיים בפני סטודנטים לבצע השקעות מעין אלה במסגרת עיסוקם בעתיד כאשר הקורס המוצע מגלם בתוכו את כל האינטרסים המוגנים האמורים; לצד האמור, ברור שהסטודנטים לא ביקשו לעצמם במסגרת הקורס את הגנת המחוקק והם אינם נדרשים לה בשים לב לכך שמדובר בקורס מעשי שישקף להם את האופן בו יוצאות אל הפועל השקעות חברתיות ואחראיות. משכך, ראוי שהאינטרס להגן על הסטודנטים, ככל שאלה כלל ייחשבו הלקוחות במקרה זה, ייסוג בפני האינטרסים המנוגדים הראשונים שהוזכרו. הדברים מקבלים משנה תוקף מקום בו הרשות תמצא להחיל את מתווה ההסכם הקצר וקביעת הצרכים כתנאי להשתתפות בקורס עצמו.

## 2.ג. ניהול חשבון עצמי

25. כפי שצוין לעיל, בכוונת אלטשולר לפתוח לצורך קיום הקורס חשבון עצמי ייעודי של אלטשולר שחם אליו יוזרמו מאמצעיה העצמיים של אלטשולר שחם בלבד כ- 1,000,000 דולר ארה"ב, בהם יבוצעו ההשקעות החברתיות, על בסיס החלטות ועדת ההשקעות.

26. כספים אלה, הגם שינוהלו בחשבון עצמי של אלטשולר שחם, לא ישמשו את אלטשולר שחם אלא רק את צורכי הקורס. כמו כן, וכאמור בפניה, מקום בו יצטברו רווחים בחשבון הייעודי להשקעות אחראיות, אלה ייתרמו למטרות חברתיות ומקום בו ייווצרו הפסדים בחשבון זה, אלטשולר שחם תהא זו הנושאת בהם לבדה, לטובת קיום הקורס.

27. ראוי לעניין זה לזכור כי אלטשולר שחם אינה גוף מפוקח, אלא חברת החזקות ששולטת בחברות מפוקחות ובכלל זה חברה לניהול קרנות וחברת ניהול התיקים, אלטשולר תיקים, ואולם, בין החברות מתקיימות "חומות סיניות" מלאות, ולא מתקיימת כל זיקה ואף לא תתקיים כל זיקה בין החברות המוחזקות, חשבונית לקוחות, חשבוניות עצמיים אחרים של איזה מהחברות בקבוצה לבין החשבון הייעודי להשקעות אחראיות, שינוהל כמערכת סגורה, נפרדת, ופרטנית, בהתאם להחלטות ועדת ההשקעות, כפי שפורט בפניה בהרחבה.

28. הגם שהרשות מוצאת לעתים להחיל מגבלות על ניהול חשבון עצמי, בשים לב לכל האמור, מרשותנו אינן מוצאות קושי בעצם ניהול החשבון העצמי למטרות לשמן יוקם וינהל, במתווה שתואר לעיל, ותחת ההפרדות המוחלטות בבית ההשקעות, כפי שתואר.

### ג.3. מגבלות על יחידים בעלי רישיון ניהול השקעות

29. כפי שצוין לעיל, ועדת ההשקעות תורכב מנציגים מבית ההשקעות אלטשולר שחם ובכלל זה מאלטשולר תיקים, כולם בעלי רישיון ניהול תיקים.

30. כידוע, על בעלי רישיון חלות מגבלות ההשקעה הקבועות בסעיף 4 לחוק הייעוץ ואלה מוחלות גם בקשר לניהול השקעות של קרובי משפחה או חברות בשליטתם.

31. כמו כן, חן אלטשולר, מעבר להיותה בעלת רישיון, היא גם מנהלת תיק ההשקעות של הקרן הירוקה. בהתאם להוראות סעיף 22 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994, חלה מניעה על מי שמנהל תיק השקעות של קרן נאמנות לנהל גם חשבון עצמי של מנהל קרן. כמו כן, בהתאם לעמדות רשות כפי שפורסמו בעבר, בעת מתן אפשרות לניהול חשבונית נוסטרו של גופים מפוקחים, ראוי לבחון את ניגודי העניינים הנוגעים במי שינהל את חשבון הנוסטרו האמור בשים לב לעיסוקיו הנוספים.<sup>5</sup>

32. לעמדת מרשותנו, אף בכל אלה אין כדי לשנות ממתווה הקורס או להעמיד קושי אמיתי בקיומו. הסיבה לכך הנה שגם אותם בעלי רישיון מטעם אלטשולר שחם או אלטשולר תיקים ואף הגב' חן אלטשולר, כל אלה לא ינהלו את החשבון הייעודי להשקעות אחראיות, אלא יהיו רק חלק מועדת השקעות שמקבלת החלטות משותפות אודות ניהול החשבון האמור. לכל היותר, הם יבצעו הוראות של ועדת ההשקעות בדבר אופן ביצוע ההשקעות, כמו סוחר, אך זאת ייעשה ללא שיקול דעת עצמאי, שנדרש מבעל רישיון, בעת ניהול ההשקעות. משכך, אין כל הצדקה, וממילא מסגרת משפטית נורמטיבית, שמכוחה יוחלו המגבלות שחלות על בעלי הרישיון גם על החשבון הייעודי כאמור.

<sup>5</sup> ראו לעניין זה את הפרק "חשבון נוסטרו של מנהל קרן וגופים הקשורים אליו" בחוזר למנהלי קרנות ולנאמנים בדבר עמדת סגל הרשות במספר סוגיות הקשורות לממצאי ביקורת רוחב בנושא ניהול השקעות ושימוש בחשבוניות מפצלים מיום 09/08/2010 – לינק: [http://www.isa.gov.il/gופים%20מפוקחים/ Mutual\\_Funds/Staff%20decisions%20and%20Plenary/4917/Documents/IsaFile](http://www.isa.gov.il/gופים%20מפוקחים/ Mutual_Funds/Staff%20decisions%20and%20Plenary/4917/Documents/IsaFile) - 5045.pdf

33. אף אם יימצא לצורך הענין כי מדובר בניהול חשבון עצמי, תוצאה שהיא בלתי סבירה בעיני מרשותנו, הרי שבכל מקרה מדובר בחשבון עצמי של אלטשולר שחם, ולא של מנהל הקרן, ולכן, ככל שהדברים נוגעים בחן אלטשולר, הרי שאין מדובר בניהול תיק השקעות של קרן לצד ניהול חשבון נוסטרו של מנהל קרן. כמו כן, אין מדובר בניגוד עניינים של ממש. החלטות בועדת ההשקעות יתקבלו ברוב קולות (כאשר למרשותנו רוב בין החברים בועדה), מבלי שלחן אלטשולר זכות הכרעה (אם בועדה ואם בין נציגי מרשותנו). כמו כן, מדובר בפעילות לימודית מצדה של חן אלטשולר תוך שהיא מקנה לאחרים מכלי ההשקעה המצויים בידה, ואין מדובר בפעילות שנעשית לצורך שימוש בעיסוקיה האחרים.

34. כך או כך, ברור שבשים לב לכך שביצוע ההשקעות בפועל בחשבון הייעודי להשקעות אחראיות יבוצע על בסיס הוראות ועדת ההשקעות, ומרגע שנשמט שיקול הדעת בביצוע ההשקעות, אף נשמטת כל אפשרות כי מדובר בניהול תיק השקעות, כמשמעותו בחוק הייעוץ.

#### ד. סיכום

35. פניה מקדמית זו מוגשת על מנת לקבל את עמדת הרשות כמפורט לעיל או לקבל את אישורה של הרשות כי לא תפעל באמצעי אכיפה כנגד מרשותנו בהינתן הנסיבות המפורטות בגוף הפניה.

36. בשל העובדה שהפניה נוגעת לקורס שנתי שצפוי להתחיל בתחילת חודש אוקטובר 2018 (סמסטר א' לשנת הלימודים האקדמאית הקרובה), ואם לא כן, הקורס החשוב כמתואר לעיל בפניה בעל התכליות החברתיות ככל הנראה יידרש להידחות בשנה, מתבקשת, ככל הניתן, תשובת הרשות לפני מועד פתיחת הקורס.

37. מרשותנו מתחייבות להודיע מראש לרשות על אימוץ עמדה השונה מזו שתבוא לידי ביטוי בתשובת הרשות שתינתן לפניה זו.

38. היה ותתקבל הפניה המקדמית, אלטשולר שחם תבקש לעכב את פרסום הפניה המקדמית והתשובה לה (בנוסחן המלא באתר הרשות) עד למועד שבו ייפתח הקורס באוניברסיטת בר-אילן והחלת עמדה זו בפועל.

39. מרשותנו עומדות לרשותכם בכל שאלה ואו הבהרה נדרשת.

40. **נודה לקבלת התייחסותכם לפנייתנו בהקדם האפשרי.**

בכבוד רב,



עודד אופק, עו"ד