

פרק י"ג

מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות

תוכן עניינים

834	1. כללי — תחום ניהול תיקי השקעות וייעוץ להשקעות
838	2. הגדרות — מהו "מנהל תיקי השקעות" ומהו "יועץ השקעות"
838	2.1 "יועץ השקעות"
840	2.2 "מנהלי תיקים" או "מנהל תיקי השקעות"
840	3. תנאי סף לפעילותם של מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות
840	3.1 חובת רישוי
841	3.2 עיסוקים הפטורים מרישיון
843	3.3 תנאים למתן רישיון לניהול תיקי השקעות
844	3.4 תנאים למתן רישיון לייעוץ להשקעות
845	3.5 מגבלות החלות על תאגיד בנקאי בייעוץ להשקעות ובניהול תיקי השקעות
847	3.6 דרישת הון עצמי
848	3.7 דרישת ביטוח מיועץ השקעות
849	3.8 דרישת ביטוח ממנהל תיקי השקעות
851	3.9 דרכי מימוש פיקדון כספי, פיקדון ניירות ערך או ערבות בנקאית
851	3.10 דרישת הדין לענין בחינות והסמכה של יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות
851	3.10.1 כללי
852	3.10.2 הרשות לניירות ערך — המפקחת והמסדירה את הליכי ההסמכה
852	3.10.3 בקשה לקבלת רישיון
852	3.10.4 בחינות
853	3.10.5 התמחות
854	4. מגבלות על פעילותם של מנהלי תיקי השקעות ושל יועצי השקעות
854	4.1 פעילות אסורה על בעל רישיון
855	4.2 החזקה וניהול נפרדים של נכסי הלקוח

דיני ניירות ערך

855	4.3 איסור שימוש בנכסי לקוח	4.3
857	4.4 שכר והוצאות	4.4
858	4.5 חובת חברה לניהול תיקים להצהיר על אחזקותיה בניירות ערך	4.5
859	4.6 חובת עריכת הסכם בכתב	4.6
860	4.7 הגבלות על נטילת סיכונים עבור או בשם הלקוח	4.7
863	5. חובות האמון של יועץ השקעות ושל מנהלי תיקים	.5
863	5.1 כללי	5.1
863	5.2 חובת הגילוי הנאות	5.2
864	5.3 איסור על הימצאות בניגוד עניינים	5.3
865	5.4 איסור העדפה	5.4
867	5.5 איסור קבלת תמריצים	5.5
868	5.6 חובת התאמת השירות לצרכי הלקוח	5.6
868	5.7 חובת סודיות	5.7
869	5.8 הוראות קוגנטיות	5.8
869	6. חובות הזהירות של מנהלי תיקי השקעות ושל יועצי השקעות	.6
870	7. זכות התביעה כנגד מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות	.7
870	7.1 כללי	7.1
871	7.2 זכות התביעה כנגד מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות	7.2
872	8. חובות הדיווח של מנהלי תיקי השקעות ושל יועצי השקעות	.8
872	8.1 חובת רישום פעולות	8.1
872	8.2 חובת דיווח ללקוח	8.2
874	8.3 חובת דיווח לרשות לניירות ערך	8.3
875	8.4 חובת מסירת דו"חות בגין ביטוח, פקדונות וערכבויות	8.4
876	8.5 חובות דיווח של מנהלי תיקי השקעות מכח צו איסור הלבנת הון	8.5
877	9. סמכויות רשות ניירות ערך על פי חוק הסדרת הייעוץ	.9
877	9.1 כללי	9.1
877	9.2 סמכויות רישוי והסמכה	9.2
879	9.3 פיקוח הרשות לניירות ערך על בעל רישיון	9.3
879	9.4 ביטול רישיון או התלייתו	9.4
881	9.5 סמכות בענייני משמעת	9.5
881	9.6 סמכות מכח צו איסור הלבנת הון	9.6
882	10. עבירות על חוק הסדרת הייעוץ	.10
882	10.1 עבירות פליליות על חוק הסדרת הייעוץ	10.1

פרק י"ג: מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות

882	כללי	10.1.1
883	אחריות אישית של מנהלי התאגיד בעל הרישיון	10.1.2
883	עבירות משמעותיות על חוק הסדרת הייעוץ	10.2
883	עבירות משמעת	10.2.1
883	אחריות אישית של מנהלי התאגיד בעל הרישיון	10.2.2
884	ההליך המשמעותי	10.2.3
884	עונשים משמעותיים	10.2.4
885	ערעור	10.2.5
885	סמכות הרשות לניירות ערך לבצע חקירות	10.2.6
886	חיבוץ (Churning)	11
886	11.1 מהו "חיבוץ"	
889	11.2 עיקרי ההלכות של בתי המשפט בארה"ב בנושא החיבוץ	
892	11.3 הפסיקה בישראל בנושא החיבוץ	

1. כללי – תחום ניהול תיקי השקעות וייעוץ להשקעות

קשה למצוא דוגמא טובה יותר לחוק שהסדיר תחום פרוץ לחלוטין מאשר חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן בפרק זה: "חוק הסדרת הייעוץ" או "החוק"). מדובר במעשה חקיקה מבורך שיצר מהפכה של ממש בתחום זה.

החוק הבהיר לראשונה את גבולות המותר והאסור בנושא ייעוץ להשקעות וניהול תיקי השקעות; הוא חייב עמידה בבחינות וקבלת רישיון לשם פעילות כמנהל תיקי השקעות או יועץ השקעות; קבע הוראות לעניין חובת ביטוח והון העצמי; קבע מידרג ענישה – פלילי ומשמעתי – בגין הפרת הוראות הדין; הסמיך את הרשות לניירות ערך לפקח על פעילותם של מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות, ובאופן כללי – קבע נורמות של התנהגות ופעולה ראויות למי שמבקש לנהל את כספי אחרים.

תכליתו של חוק הסדרת הייעוץ הינה להגן על ציבור המשקיעים ולהבטיח, כי הייעוץ והשירות שיקבל הציבור ממנהלי תיקי השקעות ומיועצי השקעות יהיה אמין, הוגן ומקצועי.¹

תחום ניהול תיקי ניירות ערך וייעוץ להשקעות מועד, מטבע בריאתו, לפורענות. המצב, בו אדם מוסר את כספו לניהולו של אדם אחר, יוצר פיתוי גדול ביותר והזדמנות לגריפת רווחים של מנהל הכספים על חשבון לקוחו. אם נצרך לכך את העובדה ששוק ההון יודע תנודות חריפות; את העובדה שכהשקעת כספים בניירות ערך טמונה סכנה בסיסית של הפסד ואבדן הכספים וכן את העובדה שהשקעה בניירות ערך מחייבת הבנה בתחום ניירות ערך וכי הציבור ברובו אינו מבין בתחום זה כלל; הרי שלאור כל הגורמים הללו נקל להבין כיצד הפך תחום ניהול תיקי ניירות ערך לתחום בו פעלו בעבר שרלטנים רבים, חלקם בלתי מקצועיים בעליל.

הצורך בהסדרת תחום הייעוץ להשקעות הוברר, במלוא חומרתו, בעקבות משבר המניות הבנקאיות ודו"ח ועדת בייסקי שבא בעקבותיו. ועדת בייסקי עמדה על ניגוד העניינים הבסיסי והמהותי, שבפעילותם של הבנקים בישראל בתחום ניירות הערך. לבנקים, בהיותם הבעלים והמנפיקים של ניירות ערך שונים, בין מניות ובין יחידות השתתפות בקרנות נאמנות, יש אינטרס ברור וגלוי בשוק ההון. המלצותיהם ללקוחותיהם, כיצד להשקיע את כספם, עלולות על כן להיות מושפעות מאינטרסים כלכליים-פיננסיים של הבנקים ולגרום לכך שהמלצותיהם לא יהיו נטולות פניות ונטולות אינטרס.

יצוין, עם זאת, כי המלצות דומות לאלו של ועדת בייסקי מצויות בדו"חותיהן של

1 ראו בעניין זה בג"צ 1715/97 לשכת מנהלי ההשקעות נ' שר האוצר (להלן: "פרשת לשכת מנהלי השקעות"), פ"ד נא(4) 367, בעמ' 390. כן ראו ה"פ (ת"א) 431/01 איגוד הבנקים בישראל נ' הרשות לניירות ערך ואח' (להלן: "פרשת איגוד הבנקים"), דינים מחוזי, כרך לג(5), 82 (לא פורסם), בסעיפים 15-16 לפסק דינו של הנשיא א' גורן.

שתי ועדות מומחים נוספות, שקדמו להן בזמן: ועדת ידין המליצה כבר בשנת 1963 להסדיר בחקיקה את נושא ניהול תיקי השקעות.² באופן דומה סברה גם ועדת גבאי, שאף היא המליצה להסדיר נושא זה.³

הראיה הבולטת לניגוד העניינים ולפוטנציאל השימוש לרעה בעוצמת הבנקים, היא העובדה שלפי נתוני הרשות לניירות ערך, לא פחות מ-80% (בממוצע) מיחידות ההשתתפות של קרנות נאמנות של הבנקים, נמכרים ללקוחות אותם בנקים.⁴

עמד על ניגוד עניינים בסיסי זה של הבנקים גם הנשיא א' גורן בבית המשפט המחוזי בפרשת איגוד הבנקים:

"... המערכת הבנקאית בישראל היא מערכת שבה קיים ניגוד עניינים אינהרנטי, וניגוד זה ימשך כל עוד ימשיכו הבנקים להיות בעלי ענין בגופים פיננסיים שונים כגון קופות גמל וקרנות נאמנות. בעלות זו של הבנקים יוצרת אצלם אינטרס שלקוחותיהם יחזיקו בניירות הערך שבבעלותם, ולפיכך יוצרת היא אצל פקיד הבנק תמריץ לשכנע את לקוחות הבנק להעדיף את ניירות הערך של הבנק, הגם שרכישה זו אינה עולה תמיד בקנה אחד עם טובתו של הלקוח."⁵

חומרת ניגוד העניינים, בו מצויים הבנקים בישראל, עלתה גם בפסק הדין שניתן בפרשת הבנקאים, שבאה בעקבות משבר מניות הבנקים ומסקנותיה של ועדת בייסקי.⁶ נדרש למחוקק לא פחות מעשור שנים על מנת לגבש דבר חקיקה שאכן יסדיר תחום פרוץ זה. איטיות זו גרמה לכך כי גם המשבר הבא (לאחר משבר המניות הבנקאיות של שנות ה-80), זה של שנת 1994, אירע בלא שהיתה בישראל באותה עת חקיקה מסודרת המבהירה את גבולות המותר והאסור בתחום הייעוץ להשקעות ובתחום ניהול תיקי ניירות ערך. העדרה של חקיקה מסודרת החמיר, ללא ספק, את תוצאות מפולת המניות של שנת 1994 וגרם לנזק ישיר, שקשה לאמדו במדויק, לציבור המשקיעים בישראל. אלה ניזוקו לא רק ממפולת השערים, אלא, לעתים, גם

2 ראו "דין וחשבון הוועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם" (ירושלים, תמוז-תשכ"ג, יוני-1963) (להלן: "דו"ח ועדת ידין").

3 ראו "דין וחשבון הוועדה להצעת הסדרים תחיקתיים בתחום שוק ההון" (ירושלים, אלול-תשמ"ה, יוני-1985) (להלן: "דו"ח ועדת גבאי").

4 נתונים אלו עלו בעתירת איגוד הבנקים כנגד הרשות לניירות ערך, אגב פרשנות המונח "ייעוץ": ראו פרשת איגוד הבנקים בישראל, לעיל הערה 1, בסעיף 11 לפסק דינו של הנשיא גורן. יצוין בהקשר זה, כי בחודש נובמבר 2003 גייסה חברת "פסגות" מקבוצת בנק לאומי כ-1.7 מיליארד ש"ח עבור קרן נאמנות חדשה. מידיעות בעיתונות עולה, כי יו"ר הרשות לניירות ערך זימן לשיחה את יו"ר דירקטוריון הבנק ואת מנכ"ל הבנק, בשל החשש של הרשות, כי הבנק ניצל את כוחו וגייס לקוחות להנפקת קרן הנאמנות האמורה, תוך הפרת הוראות חוק הסדרת הייעוץ. ראו בעניין זה גם בסעיף 5.4 לפרק זה להלן ובמיוחד בהערת שוליים 88.

5 שם, בסעיף 18 לפסק דינו של הנשיא גורן.

6 ראו ע"פ 2910/94, 3737/94 יפת ואח' נ' מדינת ישראל, פ"ד (2) 221, בעמ' 424. לדיון בסוגיית ניגוד העניינים של הבנקים, ראו גם מ' חת, "עסקי ניירות ערך של הבנקים – הטיפול בבעיית ניגודי האינטרסים" רבעון לבנקאות כרך כה חוברת 98, עמ' 11.

דיני ניירות ערך

מפעולותיהם של בנקים, של יועצי השקעות ושל מנהלי תיקי השקעות. פעולותיהם של אלה התאפיינו, לא – אחת, בחוסר זהירות ומיומנות, ולעתים אף תוך הפרת חובות אמון ובניגוד עניינים.

תחום ניהול תיקי ניירות ערך ותיקי השקעות היה, עד אמצע שנות ה-90, אחד התחומים הפרוצים ביותר בשוק ההון הישראלי. השרלטנות והעובדה, כי התחום אינו מוסדר כלל, בלטה במיוחד בעתות השגשוג והפריחה בבורסה לניירות ערך בתל אביב. במיוחד בלט הדבר בראשית שנות ה-90 עת החלה תקופת הגיאות בבורסה בתל אביב, שהסתיימה רק בראשית שנת 1994. במהלך תקופת הפריחה והשגשוג הוקמו עשרות חברות חדשות לניהול תיקים. חלקן העסיקו מי שכלל לא היו מוסמכים או ראויים לנהל תיקי ניירות ערך או לתת ייעוץ להשקעות. חלק מ"יועצי השקעות" של אותם ימים נעדרו כל השכלה פורמלית בתחום הכלכלה, ההשקעות או הכספים, ונעדרו גם כל מומחיות, ניסיון או הבנה אמיתית בתחום ניירות הערך. בכך הוציאו אותם מנהלי תיקים בלתי מקצועיים שם רע למקצוע בו פעלו באורח מסורתי חברות ניהול תיקים סולידיות, מקצועיות ובעלות מוניטין. כך קרה, שעם בוא זמנם של ה"דובים" לשערי הבורסה לניירות ערך בתל אביב, וכאשר החלו שערי המניות לקרוס, גילו לקוחות לא-מעטים, כי כספם נוהל בידי אנשים בלתי מקצועיים בתחום ניירות הערך, אשר מיעוטם אף ניצל לרעה את הבורות והתמימות של לקוחותיהם.

במובן זה בא חוק הסדרת הייעוץ, אשר נכנס לתוקפו בשנת 1995, לענות על צורך אמיתי בשוק. אם כי כאמור, הגיע החוק באיחור ניכר.

הוראות החוק והתקנות שהותקנו על פיו, מעידות היטב כי הן הרשות לניירות ערך והן המחוקק הסיקו את הלקחים המתבקשים ודאגו להבטיח, כי מי שינהל כספי אחרים אכן יהיה ראוי ומוסמך לכך. עם זאת, עדיין חסרות בחוק הסדרת הייעוץ הוראות שונות, היכולות להעניק לציבור אפשרויות טובות יותר לשמירת זכויותיו, ועל כך בהמשך פרק זה.

חשיבותו של חוק הסדרת הייעוץ נובעת גם מהעובדה, כי הוא מסדיר את פעילותו של תחום כלכלי חשוב, הגדל בהתמדה. נכון לתום שנת 2002 פעלו בישראל כ-4,000 אנשים בעלי רישיון לייעוץ או לניהול תיקי השקעות, 133 חברות בעלות רישיון לניהול תיקי השקעות ו-19 חברות בעלות רישיון לייעוץ להשקעות.⁷ לפי הערכות, מרכז תחום ניהול תיקי השקעות לבדו בישראל (ללא תחום הייעוץ) סכום הנאמד בכ-37 מיליארד ש"ח ועוסקים בו כמאה תאגידיים בעלי רישיון לניהול תיקי השקעות וכ-300 מנהלי תיקים בעלי רישיון.⁸

ההתנגדות העזה שעורר חוק הסדרת הייעוץ באה לידי ביטוי, בין היתר, בעתירה

7 ראו הדו"ח השנתי של רשות ניירות-ערך לשנת 2002 (ירושלים, סיוון תשס"ג – יוני 2003) בעמ' 39.

8 הנתונים הינם של חברת "מיטב", כפי שפורסמו בעיתון "הארץ" בחודש יוני 2003.

שהוגשה לכג"צ בשנת 1997 על ידי לשכת מנהלי ההשקעות בישראל ומספר מנהלים של תיקי השקעות ויועצי השקעות כנגד שר האוצר והרשות לניירות ערך.⁹ עתירתה של לשכת מנהלי ההשקעות בישראל באה לערער על עצם חוקיותו של חוק הסדרת הייעוץ, תוך הסתמכות על חוק יסוד: חופש העיסוק, ועל שורה ארוכה של טיעונים נוספים. ראוי להזכיר את עיקרי טיעוני העותרים בפרשה זו:

ראשית, העותרים טענו, כי עסקו בפועל בניהול תיקי השקעות לפני חקיקת החוק (בשנת 1995) ועתה יאלצו לעמוד בבחינות;

שנית, התנגדו העותרים לחובת ההתאגדות בחברה ולחובת ההון העצמי; שלישית, התנגדו העותרים למיגבלות על פעילותם של יועצי השקעות עבור עצמם ועבור בני משפחתם;

רביעית, הוראות המעבר בחוק החדש קבעו כי יידרשו לעמוד בבחינות הסמכה גם אלה שעסקו בניהול תיקי השקעות במשך פחות משבע שנים קודם לתחילתו של החוק.

עתירה זו התקבלה באורח חלקי בלבד, כאשר בית המשפט הגבוה לצדק קיבל את טרוניות העותרים כנגד לשון חוק הסדרת הייעוץ, בשני נושאים בלבד: האחד – הוראות המעבר של החוק, כאמור בסעיף 48 לחוק, מוגזמות ואינן מידתיות.¹⁰

השני – החריג הנוסף בסעיף 48 המקורי לחוק קבע, כי הרשות לניירות ערך מוסמכת להעניק רישיון כאמור, ללא בחינות, גם למי שעסק במקצוע פחות משבע שנים לפני כניסת החוק לתוקפו, אך זאת – רק "מנימוקים מיוחדים". בית המשפט העליון, בשכתו כבג"צ, קבע מפי הנשיא ברק, כי הוראות סעיף 48 לחוק, על שני היבטיו כאמור, אינן מידתיות ופוגעות באורח חמור מהנדרש באינטרסים של העוסקים במקצוע.¹¹

בעקבות קבלתה החלקית, כאמור, של העתירה אכן תוקנו הוראות סעיף 48 לחוק, באופן שהן קובעות כיום הקלות בבחינות לשם קבלת רישיון על פי החוק. סעיף 48 לחוק מאפשר קבלת פטור מבחינות הסמכה כך:

(1) רישיון מנהל תיקים: יינתן פטור למי שעסק בישראל בניהול תיקים ברציפות בתקופה שבין חודש אוגוסט 1994 ועד חודש יוני 1997.

9 ראו פרשת לשכת מנהלי השקעות, לעיל הערה 1. הליך משפטי נוסף נקט על ידי איגוד הבנקים בישראל, אשר עתר בשנת 2001 כנגד חוק הסדרת הייעוץ לבית המשפט המחוזי בתל אביב. הליך זה יידון בסעיף 2.1 לפרק זה להלן.

10 הוראות המעבר המקוריות קבעו, כי הרשות לניירות ערך רשאית להעניק רישיון לפי החוק ללא עריכת בחינות, למי שעסק בניהול תיקי השקעות, או בייעוץ להשקעות, לפי העניין, במשך שבע שנים לפחות לפני כניסת החוק לתוקפו.

11 ראו פרשת לשכת מנהלי ההשקעות, לעיל הערה 1, שם בעמ' 411–412.

(2) רשיון יועץ השקעות: יינתן פטור למי שעסק בישראל בייעוץ השקעות או בניהול תיקים, בתקופה האמורה לעיל.

(3) מי שעסק בחודש יוני 1998 בייעוץ השקעות או בניהול תיקים מכוח רישיון זמני, יהיה זכאי לפטור זמני מבחינות עד ל-31 בדצמבר 1999.

יודגש, כי על אף סעיפי הפטור האמורים, הרי שהבחינה בנושא אתיקה מקצועית נקבעה כבחינת חובה, שאין לתת בגינה פטור.

2. הגדרות — מהו "מנהל תיקי השקעות" ומהו "יועץ השקעות"

חוק הסדרת הייעוץ מבחין בין "יועץ השקעות" לבין "מנהל תיקים" ומחיל על כל אחד מאלה הוראות שונות:

2.1 "יועץ השקעות"

"יועץ השקעות" מוגדר כמי שעוסק בייעוץ להשקעות. מונח זה — "יועץ להשקעות" — מוגדר בסעיף 1 לחוק הסדרת הייעוץ כ —

"מתן יעוץ לאחרים בנוגע לכדאיות של השקעה, החזקה, קניה, או מכירה של ניירות ערך ונכסים פיננסיים;

לענין זה, 'יעוץ' — 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".

ניסוחו של המונח "יועץ" (להשקעות) היווה מוקד למחלוקת לאחר שהתקבל חוק הסדרת הייעוץ. מחלוקת זו הגיעה אל בין כתלי בית המשפט בפרשת איגוד הבנקים.¹² איגוד הבנקים בישראל עתר לבית המשפט כנגד הרשות לניירות ערך, לנוכח הבדלי הגישות העמוקים בין הצדדים לעניין המותר והאסור לפקידי הבנקים, בכל הנוגע לייעוץ להשקעות. עיקר המחלוקת היה בפרשנות שניתנה על ידי הרשות לניירות ערך למונח "יועץ", פרשנות שהתפרשה (ולא במקרה) כמגבילה מאוד את פעילות הבנקים בתחום הייעוץ להשקעות.

הרשות לניירות ערך פירשה את המונח "יועץ" כ —

"מתן מידע על נייר ערך או על מכשיר פיננסי אחר, אשר בחירתו של המידע נעשית על-פי שיקול דעתו של נותן המידע או הגוף שבו הוא מועסק, ויש במידע כדי להוביל את מקבלו למסקנה ביחס לכדאיות ההשקעות בנייר ערך או במכשיר פיננסי מסוים, הוא בבחינת יעוץ השקעות גם אם אין ניתנת המלצה מפורשת להשקעה".¹³

12 פרשת איגוד הבנקים בישראל, לעיל הערה 1.

13 ראו שם, בסעיף 1 לפסק דינו של הנשיא גורן.

המונח "ייעוץ" הינו מורכב ובעל היבטים שונים. בהקשר להגדרת תחומי המותר והאסור לבנקים, עלו שלושה סוגים עיקריים של מידע שיכול פקיד הבנק להעניק ללקוחותיו:

סוג אחד – מידע כללי מול מידע ספציפי.

סוג שני – מידע אובייקטיבי מול מידע סובייקטיבי.

סוג שלישי – מידע פוזיטיבי מול מידע נגטיבי.

בית המשפט המחוזי קיבל, בסופו של יום, את עיקרי עמדתה של הרשות לניירות ערך וקבע, כי על פקידי הבנקים (שאינם בעלי רישיון לייעוץ להשקעות או לניהול תיקי השקעות) להימנע ממתן ייעוץ, בעקיפין או במישרין. בהתאם נפסק, כי על הבנקים להנחות את עובדיהם כי במגעיהם עם לקוחותיהם עליהם לפעול על פי אמות המידה המפורטות להלן:

ראשית, האינטרס הראשי והעיקרי שצריך לעמוד לנגד עיני פקיד הבנק הינו אינטרס הלקוח וטובתו.

שנית, וכנגזר מכך – נאסר על פקיד הבנק להעדיף אינטרס שלו או של הבנק. שלישית, על הפקיד להבהיר ללקוח, כי הוא רשאי להשתמש בשירותיו של יועץ השקעות וכי הדבר אף מומלץ.

רביעית, פקיד הבנק (שאינו בעל רישיון ייעוץ או ניהול תיקי השקעות) רשאי למסור מידע ללקוחות ובלבד שלא יהיה באותו מידע כדי לגרום ללקוח להסיק מסקנות לגבי כדאיות ההשקעה (שאם לא כן מדובר ב"ייעוץ"). לדוגמא, נאסר על פקידי הבנקים למסור ללקוח מידע באשר לתשואות של אפיקי השקעה כלשהם או של ניירות ערך כלשהם או באשר להון העצמי של חברה, מחזורי פעילותה, או כל מידע אחר לגבי הרווחיות הצפויה של ההשקעה.

חמישית, נקבע עם זאת שרשאי פקיד הבנק (שאינו יועץ השקעות מוסמך) למסור ללקוח מידע פוזיטיבי שבאורח עקיף עשוי לרמוז לרווחיות הצפויה באפיק השקעה כזה או אחר. אך זאת, רק אם "טובת הלקוח דורשת זאת", כדברי הנשיא גורן.¹⁴ קו מנחה אחרון לפעילותו של פקיד הבנק, שאינו בעל רישיון לייעוץ או לניהול תיקי השקעות, המנסה לתמרן בין גבולות המותר והאסור, הינו זה המתיר לפקיד למסור ללקוח מידע נגטיבי, אם הוא עלול להשפיע לרעה "במידת ודאות קרובה" על ההשקעה בה מתכוון לבחור אותו לקוח.

ברור, כי קווים מנחים אלו, עם כל חשיבותם, אינם ברורים מעצם טיבם ומהותם, וברור גם, כי יכולת האכיפה שלהם מוגבלת ביותר.

14 ראו פרשת איגוד הבנקים בישראל, לעיל הערה 1, בסעיף 18 לפסק דינו של הנשיא גורן. ראו הרחבה בנושא זה בסעיף 3.5 לפרק זה להלן. יצוין כי איגוד הבנקים הגיש ערעור לבית המשפט העליון על ההחלטה האמורה. נכון לחודש אפריל 2004 טרם הוכרע הערעור.

2.2 "מנהל תיקים" או "מנהל תיקי השקעות"

2.2.1 המונחים "מנהל תיקים" ו-"מנהל תיקי השקעות" מוגדרים בסעיף 1 לחוק הסדרת הייעוץ כך: "מי שעוסק בניהול תיקי השקעות".

2.2.2 המונח "ניהול תיקי השקעות" מוגדר בסעיף 1 לחוק הסדרת הייעוץ כך –
"ביצוע עסקאות, לפי שיקול דעת, לחשבונם של אחרים".

אף שהחוק אינו נוקט, כאמור, לשון "תיקי ניירות ערך" או "ניהול תיקי ניירות ערך" או "מנהל תיקי ניירות ערך", אין ספק, כי הביטויים "תיקי השקעות" ו"ניהול תיקי השקעות" כוללים בהכרח גם (ובעיקר) תיקי ניירות ערך. הלשון "השקעות" רחבה יותר מהלשון "ניירות ערך", שכן היא כוללת גם (ניהול) "כספים". משום כך ברורה ומוצדקת הלשון הרחבה והכללית בה בחר המחוקק. בשל חשיבותו הרבה של חוק זה לתחום ניהול תיקי השקעות וניירות ערך, אין ספק, כי ככל שתחולתו תהא רחבה יותר, כך ייטב.

2.3 חוק הסדרת הייעוץ קובע, אם כן, שני סוגים של תפקידים בתחום ההשקעות: התחום האחד – תחום הייעוץ ללקוח. התחום השני – תחום ניהולו בפועל של תיק ההשקעות של הלקוח.

ההבדל בין שני התחומים הוא שהראשון, היועץ, אינו מנהל את כספי לקוחו ואינו רשאי לבצע פעולות בחשבונותיו ובכספיו של הלקוח על פי שיקול דעתו שלו (של היועץ). רשאי הוא לבצע רק פעולות שהלקוח הורה לו לבצע. לעומת זאת, מנהל התיקים, בין אם מדובר ב"תיקי השקעות" ובין אם ב"תיקי ניירות ערך", רשאי ומוסמך לנהל את תיק לקוחו ולבצע בו פעולות על פי שיקול דעתו והבנתו. אך זאת כפוף, כמובן, למגבלות הקבועות בהסכם שבין הלקוח לבין מנהל התיקים ובהתאם להנחיות הלקוח.

3. תנאי סף לפעילותם של מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות

3.1 חובת רישוי

3.1.1 חוק הסדרת הייעוץ מתנה את פעילותו של אדם בייעוץ להשקעות בכך שהוא יהא בעל רישיון. הכוונה לרישיון לניהול תיקי ניירות ערך או לרישיון לייעוץ להשקעות.¹⁵

בעל רישיון רשאי, כמובן, לעסוק בתחום הייעוץ או בניהול התיקים (בהתאם לסוג הרישיון שלו) בין במסגרת עצמאית ובין כשכיר. ואולם, בכל מקרה, רשאי הוא לפעול

15 ראו סעיף 2 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: "חוק הסדרת הייעוץ"). ראו גם סעיף 1 לאותו חוק המגדיר "בעל רישיון". לדיון בנושא הנהלים להגשת בקשה לקבלת רישיון, וסמכויות הרשות לניירות ערך בהענקת הרישיון, ראו סעיף 3.10 לפרק זה להלן.

רק אם המסגרת בה הוא פועל אף היא מורשית לעסוק באותו תחום: רוצה לומר — יועץ השקעות רשאי לעבוד במקצועו כשכיר בחברה, רק אם החברה עצמה היא בעלת רישיון לייעוץ להשקעות. הוא הדין במנהל תיקי השקעות: עליו לעבוד אך ורק בחברה בעלת רישיון לניהול תיקי השקעות. הוא הדין גם ביחס למי שמבקש לפעול כשותף בשותפות לייעוץ להשקעות: חובה ששותפות זו תהיה בעלת רישיון על פי הדין לעסוק בייעוץ להשקעות. הדברים אמורים גם בניהול תיקי ניירות ערך: רשאי מנהל תיקים בעל רישיון לעבוד כשכיר, או להיות שותף בשותפות, רק אם התאגיד האמור הוא בעל רישיון לניהול תיקים, נוסף לרישיון האישי של מנהל התיקים.

3.1.2 הוראה חשובה לעניין תיחום העיסוק של מנהלי התיקים ושל יועץ ההשקעות, היא זו המתירה למנהל התיקים לעסוק גם בייעוץ להשקעות.¹⁶ הרציונל לכך הוא, שמי שמוסמך על פי הדין לנהל כספי לקוחות, במשמע מוסמך גם לעסוק בייעוץ להשקעות. יודגש, עם זאת, כי הוראה זו אינה הודית — יועץ השקעות אינו רשאי לעסוק בניהול תיקים, אלא אם כן הוא בעל רישיון גם לניהול תיקים. עם זאת, רשאי אדם שאינו בעל רישיון לעבוד אצל בעל רישיון, ובלבד שהוא לא יתן ייעוץ להשקעות ולא ינהל תיקי השקעות.¹⁷

3.2 עיסוקים הפטורים מרישיון

3.2.1 חוק הסדרת הייעוץ פוטר מספר עיסוקים ומספר מקרים מחובת קבלתו של רישיון.

הרציונל העומד מאחורי הוראות פטור אלו הינו משולב: מחד גיסא, הרצון שלא להכביד יתר על המידה על הפעילות העסקית של אנשים, שאינם מנהלים תיקי ניירות ערך של אחרים באורח מסחרי, קבוע, או מקצועי. מאידך גיסא, שלא לחייב ברישיון את מי שהייעוץ להשקעות בו הוא עוסק נלווה בלבד לפעילותו העיקרית. משום כך, ייעוץ השקעות או ניהול תיקי השקעות עבור עד חמישה אנשים, פטור מרישיון. הוא הדין בייעוץ השקעות או בניהול תיקי השקעות עבור בן זוג או הורה או עבור צאצאיהם של אלה.¹⁸

16 ראו סעיף 2(ג) לחוק הסדרת הייעוץ.

17 ראו סעיף 2(ד) לחוק הסדרת הייעוץ. ההוראות האמורות אינן חלות על מתמחה בתחום ניהול תיקים או ייעוץ להשקעות, ובלבד שהוא לא יתן ייעוץ או ינהל תיקי לקוחות. ראו סעיף 2(ד)(1) לחוק הסדרת הייעוץ.

18 ראו סעיפים 3(א)(3) ו-3(א)(7) לחוק הסדרת הייעוץ. יצוין בעניין הגבלת מספר הלקוחות לחמישה, כי סעיף 3 לחוק עושה שימוש במילה "אחרים" ולא במילה "אנשים" ואף לא במילה "תיקים". בשל כך נותר ספק פרשני אם כוונת המחוקק להגביל את עיסוקו של מי שאינו בעל רישיון לחמישה אנשים (קרי, לקוחות) או לחמישה תיקים, גם אם מספר הלקוחות קטן מחמישה. נדמה, כי מידת ההיגיון מחייבת לצדד בפרשנות המכוונת לחמישה אנשים ולא לחמישה תיקי ניירות ערך, שכן סביר ואפשרי שאדם אחד הינו בעל יותר מתיק ניירות ערך אחד, ומגבלה המונה את מספר התיקים דווקא, מוגזמת במקצת ואינה מחויבת המציאות.

באורח דומה, מי שעוסק בייעוץ להשקעות בכלי התקשורת פטור מרישיון.¹⁹ ואולם, יועצים כאלה נדרשים להודיע ברכים אם יש להם עניין אישי בנושא בו הם מייעצים לציבור. כן חייבים הם להזהיר כי ה"ייעוץ" שלהם אינו תחליף לייעוץ פרטני ואישי שיידרש לכל אדם על פי נסיבותיו וצרכיו.²⁰

3.2.3 באשר למי שניהול תיקי השקעות נלווה לעיסוקו העיקרי, הרי שהחוק פוטר אדם זה במספר מקרים:

ראשית, כאשר ייעוץ להשקעות או ניהול תיקי השקעות נעשה על ידי רואה חשבון, עורך דין או יועץ מס, העושים זאת באורח הנלווה למתן שירות ללקוח.²¹ שנית, כאשר ניהול תיקי השקעות נעשה על ידי מי שנתמנה בצו של בית משפט או של בית דין מוסמך לפעול בנכסי הזולת אגב ביצוע תפקידו כאמור.²² הכוונה בהוראה זו לפטור מחובת רישיון מנהלי עיזבון, אפוטרופסים, כונסי נכסים, מפרקים, מנהלים מיוחדים בתיקי פירוק ונאמנים בהקפאת הליכים. והכל – בין אם מדובר בבעלי תפקיד הממלאים זאת באופן זמני (כגון מפרק זמני, כונס נכסים זמני וכד') ובין אם באופן קבוע.

שלישית, כאשר ייעוץ להשקעות נעשה על ידי תאגיד שעיסוקו העיקרי הוא בהערכת שווי של תאגיד, אך כפוף לכך שהתאגיד הנותן ייעוץ להשקעות אינו עוסק בייעוץ השקעות או בניהול תיקי השקעות.²³

מקרה רביעי, בו יינתן פטור מרישיון הוא, כאשר ניהול תיק ההשקעות נעשה על ידי אדם במסגרת עבודתו עבור תאגיד, כאשר ייעוץ להשקעות נעשה על ידי אדם מכוח חברותו בוועדת השקעות של תאגיד. הסייג הוא שהייעוץ ניתן אכן רק לאותו תאגיד ורק אגב מילוי תפקידו בוועדת ההשקעות שלו.²⁴

3.2.4 מקרה נוסף, המהווה למעשה קטיגוריה נפרדת של בעלי פטור, הינו כאשר הייעוץ להשקעות או ניהול תיקי השקעות נעשה ללא שיקול דעת מצידו של היועץ

19 ראו סעיף 3(א)(4) לחוק הסדרת הייעוץ. הכוונה למומחים וליועצי השקעות המחויבים דעתם, בין בעיתונות הכתובה ובין בתקשורת המשודרת (רדיו, טלוויזיה, אינטרנט), כאשר להשקעות המומלצות.

20 ראו סעיף 3(ב) לחוק הסדרת הייעוץ. יצוין, כי הוראה זו מתחייבת לנוכח מקרי עבר (גם אם בודדים) של ניצול לרעה של הפורום התקשורתי שהועמד, לא־אחת, לרשות עיתונאים ויועצים שונים, אשר ניצלו זאת, לשם הפקת רווחים אישיים. ראו, למשל, ת"פ 97/91 מדינת ישראל נ' זילברמן (לא פורסם), דינים־מחוזי, כרך לב(8) 104. כן ראו ע"פ 1192/94, 1027 זילברמן נ' מדינת ישראל, פ"ד נג(4) 502.

21 יש לזכור, כי עורכי דין ורואי חשבון מנהלים לא־אחת כספי לקוחות, בין במסגרת חשבונות נאמנות ובין בדרכים אחרות, ובמקרה כזה הם פטורים מחובת הרישיון.

22 ראו סעיף 3(א)(10) לחוק הסדרת הייעוץ.

23 ראו סעיף 3(א)(8) לחוק הסדרת הייעוץ.

24 ראו סעיף 3(א)(5) לחוק הסדרת הייעוץ.

פרק י"ג: מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות

או מנהל התיקים, אלא רק על פי החלטת הלקוח.²⁵ במקרה כזה, היועץ אינו אלא כלי, צינור, דרכו מבוצעת הפעולה, ומשום כך הוא פטור מחובת רישיון.

3.2.5 אין ספק, כי הוראות הפטור, שנסקרו לעיל, פותחות פתח מסוכן לניצול לרעה לשם ביצוע ייעוץ להשקעות וניהול תיקי השקעות ללא רישיון. אין גם ספק, כי בלא אכיפה נוקשה בנושא זה מצד הרשות לניירות ערך, אשר תרתיע מלעבור על הוראות החוק ותמנע ניצולן לרעה, אכן קיימת סכנה כי מנהלי תיקים ויועצי השקעות יפעלו במסווה וללא רישיון.

3.3 תנאים למתן רישיון לניהול תיקי השקעות

3.3.1 מספר תנאים נקבעו על ידי המחוקק לשם קבלת רישיון לניהול תיקי השקעות על ידי הרשות לניירות ערך. בעניין זה מבחין הדין בין אדם לבין תאגיד, המבקשים לקבל רישיון כאמור.

3.3.2 באשר ליחיד המבקש רישיון לניהול תיקי השקעות, נדרשים התנאים המנויים להלן:²⁶

- (1) אדם בגיר.
- (2) אזרח או תושב ישראל.
- (3) לא הורשע בעבירה.
- (4) עמד בבחינות מקצועיות הנדרשות על פי החוק.
- (5) עסק במשך שלוש שנים כיועץ השקעות בהיותו בעל רישיון-יועץ. לחלופין – השלים התמחות בתחום זה, כנדרש על פי החוק.
- (6) עומד בתנאים ובסכומים שנקבעו בתקנות מכוח חוק הסדרת הייעוץ לעניין ביטוח.

3.3.3 באשר לתאגיד המבקש לקבל רישיון לניהול תיקי השקעות, נדרשים התנאים המנויים להלן:

- (1) התאגיד אינו עוסק בחיתום, אלא רק בניהול תיקי השקעות, בייעוץ השקעות או בביצוע פעולות בבורסה ובביצוע פעולות נלוות הדרושות לשם כך.²⁷

25 ראו סעיף 3(א)(1) לחוק הסדרת הייעוץ.

26 ראו סעיף 8(א) לחוק הסדרת הייעוץ.

27 ראו סעיף 8(ב)(1) לחוק הסדרת הייעוץ. יצוין, כי המונח "פעולות נלוות" מוגדר באותו סעיף כך: "לרבות השקעה בפקדונות לסוגיהם במטבע ישראלי או במטבע חוץ והשקעה בתוכניות חסכון שקיבלו אישור שר האוצר וועדת הכספים של הכנסת, לפי חוק עידוד החסכון, הנחות ממס הכנסה וערבות למילואות, התשט"ז-1956".

דיני ניירות ערך

- (2) התאגיד התחייב, כי כל אלה שיעסקו בשמו בניהול תיקי השקעות הם עובדי התאגיד שהם בעלי רישיון לניהול תיקים.
- (3) התאגיד התחייב, כי לא יכהן בו כנושא משרה מי שידוע לו כי הורשע בעבירה.²⁸
- (4) לתאגיד יש הון עצמי, ביטוח, ערבות בנקאית, פיקדון או ניירות ערך, בסכומים הנדרשים על פי חוק הסדרת הייעוץ ותקנותיו.

3.3.4 חוק הסדרת הייעוץ מקנה לרשות לניירות ערך סמכות לסרב להעניק רישיון למנהל תיקים מאותן סיבות שבשלהן היא רשאית לבטל רישיון או להתלותו על פי חוק זה.²⁹

3.4 תנאים למתן רישיון לייעוץ להשקעות

3.4.1 החוק קובע מספר תנאים לשם קבלת רישיון לייעוץ להשקעות. בעניין זה מבחין הדין בין שלוש קטיגוריות אפשריות: אדם יחיד, שותפות וחברה.

3.4.2 יחיד המבקש רישיון לייעוץ להשקעות יידרש לעמוד בתנאים המנויים להלן:³⁰

- (1) אדם בגיר.
- (2) אזרח או תושב ישראל.
- (3) לא הורשע בעבירה.
- (4) עמד בבחינות מקצועיות הנדרשות על פי הדין.
- (5) השלים התמחות, כנדרש בחוק.
- (6) עומד בתנאים ובסכומים שנקבעו לעניין ביטוח.

3.4.3 שותפות, המבקשת רישיון לייעוץ להשקעות, תידרש לעמוד בתנאים המנויים להלן:

- (1) השותפים הינם בעלי רישיון.³¹

28 מעניין לציין, כי המחוקק הסתפק כאן בקביעת קנה מידה סובייקטיבי ("ידוע לו"), באשר לידיעה אודות עברו הפלילי של נושא המשרה. המחוקק נמנע מלקבוע, כמקובל במקרים דומים, קנה מידה אובייקטיבי, המאפשר הטלת אחריות על התאגיד גם במקרה בו לא גילה – בשל רשלנותו – את עברו הפלילי של נושא המשרה.

29 לדיון נרחב בנושא סמכויות הרשות לניירות ערך על פי חוק הסדרת הייעוץ, ראו סעיף 9 לפרק זה להלן.

30 ראו סעיף 7(א) לחוק הסדרת הייעוץ.

31 אף שהחוק אינו עושה שימוש במילה "כל" ברור שהכוונה היא, כי כל השותפים אכן יהיו בעלי רישיון. שאם לא כן, תסוכל תכלית החקיקה, שמטרתה למנוע עיסוק בייעוץ להשקעות על ידי מי שאינו בעל רישיון תוך שימוש לרעה בהתאגדות בדרך של שותפות.

(2) השותפות התחייבה כי אלה שיעסקו בשמה בייעוץ השקעות הם עובדיה או שותפים בה, והם בעלי רישיון.

(3) השותפות עומדת בתנאים ובסכומים שנקבעו בתקנות לעניין ביטוח.

3.4.4 חברה, המבקשת רישיון לייעוץ להשקעות, תידרש לעמוד בתנאים המנויים להלן:

(1) החברה התחייבה, כי אלה שיעסקו בשמה בייעוץ השקעות הם עובדיה שהם בעלי רישיון.

(2) החברה התחייבה, כי לא יכהן בה כנושא משרה מי שידוע לה כי הורשע בעבירה.³²

(3) לתאגיד יש הון עצמי, ביטוח, ערבות בנקאית, פיקדון או ניירות ערך, בסכומים הנדרשים על פי חוק הסדרת הייעוץ ותקנותיו.

(4) החברה אינה עוסקת בחיתום.

3.4.5 חוק הסדרת הייעוץ מקנה לרשות לניירות ערך סמכות לסרב להעניק רישיון לייעוץ להשקעות מאותן סיבות שבשלהן היא רשאית לבטל רישיון או להתלותו על פי חוק זה.³³

3.5 מגבלות החלות על תאגיד בנקאי בייעוץ להשקעות ובניהול תיקי השקעות

3.5.1 כפי שצוין בסעיף 3.2 לפרק זה לעיל, היווה נושא הטלת מגבלות על הבנקים בישראל במתן ייעוץ להשקעות ובניהול תיקי השקעות, מוקד מחלוקת מרכזי בטרם אישורו של חוק הסדרת הייעוץ. הנושא אף הובא בפני בית המשפט, כאמור, ביוזמת איגוד הבנקים, אשר ביקש למנוע את אישור החוק, אך נכשל.³⁴

איגוד הבנקים בישראל עתר לבית המשפט כנגד הרשות לניירות ערך, לנוכח הבדלי הגישות העמוקים בין הצדדים לעניין המותר והאסור לפקידי הבנקים בכל הנוגע לייעוץ להשקעות. עיקר המחלוקת היה בפרשנות שניתנה על ידי הרשות לניירות ערך למונח "ייעוץ", פרשנות שהתפרשה (ולא במקרה) כמגבילה מאוד את פעילות הבנקים בתחום הייעוץ להשקעות.

הרשות לניירות ערך פירשה את המונח "ייעוץ" כי —

"מתן מידע על נייר ערך או על מכשיר פיננסי אחר, אשר בחירתו של המידע נעשית על-פי שיקול דעתו של נותן המידע או הגוף שבו הוא מועסק, ויש

32 הניסוח "מי שידוע לה" אינו מוצלח, שכן הוא עלול לשמש פתח לעצימת עיניים מצד החברה. האחריות לבדיקה נאותה בעניין זה מוטלת על החברה.

33 ראו סעיף 7(ד) לחוק הסדרת הייעוץ. לדיון נרחב בנושא סמכויות הרשות לניירות ערך על פי חוק הסדרת הייעוץ, ראו סעיף 9 לפרק זה להלן.

34 ראו פרשת איגוד הבנקים בישראל, לעיל הערה 1.

במידע כדי להוביל את מקבלו למסקנה ביחס לכדאיות ההשקעות בנייר ערך או במכשיר פיננסי מסוים, הוא בבחינת יעוץ השקעות גם אם אין ניתנת המלצה מפורשת להשקעה".³⁵

המונח "ייעוץ" הינו מורכב ובעל היבטים שונים. בהקשר להגדרת תחומי המותר והאסור לבנקים, עלו שלושה סוגים עיקריים של מידע שיכול פקיד הבנק להעניק ללקוחותיו:

סוג אחד — מידע כללי מול מידע ספציפי; בהקשר זה נפסק כי לא ניתן לקבל את עמדת הרשות ולא ניתן להגביל את המידע שיינתן ללקוח, כך שיהיה מידע כללי בלבד.

סוג שני — מידע אובייקטיבי מול מידע סובייקטיבי: נפסק, כי המידע שיימסר על ידי פקיד הבנק חייב להיות מידע אובייקטיבי. על הפקיד להימנע מלמסור ללקוח מידע סובייקטיבי או לא-ודאי או כזה הצופה-פני-עתיד.

סוג שלישי — מידע פוזיטיבי מול מידע נגטיבי: נפסק, כי המידע צריך להיות חיובי ולא שלילי.³⁶

בית המשפט המחוזי בתל אביב (מפי הנשיא א' גורן) אימץ את עיקרי עמדת הרשות לניירות ערך וקבע, כי על פקידי הבנקים (שאינם בעלי רשיון ייעוץ או ניהול תיקים) להימנע ממתן ייעוץ, בעקיפין או במישרין. כמו כן קבע בית המשפט, כי על הבנקים להנחות את עובדיהם, כי במגעייהם עם לקוחותיהם עליהם לפעול על פי אמות המידה המפורטות להלן:

ראשית, האינטרס הראשי והעיקרי החייב לעמוד לנגד עיני פקיד הבנק הינו אינטרס הלקוח וטובתו.

שנית, וכנגזר מכך — נאסר על פקיד הבנק להעדיף אינטרס שלו או של הבנק. שלישית, על הפקיד להבהיר ללקוח, כי הוא רשאי להשתמש בשירותו של יועץ השקעות וכי הדבר אף מומלץ, שכן הוא איש מקצוע בתחום ההשקעות. רביעית, פקיד הבנק רשאי למסור ללקוחות מידע, ובלבד שלא יהיה באותו מידע כדי לגרום ללקוח להסיק לגבי כדאיות ההשקעה (שאם לא כן, מדובר ב"ייעוץ"). לדוגמא, נאסר על פקידי הבנקים למסור ללקוח מידע באשר לתשואות של אפיקי השקעה כלשהם או של ניירות ערך כלשהם; באשר להון העצמי של חברה, מחזורי פעילותה או כל מידע אחר לגבי הרווחיות הצפויה של ההשקעה.

חמישית, נקבע, שרשאי הפקיד למסור ללקוח מידע פוזיטיבי שבאורח עקיף עשוי לרמוז לרווחיות הצפויה באפיק השקעה כזה או אחר, אך זאת — רק אם "טובת הלקוח דורשת זאת", כדברי בית המשפט.³⁷

35 ראו — שם, בסעיף 1 לפסק דינו של הנשיא גורן.

36 נראה, כי הבחנה זו בין מידע שלילי לחיובי אינה חשובה כלל, שכן גם מידע חיובי וגם מידע שלילי עשויים להיות בגדר "ייעוץ".

37 ראו פרשת איגוד הבנקים בישראל, לעיל הערה 1, בסעיף 18 לפסק דינו של הנשיא גורן.

קו מנחה אחרון לפעילותו של פקיד הבנק, המנסה לתמרן בין גבולות המותר והאסור, הינו זה המתיר לפקיד למסור ללקוח מידע נגטיבי, אם הוא עלול להשפיע לרעה "במידת ודאות קרובה" על ההשקעה בה מתכוון לבחור אותו לקוח.

כפי שצוין לעיל, קווים מנחים אלו, עם כל חשיבותם, אינם ברורים כלל, וברור גם כי יכולת האכיפה שלהם מוגבלת ביותר.

3.5.2 יובהר, כי חוק הסדרת הייעוץ קובע, כי "תאגיד בנקאי" אינו רשאי לעסוק בניהול תיקי השקעות, אם כי אינו אוסר עליו לעסוק בייעוץ להשקעות. ואולם, תנאי לכך הוא שכל העוסקים בשם התאגיד הבנקאי בייעוץ להשקעות, יהיו עובדיו ובעלי רישיון של יועץ.³⁸ עם זאת, קיימת מגבלה נוספת החלה על תאגיד מורשה (תאגיד בעל רישיון לפי חוק הסדרת הייעוץ) הקשור לתאגיד בנקאי: נאסר על אדם לכהן כנושא משרה בתאגיד מורשה, אם נושא המשרה עובד או מכהן כנושא משרה בתאגיד הבנקאי, או בתאגיד קשור אחר של התאגיד הבנקאי.³⁹

חשוב לציין לעניין זה, כי סעיף 1 לחוק הסדרת הייעוץ מגדיר "תאגיד קשור" כתאגיד השולט בתאגיד אחר, או הנשלט על ידו, או תאגיד בו שולט אותו בעל שליטה, השולט בתאגיד המורשה.

החוק הקנה למפקח על הבנקים סמכות לפטור אדם מהמגבלה המפורטת לעיל באשר לנושא המשרה, אם הונו העצמי של התאגיד הבנקאי, שאליו קשור התאגיד המורשה, נמוך מסכום שקבע המפקח על הבנקים ופורסם ברשומות.⁴⁰

3.6 דרישת הון עצמי

בשנת 2000, כחמש שנים לאחר כניסתו לתוקף של חוק הסדרת הייעוץ, הותקנו התקנות על פיו: תקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות (הון עצמי וביטוח), התש"ס-2000 (להלן בפרק זה: "התקנות" או "תקנות הסדרת הייעוץ"). תקנות אלו קובעות תנאים לפעילותם של יועצי השקעות ושל מנהלי תיקי השקעות בשני תחומים: הון עצמי וביטוח. לעניין ההון העצמי קובעות התקנות, כי

38 ראו סעיף 9(ב) לחוק הסדרת הייעוץ. יצוין, כי המונח "תאגיד בנקאי" הוגדר בחוק הסדרת הייעוץ בהתאם להגדרה זו בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981 (להלן: "חוק הבנקאות (רישוי)") שם מוגדר מונח זה כך: "תאגיד בנקאי" — "בנק, בנק חוץ, בנק למשכנתאות, בנק למימון השקעות, בנק לקידום עסקים, מוסד כספי או חברת שירותים משותפת"; יצוין עוד, כי סעיף 9(ב) דנן אינו מסתפק במונח "תאגיד בנקאי" אלא נוקב, בנוסף, גם במונח — "בנק" ומציין כי הכוונה לחברה שקיבלה רשיון בנק לפי סעיף 4 לחוק הבנקאות (רישוי).

39 ראו סעיף 9(ד) לחוק הסדרת הייעוץ. הסעיף קובע, כי לעניין זה ייחשב כ"עובד" מי שמועסק בתאגיד הבנקאי או בתאגיד קשור שלו, לרבות עובד הנמצא בחופשה ללא תשלום.

40 הסכום שנקבע ברשומות הינו 225 מיליון ש"ח. ראו ילקוט הפרסומים 4372 מיום 18.1.96, עמ' 1216. במילים אחרות, המטרה היא לפטור תאגיד מורשה כאשר זיקתו הינה לתאגיד בנקאי קטן, יחסית, במונחים ישראליים.

דיני ניירות ערך

ההון עצמי של תאגיד בעל רישיון של יועץ השקעות או בעל רישיון של מנהל תיקים, לא יפחת, בכל עת, מסכום של 200,000 ש"ח.⁴¹

3.7 דרישת ביטוח מיועץ השקעות

3.7.1 יועץ השקעות מחויב לבטח את פעילותו בגין מעשה או מחדל רשלני כלפי לקוחו. הביטוח אמור לכסות תביעות בשל אירועים שאירעו בתקופת הפוליסה, גם אם הם הוגשו בתוך שנה מתום תקופת הפוליסה.⁴²

3.7.2 התקנות קובעות, כי סכום פוליסת הביטוח לא יפחת – בכל עת – מסך של 600,000 ש"ח ליועץ השקעות שהוא אדם יחיד ו-1,200,000 ש"ח לשותפות או חברה בעלות רישיון יועץ.⁴³

סכום ההשתתפות העצמית בביטוח לא יעלה על 5% מסכום הביטוח, ובכל מקרה – לא יעלה על 500,000 ש"ח.

3.7.3 מאחר שמחוקק המשנה היה מודע לכך שחובת הביטוח עלולה להכביד על יועצי השקעות, ומאחר שידוע, כי בידיהם של אלו מופקדים סכומים נכבדים, הותר להם להמיר חלק מסכום הביטוח, הנדרש מהם, בחלופות אחרות. נקבעו לעניין זה שלוש חלופות אפשריות – ערבות בנקאית, פיקדון כספי ופיקדון של ניירות ערך.

התקנות קובעות, כי יועץ השקעות שהוא חברה רשאי להמיר עד שני שלישים מסכום הביטוח בערבות בנקאית לטובת הלקוחות או בפיקדון כספי או בפיקדון ניירות ערך למשמרת. סכום התחליף (ערבות בנקאית, פיקדון) יהווה לפחות שלישי מסכום הביטוח שהוא מחליף.⁴⁴ עולה, אם כן, כי יועץ השקעות יחיד אינו רשאי להמיר, כאמור, את החובה בדבר הפקדת הערבות הבנקאית וזכות זו שמורה לתאגיד בלבד.

3.7.4 פיקדון או פיקדון ניירות ערך למשמרת, כאמור, יופקדו בחשבון נאמנות על שם עורך דין או רואה חשבון לטובת לקוחות החברה.⁴⁵ פיקדון זה לא יהיה ניתן לשעבוד או למשיכה, אלא בהתאם להוראות התקנות.

41 ראו תקנה 2 לתקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות ובניהול תיקי השקעות (הון עצמי וביטוח), התש"ס-2000 (להלן: "תקנות הסדרת הייעוץ").

42 ראו תקנה 3 לתקנות הסדרת הייעוץ. הביטוח חייב להיעשות אצל סוכן ביטוח מורשה על פי חוק הפיקוח על עסקי הביטוח, התשמ"א-1981.

43 ההוראות לעניין חובת הביטוח לא יחולו על אלו: על עובד בנק או עובד של תאגיד בנקאי; על שותף בשותפות, שערכה ביטוח בהתאם לתקנות אלה לכיסוי חבותה וחבותם של כל אחד מהשותפים; וכן – על עובד בחברה שערכה ביטוח לכיסוי חבותה בהתאם לתקנות אלה. ראו תקנה 3(ג) לתקנות הסדרת הייעוץ.

44 ראו תקנה 6(א) לתקנות הסדרת הייעוץ.

45 ראו תקנה 7(א) לתקנות הסדרת הייעוץ.

3.7.5 באשר לערכות בנקאית, כתחליף לביטוח כאמור, הרי שהערכות חייבת להיות על שם עורך דין או רואה חשבון ותופעל על ידיהם כנאמן לטובת לקוחות החברה בהתאם להוראות התקנות. הערכות הבנקאית תהיה אוטונומית (כלתי מותנית), ולא תהיה ניתנת לביטול או לחילוט, אלא בהתאם להוראות התקנות.

3.8. דרישת ביטוח ממנהל תיקי השקעות

3.8.1 מנהל תיקי השקעות נדרש לערוך ביטוח לכיסוי חבותו בשל מעשה או מחדל רשלני כלפי לקוח, ובשל מעילה באמון של עובדיו כלפי לקוח הביטוח. הביטוח אמור לכסות תביעות בשל אירועים שאירעו בתקופת הפוליסה, גם אם הם הוגשו בתוך שנה מתום תקופת הפוליסה.⁴⁶

3.8.2 תקנות הסדרת הייעוץ קובעות מידרג על פיו ייקבע סכום הפוליסה המינימלי בו מחויב מנהל התיקים. מידרג זה נקבע בהתאם לשווי הנכסים המנוהלים על ידי מנהל התיקים:⁴⁷

- (1) אם שווי הנכסים שבניהולו אינו גבוה מ-75 מיליון ש"ח — סכום הפוליסה שיערוך מנהל תיקים לא יפחת, בכל עת, מ-9% משווי הנכסים הכולל שבניהולו, או מ-1 מיליון ש"ח, לפי הגבוה מביניהם.
- (2) אם שווי הנכסים שבניהולו גבוה מ-75 מיליון ש"ח אך נמוך מ-300 מיליון ש"ח — סכום הפוליסה שיערוך מנהל תיקים לא יפחת, בכל עת, מ-5% משווי הנכסים הכולל שבניהולו, אך בכל מקרה לא פחות מ-6,750,000 ש"ח.
- (3) אם שווי הנכסים שבניהולו גבוה מ-300 מיליון ש"ח אך נמוך מ-600 מיליון ש"ח — סכום הפוליסה שיערוך מנהל תיקים לא יפחת, בכל עת, מ-4% משווי הנכסים הכולל שבניהולו, אך בכל מקרה לא פחות מ-15 מיליון ש"ח.
- (4) אם שווי הנכסים שבניהולו גבוה מ-600 מיליון ש"ח — סכום הפוליסה שיערוך מנהל תיקים לא יפחת, בכל עת, מ-3% משווי הנכסים הכולל שבניהולו, אך בכל מקרה לא פחות מ-24 מיליון ש"ח.

3.8.3 סכום ההשתתפות העצמית בביטוח לא יעלה על 5% מסכום הביטוח, ובכל מקרה — לא יעלה על 500,000 ש"ח. ואולם, סכום השתתפותו העצמית של מנהל תיקים שהונו העצמי עולה על 10 מיליון ש"ח אך נמוך מ-25 מיליון ש"ח, לא יעלה

46 ראו תקנה 4 לתקנות הסדרת הייעוץ. הביטוח חייב להיעשות אצל סוכן ביטוח מורשה על פי חוק הפיקוח על עסקי הביטוח, התשמ"א-1981.

47 יצוין, כי הוראות אלו אינן חלות על מנהל תיקים העובד בחברה לניהול תיקי השקעות שערכה ביטוח כאמור. מהוראה זו, המפורטת בתקנה 4(ג) לתקנות האמורות, עולה, כי אם החברה לא ביטחה את עצמה כדין, אזי ככל הנראה נדרש מנהל התיקים לערוך ביטוח לעצמו, באופן פרטי. אף שהתקנות אינן קובעות זאת באופן מפורש, הדבר נובע מהוראת תקנה 4 רישא, שלפיה "מנהל תיקים יערוך ביטוח לכיסוי חבותו".

דיני ניירות ערך

על 5% או 750,000 ש"ח, לפי הנמוך מביניהם. במידה שההון העצמי של מנהל התיקים עולה על 25 מיליון ש"ח, סכום ההשתתפות העצמית – לא יעלה על 5% מסכום הביטוח או 1 מיליון ש"ח, לפי הנמוך מביניהם.⁴⁸

3.8.4 מאחר שמחוקק המשנה היה מודע לכך שחובת הביטוח עלולה להכביד על מנהלי תיקים ומאחר שידוע כי בידיהם של אלו מופקדים סכומים נכבדים, הותר למנהלי התיקים (בדומה ליועצי ההשקעות, ראו לעיל) להמיר חלק מסכום הביטוח, הנדרש מהם, בחלופות אחרות: נקבעו שלוש חלופות אפשריות – ערבות בנקאית, פיקדון כספי ופיקדון של ניירות ערך.

התקנות קובעות לעניין זה מדרג בהתאם לשווי הכספים שבניהולו של מנהל התיקים:⁴⁹

(1) חברה בעלת רישיון לניהול תיקים ואשר שווי הנכסים שבניהולה אינו עולה על 300 מיליון ש"ח – רשאית להמיר עד שני שלישים מסכום הביטוח בערבות בנקאית לטובת הלקוחות או בפיקדון כספי או בפיקדון ניירות ערך למשמרת. סכום התחליף (ערבות בנקאית, פיקדון) יהווה לפחות שלישי מסכום הביטוח שהוא מחליף.

(2) חברה בעלת רישיון לניהול תיקים וששווי הנכסים שבניהולה עולה על 300 מיליון ש"ח – רשאית להמיר עד שני שלישים מסכום הביטוח בערבות בנקאית לטובת הלקוחות או בפיקדון כספי או בפיקדון ניירות ערך למשמרת. סכום התחליף (ערבות בנקאית, פיקדון) יהווה לפחות 60% מסכום הביטוח שהוא מחליף.

(3) חברה בעלת רישיון לניהול תיקים וששווי הנכסים שבניהולה עולה על 600 מיליון ש"ח, רשאית להמיר עד שני שלישים מסכום הביטוח בערבות בנקאית לטובת הלקוחות או בפיקדון כספי או בפיקדון ניירות ערך למשמרת. סכום התחליף (ערבות בנקאית, פיקדון) יהווה לפחות 90% מסכום הביטוח שהוא מחליף.

3.8.5 פיקדון או פיקדון ניירות ערך למשמרת, כאמור, יופקדו בחשבון נאמנות על שם עורך דין או רואה חשבון לטובת לקוחות החברה.⁵⁰ פיקדון זה לא יהיה ניתן לשעבוד או למשיכה, אלא בהתאם להוראות התקנות. הפיקדון או פיקדון ניירות ערך למשמרת בחשבון הנאמנות ינוהלו בהתאם להוראות החברה.

3.8.6 באשר לערבות בנקאית, כתחליף לביטוח כאמור, הרי שהערבות חייבת להיות על שם עורך דין או רואה חשבון ותופעל על ידם כנאמן לטובת לקוחות החברה

48 ראו תקנה 5 לתקנות הסדרת הייעוץ.

49 ראו תקנה 6 לתקנות הסדרת הייעוץ.

50 ראו תקנה 7(א) לתקנות הסדרת הייעוץ.

בהתאם להוראות התקנות. הערבות הבנקאית תהיה אוטונומית (בלתי מותנית) ולא תהיה ניתנת לביטול או לחילוט, אלא בהתאם להוראות התקנות.

3.9 דרכי מימוש פיקדון כספי, פיקדון ניירות ערך או ערבות בנקאית

3.9.1 על מנת להגן על ציבור לקוחותיהם של מנהלי התיקים ויועצי השקעות נקבעו בתקנות הוראות מפורטות למקרה בו יוטל עיקול על חשבון הנאמנות, אשר בו הופקדו כספי תחליף הביטוח: החברה בעלת הרישיון ובעלת חשבון הנאמנות, חייבת לפעול מיד להסרת העיקול. אם לא תצליח לבטלו בתוך שבעה ימים, עליה להפקיד פיקדון בחשבון נאמנות חדש או להגדיל את סכום הביטוח, ללא התחליף של הפיקדון האמור.⁵¹

3.9.2 פיקדון או פיקדון ניירות ערך המופקדים בחשבון הנאמנות, או הערבות הבנקאית שבידי עורך הדין או רואה החשבון, ניתנים למימוש בתוך שבעה ימים מיום שהוצג בפניו אחד מאלה:

- (1) פסק דין של בית משפט בתובענה של לקוח נגד החברה.
- (2) הסכם פשרה בין החברה לבין לקוח התובע את החברה שקיבל תוקף של פסק דין.
- (3) פסק בורר (שאישר בית משפט) בסכסוך שהכריע במחלוקת שבין הלקוח לבין מנהל התיקים.

3.9.3 יצוין, כי ניתן להקטין את סכומי הערבות הבנקאית או הפקדונות שניתנו כתחליף לחלק מהביטוח, כאמור, במידה שלאחר ההקטנה עדיין תעמוד החברה בתנאי תקנה 4 לעניין היקף הביטוח המינימלי הנדרש ממנה. הקטנה כאמור מסורה לשיקול דעתו של עורך הדין או של רואה החשבון המחזיקים באותם פקדונות או ערבות בנאמנות.⁵²

3.10 דרישות הדין לעניין בחינות והסמכה של יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות

3.10.1 כללי

תקנות הסדרת העיסוק בייעוץ להשקעות ובניהול תיקי השקעות (בקשה לרישיון, בחינות, התמחות ואגרות), התשנ"ז-1997 (להלן בפרק זה: "תקנות ההסמכה"), מסדירות את הכללים לקבלת רישיון לניהול תיקי השקעות ורישיון לייעוץ להשקעות. להלן ייסקרו עיקרי ההנחיות.

51 ראו תקנה 7(ב) לתקנות הסדרת הייעוץ.

52 ראה תקנה 7(ה) לתקנות הסדרת הייעוץ.

3.10.2 הרשות לניירות ערך – המפקחת והמסדירה את הליכי ההסמכה
 הגוף המפקח והמנהל את הליך ההסמכה של מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות הוא הרשות לניירות ערך. תפקיד זה נגזר מעצם העובדה שהרשות לניירות ערך הינה הרשות המפקחת על פעילותם של יועצי ההשקעות ושל מנהלי ההשקעות, והיא זו אשר מעניקה להם את הרישיון לעסוק במקצוע זה. כנובע מתפקידה האמור, אחראית הרשות על עריכת הבחינות ליועץ השקעות ובחינות למנהל תיקים (להלן בפרק זה: "הבחינות").

3.10.3 בקשה לקבלת רישיון

אדם או חברה, המבקשים לקבל רישיון לעסוק ביועץ להשקעות או בניהול תיקי השקעות, חייבים להגיש בקשה מתאימה לרשות לניירות ערך. תקנות ההסמכה מבחינות לעניין זה בין אדם יחיד לבין תאגיד:

אדם פרטי יידרש לפרט בבקשתו, כי הוא עמד בבחינות הנדרשות על פי דין; כי ביצע התמחות כדין; כי הסדיר ביטוח הנדרש לשם עיסוק במקצוע המבוקש וכן יצרף תצהיר כי הוא אזרח ותושב ישראל, מעל גיל 21 וללא עבר פלילי.⁵³ להבדיל, תאגיד המבקש לקבל רישיון יצרף אישורים גם לעניין ערכות בנקאית, כנדרש על פי הדין, וכן תצהיר של נושא משרה בחברה, המאשר כי החברה עוסקת רק ביועץ להשקעות או בניהול תיקי השקעות או בביצוע פעולות בבורסה, ובכל מקרה – אין היא עוסקת בחיתום.⁵⁴ במקרה שמדובר בשותפות המבקשת רישיון, יידרשו השותפים להצהיר, כי כל אחד מהם הוא בעל רישיון, וכן יידרשו להתחייב בכתב כי כל מי שיעסוק בשם השותפות ביועץ להשקעות או בניהול תיק השקעות, יהיה בעל רישיון כדין.⁵⁵

3.10.4 בחינות⁵⁶

- (1) הבחינות ייערכו לפחות פעמיים בכל שנה.⁵⁷ הרשות לניירות ערך היא אשר תקבע את מיקום הבחינות, את מועדיהן ואת מועדי הגשת הבקשות להיבחן. הודעה על הבחינות ומועדן תפורסם ברשומות ובשני עיתונים יומיים בעלי תפוצה רחבה היוצאים לאור בישראל בשפה העברית.⁵⁸
- (2) הבחינות ליועץ השקעות יכללו את הנושאים הבאים:
 1. דיני ניירות ערך, אתיקה מקצועית;⁵⁹

53 ראו תקנה 1 לתקנות הסדרת העיסוק ביועץ השקעות ובניהול תיקי השקעות (בקשה לרישיון, בחינות, התמחות ואגרות), התשנ"ז-1997 (להלן: "תקנות ההסמכה").

54 לפירוט הדרישות מתאגיד המבקש רישיון, ראו תקנה 3 לתקנות ההסמכה.

55 לפירוט הדרישות משותפות המבקשת רישיון, ראו תקנה 2 לתקנות ההסמכה.

56 הבחינות ייערכו בכתב והן יהיו בעברית, אם כי רשאית הרשות לניירות ערך להתיר בחינות בשפות אחרות.

57 ראו תקנה 5(א) לתקנות ההסמכה.

58 בקשה להיבחן תוגש לרשות לניירות ערך במועד שייקבע לשם כך על ידי הרשות, ומידע זה יפורסם בהודעה מטעם הרשות שתפורסם בשני עיתונים יומיים נפוצים וכן ברשומות.

59 באופן כללי ייאמר, כי חלק זה כולל נושאים הקשורים לחוק ניירות ערך, הצעה לציבור של ניירות

פרק י"ג: מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות

2. חשבונאות;
 3. סטטיסטיקה ומימון;
 4. כלכלה;
 5. ניתוח ניירות ערך ומכשירים פיננסיים.
- (3) הבחינות למנהל תיקי השקעות יכללו את כל הנושאים הכלולים במסגרת הבחינה ליועץ השקעות, כמפורט לעיל, אך נוסף לכך תכלול הבחינה מספר נושאים נוספים ואלה הם:
1. הערכת ביצועים של תיק השקעות.
 2. ניהול סיכונים בתיק השקעות.⁶⁰
- (4) עורר: נבחן רשאי לערער בכתב על ציון שקיבל בבחינה.⁶¹
- (5) פטור מבחינות
- תקנות ההסמכה מסדירות אפשרות לקבל פטור מחלק מהבחינות למי שהינו בעל הכשרה רלוונטית קודמת. כך, למשל, יינתן פטור מבחינה בדיני ניירות ערך לעורך דין, לרואה חשבון ולמי שלמד במוסד מוכר דיני תאגידים או דיני ניירות ערך. באופן דומה יינתן פטור מבחינה בחשבונאות לרואה חשבון ולבעל תואר בחשבונאות. פטורים נוספים, בבחינות בסטטיסטיקה ומימון, בכלכלה, בניתוח ניירות ערך ובמכשירים פיננסיים, יינתנו למי שלמד לימודים אקדמיים מתאימים.⁶²

3.10.5 התמחות

- לשם קבלת רישיון ליועץ או לניהול תיקי השקעות יש לבצע התמחות כדלקמן:
- יועץ השקעות – שישה חודשים;
- מנהל תיקי השקעות – תשעה חודשים.⁶³
- מתמחה ביועץ השקעות – יתמחה אצל מאמן, שהינו בעל רישיון שעסק בישראל ביועץ השקעות או בניהול תיקים במשך חמש שנים לפחות.
- מתמחה בניהול תיקים – יתמחה אצל מאמן, שהינו בעל רישיון כמנהל תיקים שעסק בניהול תיקים במשך חמש שנים לפחות.

- ערך, המסחר בבורסה, קרנות נאמנות, מושגי יסוד בדיני חברות, חוק הסדרת העיסוק ביועץ, עבירות בניירות ערך והוראות רלוונטיות מחוק העונשין ומחוק הגנת הפרטיות. ראו פירוט מלא בתוספת הראשונה לתקנות ההסמכה.
- 60 הנושאים הנכללים בבחינות למנהל תיקים מפורטים בתוספת השנייה לתקנה 7(ב) לתקנות ההסמכה.
- 61 הערר יוגש לרשות לניירות ערך וזו תמסור לעורר את החלטתה. החלטת הרשות בערר הינה החלטה סופית ולא ניתן עוד לערער עליה. ראו תקנה 11 לתקנות ההסמכה.
- 62 לפירוט מלא של תנאי הפטור, ראו תקנה 14 לתקנות ההסמכה.
- 63 התמחות תכלול לפחות 30 שעות עבודה שבועיות. העדרות של המתמחה לתקופה העולה על 14 יום תחייב הארכת תקופת ההתמחות במספר הימים של ההעדרות, העולה על 14. ראו תקנה 19(ג) לתקנות ההסמכה.

יודגש, כי אדם אינו רשאי להירשם כמתמחה ליועץ השקעות או לניהול תיקים, אלא אם כן עמד בכל הבחינות הנדרשות לעניינו.⁶⁴ הרשות לניירות ערך היא אשר מפקחת על המתמחים. מתוקף תפקידה זה היא רשאית לבדוק ולוודא, כי ההתמחות אכן מבוצעת בפועל. כן רשאית הרשות להשעות את ההתמחות, אם סברה שאין היא נאותה, אך זאת – בכפוף לזכות שימוע.⁶⁵

4. מגבלות על פעילותם של מנהלי תיקי השקעות ושל יועצי השקעות

מספר מגבלות חשובות ומהותיות הוטלו על פעילותם של יועצי השקעות ומנהלי תיקים. תכליתן של מגבלות אלו להקטין, ככל האפשר, אפשרות של ניגוד עניינים בין בעל הרישיון לבין לקוחו, ויותר מכך – מניעת אפשרות של ניצול לרעה של הזדמנות או יתרון שיש לבעל הרישיון על פני לקוחו.

כפי שיפורט להלן, חלות מגבלות חמורות יותר על מנהל תיקי ניירות ערך, שכן הוא – להבדיל מיועץ ההשקעות – מחזיק בידו את כספי הלקוח והוא זה הרשאי לפעול בהם על פי שיקול דעתו (כפוף, כמובן, להוראות הלקוח ולהסדר המסוים שנקבע בין מנהל התיקים לבין לקוחו, בכל מקרה ומקרה). משום כך, ולנוכח הפוטנציאל הברור של ניגוד העניינים והחשש מפני ניצול לרעה מצידו של מנהל תיקי ההשקעות, הרי שהמגבלות על פעילותו רבות ורחבות יותר מאלו המוטלות על יועץ ההשקעות.

4.1 פעילות אסורה על בעל רישיון

חוק הסדרת הייעוץ אוסר על בעל רישיון (והכוונה, כאמור, הן למנהל תיקי השקעות והן ליועץ השקעות) לבצע את הפעולות הבאות:

- (1) נאסר עליו להחזיק או לרכוש ניירות ערך עבור עצמו.
- (2) נאסר על מנהל תיקי השקעות לנהל תיקי השקעות עבור בן משפחתו או עבור תאגיד שהוא או בן משפחתו הינם בעלי שליטה בו.⁶⁶

64 ראו תקנה 17 לתקנות ההסמכה.

65 לעניין נהלי השימוע, ראו תקנה 21.

66 ראו סעיף 4 לחוק הסדרת הייעוץ. האיסור לא יחול ביחס לניירות ערך המונפקים על ידי המדינה, ביחס לניירות ערך שהנפיק התאגיד שבו עובד בעל הרישיון או שבו הוא נושא משרה, ליחידות של קרן נאמנות פתוחה או להשקעות בקופות גמל. כמו כן לא יחול האיסור על ניירות ערך שנרכשו בידי נאמן בנאמנות עיוורת, והמוחזקים עבור יחיד בעל רישיון בידי נאמן כאמור. למקרה בו היתה מעורבות אסורה של מנהל תיקים בחשבונות ניירות ערך של בני משפחתו, ראו ת"פ (ת"א) 7019/00 מדינת ישראל נ' מועלם ומלחי (להלן: "פרשת מועלם ומלחי") (לא פורסם).

יצוין, כי במהלך המשפט התברר, כי נעברה על ידי מועלם עבירה על פי סעיף 4 לחוק הסדרת הייעוץ, האוסר על ניהול תיק ניירות ערך של בני משפחה. ואולם, מועלם לא הורשע, בסופו של דבר, בעבירה זו, שכן הסעיף לא נכלל בכתב האישום. ראו סעיף 112 לפסק דינו של השופט בנימיני.

4.2 החזקה וניהול נפרדים של נכסי הלקוח

4.2.1 מנהל תיקי השקעות נדרש להחזיק ניירות ערך ונכסים פיננסיים של לקוחותיו בנפרד מאלה שלו. כן נדרש הוא להחזיק ניירות ערך ונכסים פיננסיים של כל לקוח בנפרד.⁶⁷ נוסף לכך נדרש מנהל התיקים לקבל החלטה נפרדת ביחס לביצוע השקעות בעבור כל אחד מלקוחותיו, בלא לערב בין החלטות ביחס ללקוח אחד לבין החלטות ביחס לחברו.

4.2.2 מנהל התיקים נדרש לבצע גם רישום מסודר ונפרד של כל הפעולות שבוצעו עבור כל אחד מלקוחותיו ורישום דומה ביחס לכספים, לניירות ערך ולנכסים פיננסיים של כל לקוח בנפרד. עם זאת, מטעמי נוחות ויעילות, רשאי מנהל התיקים לבצע את כל העסקאות עבור לקוחותיו בהוראה מרוכזת אחת (באמצעות מה שמכונה "חשבון מפצל"). בכל מקרה, חובה על מנהל התיקים לבצע עסקאות עבור לקוחותיו בנפרד מפעולות או מעסקאות שהוא מבצע לחשבונות-שלו.⁶⁸

4.2.3 מנהל תיקי השקעות נדרש לנהל עבור לקוחותיו חשבון כספי, חשבון ניירות ערך ונכסים פיננסיים. חשבון כזה ינוהל אצל בנק או אצל חבר בורסה. הדגש בהוראה זו הוא על כך שמנהל התיקים לא יפקיד את הכספים, את הנכסים וניירות הערך של מי מלקוחותיו בחשבונותיו-שלו, אלא בחשבונות נפרדים של לקוחותיו, אשר יתנהלו במוסד כספי מסודר ומוכר – בנק מסחרי או חבר בורסה.⁶⁹

4.3 איסור שימוש בנכסי לקוח

4.3.1 מנהל תיקי השקעות אינו רשאי להשתמש בכספים, בניירות ערך או בנכסים פיננסיים של לקוחו, אלא לצורך ביצוע עסקאות עבור אותו לקוח ובכפוף להוראות ההסכם שנערך בינו לבין אותו לקוח.⁷⁰

לאור הוראה זו ברור, כי מנהל תיקים אינו רשאי להעביר כספים מחשבון של לקוח אחד לטובת חשבון של לקוח אחר, וזאת, אף לא באורח זמני. קל וחומר, שאין הוא רשאי לעשות שימוש בכספי לקוחו לשם ביצוע פעולות בעבור עצמו, ביצוע תשלומים לטובת עצמו וכדומה. במובן זה, כספי הלקוחות המופקדים אצלו, מופקדים בידיו בנאמנות ורק לשם ביצוע פעולות עבור אותו לקוח לו שייכים הכספים וניירות הערך. דוגמא לשימוש לרעה בחשבונות ניירות ערך של מספר לקוחות, בידי מנהל תיקים,

67 ראו סעיף 22 לחוק הסדרת הייעוץ.

68 ראו סעיף 22 לחוק הסדרת הייעוץ. מנהל התיקים חייב, נוסף לכך, לזכות ולחייב אצלו את חשבונות הלקוח באותו יום בו בוצעה העסקה.

69 יוזכר, כי החברות הגדולות בישראל לניהול תיקי השקעות הינן בעצמן חברות בורסה. במקרה כזה רשאי מנהל התיקים לפתוח חשבון אצל החברה בה הוא עובד, ובלבד שחשבון כאמור יהיה של הלקוח ויהא נפרד מלקוחות אחרים של מנהל התיקים.

70 ראו סעיף 23 לחוק הסדרת הייעוץ.

ניתן למצוא בפרשת מועלם.⁷¹ בפרשה זו הורשע מנהל תיקים בכך, שביצע עבירות של תרמית בניירות ערך באמצעות ביצוע עסקאות תואמות בין חשבונות של מספר לקוחותיו. על כך פסק השופט בנימיני (אז בבית משפט השלום) –

“עיסקה מהסוג שביצע מועלם נגועה בהכרח בניגוד אינטרסים. האינטרס של המוכר הוא לנסות ולמכור בשער הגבוה ביותר, בעוד שהאינטרס של הקונה הוא הפוך. מנהל תיקים שמבצע עיסקה בכורסה בין שניים מלקוחותיו, איננו מנסה לבצע עבורם את העיסקה בתנאים הטובים ביותר מבחינת שניהם.”⁷²

4.3.2 באופן דומה, מנוע מנהל תיקי השקעות מלבצע עסקה עם לקוח, או להפיק טובת הנאה מנכסי לקוח, אלא אם כן הסכים לכך הלקוח בכתב ומראש. לפיכך, ברור כי נאסר, למשל, על מנהל התיקים למכור או לרכוש ניירות ערך לעצמו מחשבון הלקוח, ונאסר עליו לגבות עמלות, ריבית וכדומה, מכספי הלקוח המופקדים בידי, אלא אם כן הסכים לכך הלקוח באופן מפורש.

הבעיה בהוראות אלו, המפורטות בחוק הסדרת הייעוץ ובתקנותיו ואשר נועדו להגנת הלקוח, נעוצה בכך שאין הן מיושמות במלואן. זאת, בין היתר, משום שהלקוח חותם על הסכמות וויתורים שונים בטפסי פתיחת החשבון אצל מנהל התיקים. טפסים אלו, המשתרעים על פני עמודים רבים, מודפסים לעתים בכתב קטן מאוד וצפוף, המקשה על קריאתו ועל הבנתו. הוראות חשובות רבות שתולות בתוך טפסים אלו, בלי שהלקוח מודע להן כלל, בלי שהסכים להן במפורש וכמובן – בלי שמנהל התיקים הסב את תשומת ליבו של הלקוח לאותן הוראות. חלק מהוראות אלו הינן חד-צדדיות ומקנות למנהל התיקים סמכויות נרחבות, אשר לעתים אינן מתיישבות עם מצגיו בעל-פה של מנהל התיקים בפני הלקוח. לעתים, אין נוסח טפסי מנהל התיקים מתיישב עם הנחיותיו של הלקוח למנהל התיקים באשר לדרך ניהול התיק ולמדיניות ההשקעות בו. יתר על כן, לעתים קרובות חותם הלקוח באורח אוטומטי על הטפסים בלי שנועץ תחילה בעורך דין, בלי להיות מודע לתוכן המלא והמדויק של הוראות ההסכם עם מנהל התיקים מחד גיסא, ובלי להיות מודע גם להוראות הדין (המסדירות את זכויותיו), מאידך גיסא.

4.3.3 החשוב לענייננו הוא, כי טפסים אלו עושים לא-אחת פלסטר את הוראות הדין באשר ל"הסכמת" הלקוח. אם וככל שהושגה הסכמה כזו, היא מושגת, לעתים, בחוסר תום לב או בחוסר הגינות. לעתים, הלקוח אינו מודע לכך שנתן את הסכמתו, במחי יד, לביצוע פעולות מסוימות על ידי מנהל התיקים. לא-אחת, סותרות כאמור אותן "הסכמות", עליהן חתם הלקוח, את הצהרותיו ומצגיו של מנהל התיקים בפני

71 פרשת מועלם ומלחי, לעיל הערה 66.

72 שם, בסעיף 37 לפסק הדין.

הלקוח. ואולם, בהעדר ראייה בכתב לאותם מצגים בעל-פה, נותר הלקוח לכוד עם הסכמתו, שהושגה באמצעות חתימתו על טפסי פתיחת החשבון.

4.3.4 המסקנה המתבקשת היא, כי יש מקום שחוק הסדרת הייעוץ יחייב את מנהל התיקים להסביר בעל פה ללקוח אותן "הסכמות" בעייתיות וחובה להדפיס את אותם הסכמות וויתורים מהותיים באורח מובלט ומודגש במיוחד בטפסים האמורים.

כמו כן מוצע שהלקוח יידרש לחתום, בתצהיר חתום כדין בפני עורך דין, על כך שהבין את ההסברים שניתנו לו וכי הבין על מה הוא חותם. בדרך זו ייחסכו גם לחברות לניהול תיקי השקעות הליכי משפט רבים ולעתים מיותרים, בהם טוענים הלקוחות טענות בעל פה כנגד מסמכים בכתב, או טענות אחרות לעניין הבנות או הסכמות בעל פה בינם לבין מנהל התיקים.

נראה, כי בין ההוראות, שעליהן ראוי שיחתום הלקוח באורח מפורש, נפרד ואולי אף באישור עורך דין, ניתן למנות את אלו:

- (1) נושא העמלות (בציון העובדה, שהעמלות המפורטות ממצות את כל העמלות ואת כל התשלומים להם זכאי מנהל התיקים);
- (2) זכאותו (אם קיימת כזו) של מנהל התיקים לחלק מהעמלה המשולמת על ידי הלקוח לבנק או לחבר הכורסה;
- (3) זכאותו של הלקוח ליהנות מהחזרי העמלות, מהם ייהנה מנהל התיקים מהבנק (כפי שקורה לא־אחת, כאשר רק מנהל התיקים נהנה מהחזר העמלות, בעוד הלקוח לעתים כלל אינו יודע על החזר כזה);
- (4) זכותו של מנהל התיקים (אם קיימת כזו על פי ההסדר עם הלקוח) לבצע פעולות בין לקוחות שונים של מנהל התיקים, או בין הלקוח לבין תיקו האישי של מנהל התיקים.

4.4 שכר והוצאות

4.4.1 כחלק מהמגמה של צמצום פוטנציאל הניצול לרעה של עמדת היתרון של מנהל התיקים על פני לקוחו, אוסר החוק על מנהל תיקי ההשקעות לקבוע את שכרו כאחוז הנגזר מהרווח שיפיק עבור הלקוח. באופן דומה נאסר על מנהל התיקים לקשור בין שכרו לבין מספר העסקאות שהוא יבצע עבור לקוחו.

בהקשר זה ראוי להפנות להוראת סעיף 17 לחוק הסדרת הייעוץ, האוסר על בעל רישיון לקבל טובת הנאה כלשהי בקשר עם מתן ייעוץ, ביצוע עסקה או הימנעות מביצוע עסקה, זולת קבלת שכרו והחזר הוצאות מטעם הלקוח, כפי שנקבע בהסכם שבין הצדדים.⁷³ הוראה זו באה כחלק מחובת האמון של בעל הרישיון, ולמעשה – כחלק מהשאיפה למנוע ניגוד עניינים.

73 ראו סעיף 17 לחוק הסדרת הייעוץ.

4.4.2 עם זאת, מתיר החוק להתנות על הוראה זו ועל כן רשאי בעל הרישיון לקבל את הסכמת הלקוח בכתב ומראש לכך שיינתנו לו "תמריצים". במקרה של הסכמה כזו נדרש, כי הלקוח יסכים במפורש לסוג המוסכם של טובת ההנאה. החובה לקבל את הסכמת הלקוח מתייחסת הן לטובת הנאה חד-פעמית והן לכזו החוזרת על עצמה. החוק גם דורש ממנהל התיקים להודיע ללקוחו, בדיעבד ובתוך 30 יום, אודות קבלה או גבייה של טובת ההנאה על ידו.

אין ספק, כי נוסחו הנוכחי של סעיף 17 לחוק הסדרת הייעוץ אינו מספק. עצם מתן האפשרות לכך שהלקוח יאשר בכתב ומראש למנהל התיקים לגבות שכרו בדרך של אחוזים מרווח או מתשואה וכיוצא באלו הסדרים, פותח פתח מסוכן ובעייתי, שכן אם מוסכם עלינו, כי בפרקטיקה הנוהגת אכן נוהגים מרבית הלקוחות לחתום על ההסכם עם מנהל התיקים בלי שעיינו בכובד ראש בתנאי ההסכם, בלי שנועצו בעורך דין ובלי שהיו מודעים להוראות הדין בנושא זה, אזי ברור, כי יש סכנה כי הם יחתמו, בין יתר תנאי ההסכם, גם על הסכמה להעניק טובות הנאה ותמריצים למנהל התיקים.

4.5 חובת חברה לניהול תיקים להצהיר על אחזקותיה בניירות ערך

4.5.1 אף שחוק הסדרת הייעוץ אינו מציין, ולו ברמז, חובה של חברה לניהול תיקי השקעות להצהיר על אחזקותיה בניירות ערך, יש להעלותה כהצעה, שראוי לשקול אותה ולהוסיפה ללשון החוק האמור. זאת, בשל חשיבותה הרבה, כפי שיובהר להלן. אין זה נדיר כלל, שחברה לניהול תיקי השקעות מנהלת עבור עצמה תיק ניירות ערך (מה שמכונה – חשבון "נוסטרו").⁷⁴ עובדה זו, לצד העובדה שחברה כזו מנהלת כספי לקוחותיו ורוכשת עבורם ניירות ערך, על פי שיקול דעתה (או של מי מטעמה), יוצרת מרחב גדול לניגוד עניינים. לעתים מגלה הלקוח, כי בוצעו בחשבונו פעולות תמוהות, שאין להן הצדקה עסקית או כלכלית ושאינן מתיישבות עם טובת הלקוח או עם האינטרסים שלו. במקרים אלו, נוצר לא אחת הרושם (שאינן לדעת אם הוא מוטעה או מוצדק), כי למנהל התיקים או לחברת ניהול התיקים היו אינטרסים הסותרים את אלו של לקוחה וכי אינטרסים אלו הם שהנחו אותם בביצוע אותן פעולות.

4.5.2 הדרך למנוע מחד גיסא – לזות שפתיים כלפי החברה לניהול התיקים ולמנוע חשדות שווא שאין להם יסוד; ומאידך גיסא – על מנת לוודא שאכן לא ניצלה החברה לרעה את מעמדה אל מול הלקוח ולא פעלה בניגוד אינטרסים, ראוי לחייב כל חברה לניהול תיקי השקעות לחשוף כלפי כל אחד מלקוחותיה את כל אחזקותיה בניירות ערך.

גם אם ייטען על ידי החברה, כי גילוי כזה אינו מתיישב עם חובת הפרטיות שלה ועם סודיות עסקית וכדומה (במיוחד כאשר החברה היא פרטית), הרי שיש לדחות

⁷⁴ יוזכר, כי על מנהל תיקים יחיד נאסר לרכוש ניירות ערך עבור עצמו. ראו סעיף 4(א) לחוק הסדרת הייעוץ.

אינטרסים אלו בפני האינטרסים של הלקוחות. אלה האחרונים זכאים ורשאים לוודא, כי החברה לא ניצלה לרעה את יתרונה על פניהם ואת סמכויותיה הרחבות לניהול כספי הלקוחות. ממילא, ניתן להבטיח גם את סודיות המידע שיימסר ללקוחות, באופן שאלה יידרשו לחתום על מסמך סודיות שימנע פרסום המידע, למעט במסגרת הליכים משפטיים, אם וכאשר יבחר הלקוח לנקוט כאלו כנגד החברת לניהול התיקים.

4.6 עריכת הסכם בכתב

4.6.1 אחת החובות הבסיסיות והמהותיות ביותר של "בעל רישיון", קרי, הן של יועץ השקעות והן של מנהל תיקים, היא עריכת הסכם בכתב עם לקוח ומסירת העתק ממנו ללקוח. כל זאת, בראשית ההתקשרות בין הצדדים ובטרם מתן השירות ללקוח.

4.6.2 ההסכם האמור חייב להיות מפורט ולכלול את כל הפרטים הנוגעים לעניין, כמפורט להלן:⁷⁵

- (1) פרטי זיהוי ונתוני הלקוח וכן טופס זיהוי לקוח מכח חוק איסור הלבנת הון;⁷⁶
- (2) צרכי הלקוח והנחיותיו ליועץ או למנהל התיקים;⁷⁷
- (3) שכר והחזר הוצאות שיחויב בהם הלקוח, ודרך חישובם;
- (4) קביעת זכותו של הלקוח לבטל בכל עת את ההתקשרות עם בעל הרישיון;
- (5) התייחסות לשאלה אם יינתן ללקוח ייעוץ טלפוני, אם לאו;
- (6) אישור של הלקוח, כי ידוע לו שחובת הסודיות המוטלת על בעל רישיון כפופה לחובתו למסור ידיעות על פי כל דין;
- (7) לעניין בעל רישיון שהינו חבר בורסה – הוראה כי ידוע ללקוח שההסכם כפוף לחובותיו של חבר בורסה בהתאם לתקנון הבורסה לפי חוק ניירות ערך.

4.6.3 נוסף לכל האמור לעיל, מורה סעיף 13(ג) לחוק הסדרת הייעוץ, כי יש לכלול בהסכם, שנכרת בין מנהל תיקי השקעות לבין לקוחו, גם את הפרטים הבאים:

75 ראו סעיף 13 לחוק הסדרת הייעוץ.

76 יצוין, כי מכח חוק איסור הלבנת הון, התש"ס-2000, הותקנו צווים בנושאי חובות זיהוי ודיווח של גורמים שונים, ביניהם – מנהלי תיקים. ראו צו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של מנהל תיקים), התשס"ב-2001. מכח צו זה נדרש מנהל התיקים לבצע אימות פרטים של זהות הלקוח (ובמקרה שמדובר בתאגיד – חובה עליו לקבל מסמכים מתאימים באשר לזהות התאגיד, בעלי השליטה בו וכד'). ראו סעיפים 3-4 לצו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של מנהל תיקים), התשס"ב-2001. ראו בעניין זה, גם סעיף 8.5 לפרק זה להלן. לעניין סמכות הרשות לניירות ערך להטיל עיצום כספי (קנס) על מנהל תיקים שאינו ממלא אחר הוראות הצו, ראו גם סעיף 9.6 לפרק זה להלן.

77 יצוין כי פרטים אלו וכן נתוני הלקוח יעודכנו בכל עת שיודיע הלקוח על שינוי בהם. על בעל הרישיון למסור ללקוח העתק המסמך המעדכן פרטים אלו. חשוב לציין, כי גם אם לא הודיע הלקוח על שינוי כאמור במשך שנה, נדרש בעל הרישיון לבדוק ביוזמתו ולוודא כי הפרטים אכן מעודכנים. ראו סעיף 13(ד) לחוק הסדרת הייעוץ.

(1) היקף הסמכויות וייפוי הכח הניתנים על ידי הלקוח למנהל התיקים. כן ייכללו הוראות באשר לאופן ניהול תיק ההשקעות, אם בנאמנות עיוורת או באופן אחר.⁷⁸

- (2) התייחסות לאפשרות, אם קיימת, לקבל אשראי ממנהל התיקים.
- (3) הוראות לעניין סוגי ניירות הערך והנכסים הפיננסיים שייכללו בתיק ההשקעות ושיעורו של כל סוג ביחס לשווי התיק. לחלופין – הוראה כי אלה ייקבעו לפי שיקול דעתו של מנהל התיקים.⁷⁹
- (4) התייחסות לסמכות מנהל התיקים לרכוש ניירות ערך, אופציות או חוזים עתידיים, בשער העולה על שער הבורסה הידוע במועד הרכישה וכן סמכות למכור אותם נכסים בשער הנמוך משער הבורסה הידוע במועד המכירה.

4.6.4 על מנת למנוע עקיפת הוראות החוק לעניין חובותיו של יועץ השקעות ומנהל תיקי השקעות, קבע חוק הסדרת הייעוץ הוראה חריגה, כי מדובר בהוראות קוגנטיות, קרי – כאלו שאין להתנות עליהן. משום כך נקבע, כי תניית פטור בהסכם, הפוטרת את בעל הרישיון מאחריות המוטלת עליו על פי חוק זה או לפי דין אחר, בעניין אופן מילוי תפקידו או המסייגת את אחריותו – בטלה.⁸⁰

4.7 הגבלות על נטילת סיכונים עבור או בשם הלקוח

4.7.1 חוק הסדרת הייעוץ מטיל מגבלות על יכולתו וסמכותו של בעל רישיון בנטילת סיכונים מיוחדים על חשבון לקוחו. כך, למשל, נדרש יועץ השקעות להודיע ללקוח על קיומו של סיכון מיוחד בעסקה ולהבהיר לו מהו אותו הסיכון.

4.7.2 בכל הנוגע למנהל תיקים, המוסמך (להבדיל, מיועץ ההשקעות) לפעול בחשבון הלקוח ולחייבו, הרי שהוא מנוע מלבצע עסקה הכרוכה בסיכון מיוחד בלי שהלקוח

⁷⁸ סעיף 1 לחוק הסדרת הייעוץ מגדיר "נאמנות עיוורת" כ"ניהול תיקי השקעות עבור לקוח אשר אינו רשאי ליתן הוראות או הנחיות בדבר ניירות ערך או נכסים פיננסיים שיירכשו, שיוחזקו או שיימכרו עבורו". יצוין, כי "נאמנות עיוורת" מקובלת במיוחד בקרב אנשים המנועים על פי הדין מלפעול בניירות ערך או כאלה שמוטלות עליהם מגבלות כאשר לביצוע פעולות בניירות ערך, כגון עובדי הרשות לניירות ערך, עובדי הבורסה לניירות ערך או נושאי משרה ודירקטורים בגופים אלו. באופן דומה – עובדים ונושאי משרה אצל חברי הבורסה, לרבות אצל הבנקים. כאמור, לא כל אלו מנועים מלפעול בניירות ערך, וחלקם רק מוגבל בפעילות בניירות ערך, ועל כן לעתים רשאים הללו (ואף מומלץ עבורם) לפעול באמצעות "נאמנות עיוורת", כאמור.

⁷⁹ יצוין, כי הוראה זו לעניין דרך חלוקת כספי הלקוח בין ערוצי ההשקעה השונים, מהווה, ללא ספק, את אחת מהוראות המפתח בנושא זה, שכן באמצעותן יכול הלקוח להתוות את "מדיניות ההשקעה" של כספיו. במיוחד חשובות ההוראות המתייחסות לשיעור או לאחוז של מניות ושל אופציות מעו"ף (או ניירות ערך נגזרים), שמנהל התיקים רשאי לרכוש עבור הלקוח מתוך סך כל התיק.

⁸⁰ ראו סעיף 13(ד) לחוק הסדרת הייעוץ.

פרק י"ג: מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות

נתן אישורו לכך בכתב ומראש. אישור כזה יכול להיות ספציפי – לעסקה מסוימת, או אישור כללי יותר, המתייחס לסוג של עסקאות הכרוכות באותו סוג סיכון.⁸¹

4.7.3 על מנת למנוע כל אי-הבנות וספק, באשר להגדרת "עסקה בעלת סיכונים מיוחדים", נקבעו בסעיף 18 לחוק הסדרת הייעוץ ארבעה מקרים טיפוסיים שייחשבו כעסקה בעלת "סיכון מיוחד":

- (1) עסקה בנייר ערך אשר בתשקיף צוין, כי ההשקעה בו כרוכה בסיכון מיוחד. זאת, כל עוד לא חלפו שנתיים מתאריך התשקיף, והכל – אלא אם כן הסיכון, אשר צוין בתשקיף כאמור, אינו קיים עוד.
- (2) עסקה שכרוכה בה מכירה בחסר (short), כמשמעותה בסעיף 63 לחוק השקעות משותפות, והשאלת ניירות ערך לצורך ביצוע עסקה כאמור.⁸²
- (3) עסקה בחוזה עתידי.
- (4) עסקה אחרת שקבע לעניין זה שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת.

4.7.4 נדמה, שאין ספק, כי הרשימה האמורה לעיל אינה ממצה ואף לא סגורה, ועל כן ניתן להוסיף לה מקרים נוספים, אשר אף הם ייחשבו לעסקה ב"סיכון מיוחד". רשימת ארבעת המקרים המפורטים בסעיף 18(ג) לחוק הסדרת הייעוץ, כמובהר לעיל, כוללת את ארבעת המקרים הטיפוסיים והמייצגים ביותר של "סיכון מיוחד", אך אין לשלול אפשרות שמקרים נוספים ייכנסו לקטיגוריית המקרים המסוכנים.

4.7.5 ראוי להזכיר בהקשר זה מסמך מעניין של הרשות לניירות ערך, אשר נשלח בחודש מארס 2003 לתאגידים בנקאיים ולמנהלי תיקי השקעות וליועצי השקעות. במסמך זה, אשר יצא תחת ידי המחלקה לרישוי ולפיקוח על יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות, נקבעו הנחיות לבעלי הרישיון כיצד לנהוג כלפי לקוחותיהם ואילו אזהרות עליהם להזהירם, בקשר לניהול תיק המושקע בניירות ערך נגזרים, ובמיוחד באסטרטגיה המכונה "דלתא ניוטרל".⁸³

81 ראו סעיף 18(ב) לחוק הסדרת הייעוץ.

82 עסקת מכירה בחסר הינה מכירה של נכס, במקרה זה – נייר ערך, הנעשית כאשר במועד המכירה אין בידי המוכר את הנכס הנמכר. משמע, הוא מוכר נכס שאינו מצוי ברשותו. מכירה כזו אפשרית בפעולות המבוצעות באופציות מעורף, במניות ובחוזים עתידיים.

83 יצוין, כי אסטרטגיית "דלתא ניוטרל" היא אסטרטגיה לניהול תיק של ניירות ערך נגזרים ואופציות מעורף, ולפיה התיק אמור לשקף בכל רגע נתון את המדד (או נכס הבסיס) ממנו הוא מורכב. בדרך זו רמת הסיכון של תיק כזה היא אפס, שכן הדלתא (שהינה הרגישות לשינוי במחיר המניה, או במדד, שהם נכס הבסיס) הינה אפס. יצוין, כי המשמעות המדויקת של "דלתא" הינה השינוי הצפוי בערך האופציה כתוצאה משינוי בערך נכס הבסיס (מניה או מדד מניות). באסטרטגיית "דלתא ניוטרל" או "דלתא אפס" יש לבצע כל העת התאמות בין הרכב התיק לבין נכס הבסיס, על מנת לשמור באורח מתמיד על כך שהדלתא אכן תהיה אפס. בצורה כזו התיק יהיה ללא כל סיכון.

4.7.6 בשל חשיבות הדברים ראוי להביא את הנחיותיה של הרשות לניירות ערך כלשונן:

"מחקירות ומבדיקות שנערכו אל בעלי רשיון ומתלוונות של לקוחות, עולה כי אצל לקוחות מנוהלים רבים קיימת אי בהירות בנושא הסיכונים הכרוכים בהשקעות בנגזרים ובמיוחד ביחס לאסטרטגיה המכונה 'דלתא ניוטרל'. מתברר כי נוצר אצל לקוחות הרושם כאילו הסיכון הכרוך באסטרטגיה זו דומה לסיכון הקיים בהשקעות סולידיות כגון: פק"מ ופקדונות שקליים אחרים. לעמדתנו, הדבר נובע, בין היתר, מכשל הסברתי של בעלי רשיון אשר אינם מסבירים ללקוחותיהם את פרטי האסטרטגיה ואת הסיכון הכרוך בה. יש לציין כי אי הבהירות גורמת לא אחת לנזקים חמורים ללקוחות, נזקים שעלולים לגרום לחוסר אמון בבעלי רשיון. לפיכך כאשר מדיניות ההשקעות בתיקו של לקוח כוללת גם השקעה בנגזרים, יש לנקוט באופן מידי בפעולות הבאות:

1. להסביר ללקוח את מלוא הסיכון הכרוך בהשקעה בנגזרים.
2. להחתים את הלקוח על אישור בכתב לפיו הוא מאשר כי הוא מודע לכך שההשקעה בנגזרים, רכישתם ומכירתם, עלולה להיות כרוכה בסיכון גבוה וכי הוא מודע לכך שקונה אופציה עלול להפסיד את מלוא סכום השקעתו וכי מוכר (כותב) אופציה עלול להיחשף להפסד גבוה מאוד. על הלקוח לחתום על האישור בצירוף תאריך החתימה." (ההדגשות אינן במקור).

4.7.7 בהמשך אותו מסמך מתייחסת הרשות לניירות ערך לתופעה רווחת, שבמסגרתה חויבו לקוחות שבתיקיהם בוצעו פעולות באופציות, בסכומי עמלות גבוהים ביותר. עמלות אלו שחקו את סכום הקרן בתיקי הלקוחות, בעוד שהעמלות זרמו לכיסיהם של מנהלי התיקים ביחד עם חברי הבורסה (בדרך כלל – בנקים) באמצעותם בוצעו הפעולות בבורסה. על כן הנחתה הרשות לניירות ערך את בעלי הרישיון לנהוג כך:

"... לפיכך, יש לנקוט באופן מידי בפעולות הבאות:

1. על מנת שהלקוחות יוכלו להעריך את סכומי העמלות שייגרעו מחשבונותיהם בתקופה מסוימת, יש לעדכן אותם מראש במחיר העמלה לביצוע פעולה באופציה, ולתת להם אמדן של מספר האופציות שעשויות להתבצע בחשבונותיהם בתקופה נקובה ומוגדרת.
 2. בהסכם עם הלקוח יש לגלות את שיעור חלקו של מנהל התיקים בעמלה שחבר הבורסה גובה מהלקוח.
- יצוין כי הוראה זו חלה ..., לא רק לגבי עמלות מפעילות באופציות אלא גם לגבי עמלות מכל סוג של פעילות".

4.7.8 מסמך מאלף זה, שיצא תחת ידי הרשות לניירות ערך, מעיד היטב כי גם הרשות מודעת לכך שתחום ניהול התיקים הינו (או היה) תחום פרוץ, בו קיימת בורות רבה של הלקוחות מחד גיסא, ומידה רבה של פיתוי וסכנה של ניצול לרעה של בורות זו על ידי מנהלי התיקים, מאידך גיסא. ראוי בהחלט, כי הנחיות חשובות אלו (שתוקפן המשפטי היום מוטל בספק), יתורגמו לשפתו של המחוקק וימצאו ביטוי מפורש וברור בלשון חוק הסדרת הייעוץ או תקנותיו.

5. חובות האמון של יועץ השקעות ושל מנהל תיקים

5.1 כללי

5.1.1 על בעל רישיון מוטלות חובות אמון לפעול לטובת לקוחו, ורק לטובתו. למעשה, ניתן לראות את חובת האמון כמורכבת ממספר חובות משנה, אשר כולן בצוותא מרכיבות אותה חובה שקשה להגדירה: ניתן לנסות ולהגדיר את חובת האמון כחובה שראשיתה בחובה לפעול לטובת הלקוח, המשכה – בחובה לגלות ללקוח כל מידע רלוונטי ובחובה להימנע מכל ניגוד עניינים; וסיומה – בחובה שלא להעדיף לקוח אחד על פני משנהו ושלא לפעול באורח המסכן את הלקוח, מעבר לדרוש ומעבר למוסכם בין הצדדים. להלן יפורטו חובות אמון אלו ויוסבר תוכנן.⁸⁴

5.1.2 חובת האמון הכללית של מנהל תיקי השקעות ושל יועץ השקעות הוגדרה בסעיף 11 לחוק, בו נאמר כי חובה על בעל רישיון לפעול לטובת לקוחותיו באמונה ובשקיפה, לא להעדיף את ענייניו האישיים או ענייניו של אדם אחר על פני טובת לקוחותיו, ולא להעדיף את ענייניו של לקוח אחד על פני לקוח אחר.

5.1.3 רכיב נוסף החשוב לעניין זה הינו ההוראה, כי חובות אלו של בעל הרישיון הינן קוגנטיות ואין להתנות עליהן, אלא אם כן נקבעה התנייה כזו בהוראת דין אחרת. משמע, גם הסכמת הלקוח לא תועיל ולא תפטור את בעל הרישיון מחובות האמון המוטלות עליו על פי הדין. זאת, בין אם הסכמה כזו ניתנה בעל פה או בכתב, מראש או בדיעבד, בין ביחס לעסקה מסוימת ובין ביחס לסוגי עסקאות.⁸⁵

5.2 חובת הגילוי הנאות

5.2.1 סעיף 14 לחוק הסדרת הייעוץ קובע, כי יועץ השקעות חייב לגלות ללקוחו, בגילוי נאות, את כל העניינים המהותיים לעסקה המוצעת או לייעוץ הניתן.

84 יש להעיר, כי בהתאם להוראת סעיף 9(ג) לחוק הסדרת הייעוץ, הרי שהוראות פרק ג' לחוק, הדין בחובות האמון והזהירות, חלות גם על בנק ועל תאגיד בנקאי.

85 ראו סעיף 11(ב) לחוק הסדרת הייעוץ.

ראוי להעיר, כי תמוה שהוראה חשובה זו מתייחסת רק ליועץ השקעות ולא למנהל תיקי השקעות, שכן גם האחרון מחויב לגילוי נאות כלפי לקוחו. יתר על כן, נדמה, כי לשונו הכללית של סעיף 14 לחוק הסדרת הייעוץ חוטאת לתכלית החקיקה. כך, למשל, הוראה כללית זו אינה מתייחסת לחובתו (המתבקשת והמשתמעת) של יועץ השקעות וכן של מנהל תיקים לגלות ללקוחו כל מידע שעשוי היה לגרום לו (ללקוח) להתנגד לביצוע פעולה מסוימת בניירות ערך. במילים אחרות, הלקוח אינו יודע מה היועץ או מנהל התיקים יודע בעצמו. הלקוח אף אינו יודע את כל העובדות העשויות להשפיע על שיקול דעתו, הן לעניין פעולה מסוימת שמבצע מנהל התיקים והן לעניין מדיניות ההשקעה בתיק כולו. בלא חובת גילוי רחבה ומקיפה (ובשונה מהנוסח הכללי והסתמי של סעיף 14 לחוק), לא ניתן יהיה ליצוק תוכן של ממש לחובת הגילוי וזו תישאר אות מתה בספר החוקים.

5.2.2 ראוי היה, שהמחוקק יגדיר באורח ברור ומפורש, כי בעל רישיון (ולא רק יועץ השקעות) מחויב לגלות ללקוחו כל מידע, ולא רק מידע הרלוונטי ל"עסקה המוצעת" או ל"ייעוץ הניתן", אלא כל מידע, הרלוונטי לכל פעילות שמבצע מנהל התיקים בחשבון הלקוח. ויודגש, אין הכוונה רק למידע הנוגע לניגוד עניינים, נושא המטופל באורח נפרד בחוק. הכוונה היא לכל מידע שיודע מנהל התיקים, אשר עשוי לשנות את מדיניות ההשקעה ומדיניות ניהול התיק או לשנות את הנחיותיו של הלקוח עצמו למנהל התיקים.

להמחשה: אם יודע מנהל התיקים, כי בשל גורמים מאקרו-כלכליים צפויה הבורסה לרדת בחודשים הקרובים, יש למידע זה חשיבות רבה לגבי מדיניות ההשקעה בתיק הלקוח. ייתכן, כי בנסיבות אלו ראוי שלקוח, אשר נתן הנחיה לנהל תיק מנייתי (קרי, כזה המבוסס ברובו על השקעה במניות), ישנה את הנחיותיו למנהל התיקים, יעבור לניהול תיק סולידי יותר ויקטין את הרכיב המנייתי. ואולם, אם מנהל התיקים לא ישתף במידע זה את לקוחו, וגם לא יפעל להקטנת הרכיב המנייתי בעצמו, הרי שהנחייתו המקורית של הלקוח אינה רלוונטית עוד והיא מוטעית. בלא מסירת מידע ללקוח, לא יוכל הלקוח לשנות את מדיניות ההשקעה. במצב דברים זה הוא נותר סומא בעלטה, בעוד מנהל התיקים אוחז בידו את הפנס להאיר את דרכו. בלעדי הארה זו ימשיך הלקוח ויסבול מחשיכה ממושכת, קרי – יסבול מהפסדים כבדים בהשקעותיו. מחובתו של מנהל התיקים ליידע, אם כן, את הלקוח אודות כל מידע שעשוי לשנות את מדיניות ההשקעות בתיק הלקוח. וכל זאת, ביוזמתו של מנהל התיקים, שאם לא כן – מתרשל הוא בתפקידו.

5.3 איסור על הימצאות בניגוד עניינים

5.3.1 כפועל נגזר מחובתו של בעל רישיון שלא להימצא במצב של ניגוד עניינים בין טובתו לבין טובת הלקוח, קבע חוק הסדרת הייעוץ הוראות המחייבות בעל

רישיון להודיע ללקוח על ניגוד עניינים בינו או בין התאגיד המורשה, בו הוא עובד או שותף.⁸⁶ ההודעה חייבת להיעשות בכתב, והוראה זו חשובה ביותר, שכן היא מונעת מבעל הרישיון להסתפק בטענה כי הודיע על ניגוד העניינים ללקוח בעל פה. הודעה בכתב תסלק כל ספק בנושא זה. זאת ועוד, בעל הרישיון חייב להימנע מלבצע כל פעולה שיש בה ניגוד עניינים, אלא אם כן הסכים לכך הלקוח, בכתב ומראש, באופן מפורש ביחס לאותה עסקה.

5.3.2 יש להעיר בתמיהה מסוימת, כי המחוקק מצא לנכון להטיל את החובות בנושא זה על בעל הרישיון עצמו, באופן אישי ונמנע מלהטיל חובה כזו גם על התאגיד בעל הרישיון, וחשוב מכך – על הנהלתו. לא ברור בעניין זה מה טעם מצא המחוקק להבחין בין תאגיד רגיל, שהוא ונושאי המשרה בו מחויבים ועלולים לשאת באחריות אישית להפרת חובות אמון, לבין תאגיד בעל רישיון, אשר לפי חוק הסדרת הייעוץ פטור מחובות אלו. ממילא ברור, כי אכיפה יעילה תתבצע רק כאשר הנהלת התאגיד המורשה תהיה אחראית למצב של ניגוד עניינים ולפגיעה באינטרסים של הלקוחות עקב כך.

5.4 איסור העדפה

5.4.1 במתן ייעוץ להשקעות או בניהול תיקי השקעות נאסר על בעל רישיון להעדיף ניירות ערך או נכסים פיננסיים שלו או של תאגיד הקשור לתאגיד שבו הוא עובד או שותף.⁸⁷

משמעות הוראה חשובה זו, כי בעל רישיון אינו רשאי, למשל, להמליץ או להעדיף (באמצעות רכישה) ניירות ערך של תאגיד הקשור לתאגיד בעל הרישיון, בו הוא עובד או משמש כשותף. זאת, אם המלצה כאמור אינה עניינית ואינה לטובת הלקוח. להמחשה, אם מנהל תיקים עובד בחברה א' הנשלטת על ידי בנק מסחרי (או על ידי תאגיד הקשור לתאגיד הבנקאי), אזי נאסר על מנהל התיקים או על יועץ ההשקעות לרכוש מניות של אותו בנק או יחידות בקרנות נאמנות הקשורות לאותו בנק, וזאת – באופן לא-ענייני (קרי שלא לטובת הלקוח).

מובן, שהאיסור האמור בדבר העדפה, אינו בא למנוע או לאסור רכישת מניות של אותו בנק, בדוגמא לעיל. אלא, שנאסר על בעל הרישיון להעדיף, במדיניות ההשקעות שהוא מנהל עבור הלקוח, רק אותן מניות הבנק, ולבכר אותן על פני מניות אחרות. מטבע הדברים, קשה עד מאוד לקבוע מהי "העדפה" כאמור, שכן כל טענה בדבר "העדפה" תחייב להוכיח, ראשית לכל, כי מדובר בהעדפה שאינה עניינית, קרי – כי אותו נייר ערך לא היה ראוי כלל להשקעה ולרכישה. נוסף לכך, תמיד יוכל יועץ ההשקעות בבנק או בחברת ניהול תיקים הקשורה לבנק, למשל, לטעון, כי הרכישה

86 ראו סעיף 15 לחוק הסדרת הייעוץ.
87 ראו סעיף 16(א) לחוק הסדרת הייעוץ.

דיני ניירות ערך

של קרן הנאמנות או המניה הקשורות לאותו בנק, הינה אכן השקעה טובה וראויה מבחינה עניינית. לפי טיעון זה, הרכישה של ניירות ערך הקשורים לבנק דווקא נועדה לשרת את טובת הלקוח.

כמובן, קיים קושי אמיתי להכריע בכל מקרה אם היתה בכגון דא העדפה פסולה, ואם המניע שהדריך את פעולותיו של פקיד הבנק הוא טובת הבנק לבדו, או שמא הוא פעל עבור שני אדונים במקביל: הן הבנק והן הלקוח. גם אם כך עשה הפקיד, קשה יהיה להכריע בעניין זה בהעדר ראיות להעדפה שיטתית של הפקיד ולאורך זמן של רכישת ניירות ערך השייכים לבנק. ייתכן אף שתידרש הוכחה "כמותית", קרי, הוכחה כי חלק ניכר או גדול, באופן יחסי, של תיק הלקוח מורכב מניירות ערך של הבנק או של תאגידים, קרנות וכד' הקשורים לבנק.

במידה שיתחוויר בדיעבד, כי יועץ ההשקעות העדיף באורח ברור ובולט ניירות ערך הקשורים דווקא לבנק, במישרין או בעקיפין, בלא שיש לכך הצדקה עניינית, יעיד הדבר על הפרת החובות כלפי הלקוח.

לדוגמא, אם יועץ ההשקעות בדוגמא האמורה לעיל, המליץ ללקוח או רכש בעבורו על פי החלטתו או ייעוץ, מספר קרנות נאמנות וכולן (או מרביתן) של אותו בנק דווקא, יתעורר הספק שמא שיקוליו לא ענייניים: יהיה מקום לבדוק האמנם הקרנות שנרכשו היו בעלות התשואות הגבוהות ביותר (לפי המידע שהיה ידוע במועד הרכישה); האם לא היו קרנות מתחרות של בנקים אחרים, בעלות אותה התמחות; ואם לא ניתן היה לרכוש (לפחות בחלק מכספי התיק) גם יחידות השתתפות של קרנות נאמנות המנוהלות על ידי חברות פרטיות או קטנות. שכן, הניסיון מלמד כי קרנות אלו משיגות לא אחת תשואות העולות על כל האחרות בשוק הישראלי. יובהר, כי כל האמור לעיל חל לא רק ביחס ליועצי השקעות בבנקים המסחריים בישראל, אלא גם בחברות לניהול תיקים, שחלקן מנהל קרנות נאמנות בישראל או קשור לתאגידים המנהלים קרנות כאלו.

5.4.2 אין ספק בהקשר זה, כי קרנות הנאמנות של הבנקים הינן מוקד מרכזי לניגוד עניינים ולחשש של ניצול עוצמתם של הבנקים. לא במקרה מצליחות קרנות הנאמנות של הבנקים הגדולים בישראל לגייס סכומי עתק כמעט בלא מאמץ.⁸⁸ אין גם ספק, שחלק ניכר מהלקוחות הרוכשים את יחידות ההשתתפות באותן קרנות הוא לקוחות

88 מדיעות בעיתונות בחודש נובמבר 2003 עולה, כי קרן נאמנות חדשה של חברת פסגות-אופק (קרן פסגות עד 120) הצליחה לגייס סכום עתק של כ-1.7 מיליארד ש"ח ביום הראשון להשקתה, עובדה שעוררה באורח מיידי את החשש והחשד כי הגיוס הצליח בשל "גיוס" לקוחות בנק לאומי, השולט בחברת פסגות-אופק. החשש הוא מכך שלא כובדו הוראות חוק הסדרת הייעוץ בנושא העדפת ניירות ערך של הבנק או כאלו הקשורים אליו. לאור זאת, דווח, כי יו"ר הרשות לניירות ערך זימן אליו לשיחת הבהרה הן את יו"ר דירקטוריון בנק לאומי והן את המנכ"ל. יצוין עוד, כי במהלך אותו חודש, דווח בעיתונות בישראל, כי הרשות לניירות ערך הזהירה פעם נוספת את בנק לאומי מפני עבירה על הוראות חוק הסדרת הייעוץ בעקבות גיוס גדול נוסף של קרן פיא-גילון, בסך של כ-700 מיליון ש"ח, ביום אחד בלבד.

אותו בנק. עובדה זו מעידה, כי החשש מניצול לרעה של כוחם ועוצמתם של הבנקים, ויכולת השיווק שלהם כלפי ציבור לקוחותיהם, אינו חשש בעלמא.

5.4.3 היבט נוסף של איסור ההעדפה קשור להנפקות. איסור זה מורכב משני רכיבים:

ראשית, נאסר על מנהל תיקים להזמין (במסגרת הנפקה) עבור לקוח ניירות ערך, שתאגיד קשור אליו או תאגיד הקשור לתאגיד שבו הוא עובד, משמשים חתם להצעתם. זאת, אלא אם כן הסכים לכך הלקוח מראש ובכתב.⁸⁹ אם רכש מנהל התיקים ניירות ערך כאלו עבור לקוחו, חייב הוא לדווח ללקוח על הזמנת ניירות הערך בהנפקה, בתוך 30 יום ממועד ביצוע ההזמנה.

שנית, נאסר על מנהל תיקים לרכוש ללקוח ניירות ערך, שתאגיד קשור אליו או תאגיד הקשור לתאגיד שבו הוא עובד, שימש חתם להצעת אותם ניירות ערך, אלא אם כן הסכים לכך הלקוח מראש ובכתב, ביחס לעסקה מסוימת. וזאת, כל עוד לא חלפו שלושה חודשים ממועד קיום ההתחייבות החיתומית. חלפה תקופה, העולה על שלושה חודשים אך קצרה משישה חודשים ממועד קיום ההתחייבות החיתומית, רשאי מנהל תיקים לרכוש עבור לקוח ניירות ערך כאמור, אם הסכים לכך הלקוח מראש ובכתב.

במילים אחרות, במהלך שלושה חודשים נדרשת הסכמה ספציפית ובכתב של הלקוח לביצוע עסקה מסוימת בניירות ערך, בהם התאגיד האמור שימש כחתם. ואילו, במהלך התקופה שבין 3–6 חודשים ממועד ההתחייבות החיתומית, די בהסכמה כללית (אך בכתב) של הלקוח.

5.4.4 במידה שתבוצע רכישה של ניירות ערך כאמור, קובע סעיף 16(ד) לחוק הסדרת הייעוץ, חייבת היא להתבצע במסגרת המסחר בבורסה (ולא בעסקה מחוץ לבורסה, כדי למנוע עסקאות מפוקפקות). כן היא חייבת להתבצע בשער שלא יעלה על שער הבורסה הידוע במועד הרכישה, ואף הוראה זו נועדה למנוע עסקאות מפוקפקות וכאלו שיבוצעו שלא לטובת הלקוח. בכל מקרה, נדרש מנהל התיקים לדווח ללקוח בכתב על רכישה של ניירות ערך, כאמור, בתוך 30 ימים ממועד הרכישה.

5.5 איסור קבלת תמריצים

כחלק מחובת האמון של בעל הרישיון, ולמעשה – כחלק מהשאיפה למנוע ניגוד עניינים, קובע הדין, כי נאסר על בעל רישיון לקבל טובת הנאה כלשהי בקשר עם מתן ייעוץ, ביצוע עסקה או הימנעות מביצוע עסקה. זאת, למעט קבלת שכרו והחזר הוצאות מטעם הלקוח, כפי שנקבע בהסכם שבין הצדדים.⁹⁰

89 ראו סעיף 16(ב) לחוק הסדרת הייעוץ.

90 ראו סעיף 17 לחוק הסדרת הייעוץ.

יובהר, עם זאת, כי ניתן להתנות על הוראה זו ויכול בעל הרישיון לקבל את הסכמת הלקוח בכתב ומראש לכך שיינתנו "תמריצים". במקרה של הסכמה כזו נדרש, כי הלקוח יסכים במפורש לסוג המוסכם של טובת ההנאה. החובה לקבל את הסכמת הלקוח מתייחסת הן לטובת הנאה חד-פעמית והן לקבועה, או רב-פעמית. זאת ועוד, מנהל התיקים חייב לדווח ללקוח על קבלת טובת ההנאה תוך 30 ימים מקבלתה. האמור בסעיפים 5.3–5.4 לפרק זה לעיל, ביחס לסכנה של ניצול לרעה של תמימות הלקוחות ובורותם, נכון גם לעניין האיסור על קבלת תמריצים, ולא נחזור על הדברים.

5.6 חובת התאמת השירות לצרכי הלקוח

בעל רישיון חייב להתאים, ככל האפשר, את הייעוץ שהוא נותן ללקוחותיו או את אופי העסקאות שהוא מבצע בעבורם, לצרכי הלקוח ולהנחיותיו.⁹¹ בכל מקרה, אמור בעל הרישיון לפעול רק לאחר שבירר עם הלקוח את מצבו הכספי, לרבות – ניירות ערך והנכסים הפיננסיים שלו, את מטרות ההשקעה ואת שאר הנסיבות הנוגעות לעניין, ככל שהלקוח הסכים למסור מידע לגבי אלה. הוראה זו נועדה להבטיח, כי מנהל התיקים או יועץ ההשקעות לא יתעלם מצרכיו של הלקוח ומנסיבותיו האישיות.

ניתן להמחיש זאת בדוגמא הבאה: לקוח מבקש להשקיע כספים שקיבל ממכירת דירת מגוריו, וזאת למשך שלושה חודשים בלבד, עד אשר יצטרך לשלם עבור דירתו החדשה. במקרה כזה ברור, כי מדובר על לקוח המבקש לשמור, ראשית לכל, על ערך כספו (על סכום הקרן), וברור גם, כי הוא יזדקק לכספו בתוך זמן לא רב. לאור זאת ברור, כי מדיניות השקעה מסוכנת, למשל בחוזים עתידיים, עשויה להיחשב כבלתי מתאימה. הוא הדין בהשקעה שיכולה להניב פירות רק לאחר אחזקה ממושכת.

5.7 חובת סודיות

חלק בלתי נפרד מחובת הנאמנות של בעל רישיון כלפי לקוחו, היא חובתו לשמור על סודיות מירבית של כל ענייני הלקוח.⁹² חובת סודיות זו משתרעת על כל מידע שמסר הלקוח ליועץ ההשקעות או למנהל התיקים, לרבות – מסמכים שמסר לו ותוכנם, וכל פרט אחר המתייחס לפעולות שלגביהן יעץ ללקוח או שביצע אותן לחשבונו.

חובת סודיות זו תיסוג, כמובן, בכל מקרה בו קיימת חובה על בעל הרישיון, מכח הדין, למסור או לגלות מידע הנוגע ללקוח. הגבלה נוספת על חובת הסודיות אפשרית במסגרת ההסכם שייחתם בין בעל הרישיון לבין לקוחו, ובלבד שהלקוח ויתר בו במפורש על חובת הסודיות כלפי אדם שצוין באותו הסכם. מלשון סעיף 19(א) סיפא לחוק הסדרת הייעוץ עולה, כי ויתור הלקוח על חובת הסודיות אפשרי רק ביחס לאדם מסוים, ששמו יצוין במפורש באותו הסכם, וכי אין ולא יהיה תוקף לו ויתור כללי ובלתי מסויג או בלתי מסוים של חובת הסודיות.

91 ראו סעיף 12 לחוק הסדרת הייעוץ.

92 ראו סעיף 19 לחוק הסדרת הייעוץ.

5.8 הוראות קוגנטיות

על מנת למנוע עקיפת הוראות החוק בנושא חובותיהם של יועץ השקעות ומנהל תיקי השקעות, נקבע בחוק הסדרת הייעוץ, באורח חריג, כי מדובר בהוראות קוגנטיות, קרי – כאלו שאין להתנות עליהן: סעיף 13(ד) לחוק הסדרת הייעוץ מורה, כי לא יהא תוקף לתניית פטור בהסכם, הפוטרת את בעל הרישיון מאחריות המוטלת עליו על פי חוק זה או לפי דין אחר, בעניין אופן מילוי תפקידו או כזו המסייגת את אחריותו.

6. חובות הזהירות של מנהלי תיקי השקעות ושל יועצי השקעות

6.1 אחת החובות המרכזיות המוטלות על בעל רישיון לפי חוק הסדרת הייעוץ, היא החובה לנהוג בזהירות ובמיומנות, כנדרש מבעל מקצוע מיומן בתחום ייעוץ להשקעות וניהול תיקי השקעות.

חוק הסדרת הייעוץ צועד בעניין זה אחר הוראות דומות בחוק החברות ובפקודת הנזיקין, המסדירות את חובת הזהירות של בעל מקצוע ובעל תפקיד. החוק קובע, כי בעל רישיון יפעל כפי שבעל רישיון סביר היה נוהג בנסיבות דומות, וינקוט את כל האמצעים הסבירים להבטחת ענייניהם של לקוחותיו.⁹³

6.2 חובת הזהירות והמיומנות הינה, מטבע הדברים, קשה להגדרה ברורה. קשה עוד יותר להכריע, בכל מקרה, אם פעל בעל הרישיון באופן זהיר ומילא אחר חובות הזהירות שלו. אם קיים קושי לקבוע מה אמור כל בעל מקצוע או בעל תפקיד סביר לעשות על מנת למלא את חובתו, הרי שקושי זה מתעצם שבעתיים עת מדובר בניהול תיקי השקעות ובייעוץ להשקעות. זאת, מאחר שבתחום ההשקעות קיימת ופועלת, במקביל ובו-זמנית, שורה ארוכה של גורמים שונים, המשפיעים כל אחד בנפרד על תוצאות ההשקעה. משום כך, ההכרעה בשאלה, אם פעל מנהל תיקים או יועץ השקעות ברשלנות או באורח לא מיומן, אינה פשוטה כל עיקר. לא אחת מחייבת הכרעה כזו בדיקה פרטנית של פעולותיו השונות של בעל הרישיון, תוך השוואה לנתונים שהיו קיימים בשוק ההון במועדי ביצוע אותן פעולות, או תוך השוואה למדדי השקעה חלופיים בבורסה.

למשל, תביעת לקוח כנגד מנהל תיקים, שעניינה ניהול רשלני של התיק, תחייב לעתים קרובות גם הגשת חוות דעת של מומחה, או התייחסות מקצועית אחרת למדדי השקעה חלופיים הרלוונטיים לתיק הלקוח ולמדיניות ההשקעה שנקבעה בו.⁹⁴

93 ראו סעיף 20 לחוק הסדרת הייעוץ. השוו בעניין זה את הגדרת חובת הזהירות של נושא משרה, כאמור בסעיף 253 לחוק החברות, התשנ"ט-1999, וכן ראו סעיף 35-36 לפקודת הנזיקין [נוסח חדש].

94 כך, למשל, בתיק שהוגדר כבעל רכיב מנייתי דומיננטי, יהיה מקום להראות מה היתה תשואת מדד המניות בבורסה בתקופה המקבילה לתקופת ניהול התיק, ולעתים – תוך השוואה למדדי מניות ספציפיים הרלוונטיים לאופי תיק הלקוח.

6.3 יש לזכור, כמובן, כי לא כל הפסד כספי ללקוח משמעו רשלנות של מנהל התיקים. ניהול תיקים אינו תחום חסין מהפסדים. נהפוך הוא: זהו תחום מסוכן על פניו ולו בשל העובדה שהשקעה במניות, באופציות וביתר סוגי ניירות הערך, הינה השקעה תגודתית היודעת עליות ומורדות. יתר על כן, חלק ניכר משינויי שערי ניירות הערך הוא בלתי צפוי ונעדר כל הסבר מדעי. כשם ששערי המניות וניירות הערך יורדים בכורסה מעת לעת, כך ברור, כי גם תיק המנוהל על ידי מנהל תיקי השקעות יכול לסבול מהפסדים עקב ירידות שערים בכורסה. משום כך, לא כל הפסד לתיק הלקוח מעיד, כאמור, על רשלנות או על פגם אחר בניהול התיק. רשלנות תתקיים כאשר מנהל התיקים ניהל מדיניות השקעות שאינה אחראית, אינה זהירה ואינה איכפתית. למשל, כאשר ניכר שמנהל התיקים הזניח את התיק ולא ביצע פעולות המתחייבות לנוכח מצב השוק.

לדוגמא, אם בתקופה של ירידת שערים, מנהל התיקים אינו מנסה לצמצם נזקים ולממש את התיק בשערים גבוהים יחסית, על מנת למזער את הפסדי הלקוח, ומתחוויר, כי מנהל התיקים אינו מגיב באורח עירני לנעשה בשוק המניות ואינו מתאים ביוזמתו את ניהול התיק להתפתחויות ולהתרחשויות בכורסה, אזי ברור כי הוא פועל שלא באורח מיומן, זהיר ואחראי.

6.4 לסיום נושא זה ייאמר, כי כפי שכבר צוין לעיל, גם חובת הזהירות והמיומנות של מנהלי התיקים הינה חובה קוגנטית כזו שאין להתנות עליה. משום כך קובע סעיף 13(ד) לחוק הסדרת הייעוץ, כי תניית פטור בהסכם, הפוטרת את בעל הרישיון מאחריות המוטלת עליו על פי חוק זה או לפי דין אחר, בעניין אופן מילוי תפקידו או המסייגת את אחריותו – בטלה.⁹⁵

7. זכות התביעה כנגד מנהלים של תיקי השקעות ויועצי השקעות

7.1 כללי

חוק הסדרת הייעוץ ממשיך את מדיניותו, השגויה עם כל הכבוד, של המחוקק הישראלי וגם של הרשות לניירות ערך. אלה רואים (כעולה מלשון החוק דהיום) בענישה הפלילית את חזות הכל בדיני ניירות ערך ואינם מייחסים חשיבות ראויה לאכיפה אזרחית, כאמצעי לאכוף את הוראת הדין.

ביטוי לגישה זו ניתן למצוא בכך שחוק הסדרת הייעוץ נעדר הוראה כלשהי המקנה זכות תביעה אזרחית, פרטית, למי שנפגע מפעילויותיהם של יועצי השקעות או של מנהלי תיקי השקעות. זאת, בדומה להימנעותו של המחוקק מלהעניק זכות תביעה

⁹⁵ יצוין עוד, כי סעיף 9(ג) לחוק הסדרת הייעוץ קובע, כי הוראות פרק ג' לחוק, הדין, בין היתר, בחובת הזהירות של בעל רישיון, יחולו גם על ייעוץ להשקעות בבנקים ובתאגידים בנקאיים.

אזרחית, ברורה, מפורשת ומוגדרת, למשקיע מן הציבור בגין עבירות של שימוש במידע פנים, תרמית בניירות ערך או בגין עבירות גילוי ודיווח.⁹⁶ אך טבעי היה, כי חקיקה חדשנית וחשובה כל כך, כמו חוק הסדרת הייעוץ, תכלול הוראה המעניקה זכות תביעה כזו באופן ברור, תוך קביעת עילה אפשרית של תביעה כזו וסעדיה האפשריים. הנזק, בהימנעותו של המחוקק מהגדרת זכות תביעה כזו בחוק הסדרת הייעוץ, הינו גדול, שכן עלול להיווצר רושם (מוטעה), כאילו בהימנעותו זו הביע המחוקק דעתו, כי אין ללקוחו של מנהל תיקי השקעות או של יועץ ההשקעות זכות תביעה כנגדו בגין הפרת חובה מחובותיו. ולא היא, כמובן. זכות תביעה כזו בוודאי קיימת מכח העקרונות הכלליים של דיני החוזים, דיני השליחות, דיני הנזיקין, דיני הנאמנות, ועוד. ובכל זאת, אך מתבקש שחוק הסדרת הייעוץ היה מגדיר במילים ברורות זכויות תביעה אלו. בכך היה תורם המחוקק לאכיפה יעילה, טובה ונמרצת יותר של הוראת הדין. הניסיון מלמד, כי אכיפה פרטית ואזרחית יעילה פעמים רבות לא פחות מאכיפה פלילית וכי היא יכולה לסייע ולהשלים אכיפה מצד הרשות לניירות ערך. ככלות הכול, לרשותה של רשות זו עומדים אמצעים מוגבלים בזמן, בכסף ובכח אדם.

7.2 זכות התביעה כנגד מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות

בשל טיבו ומורכבותו של תחום הייעוץ להשקעות וניהול תיקי השקעות הרי שהכרעה בשאלה – אם התרשל מנהל תיקים או יועץ השקעות – אינה פשוטה כל עיקר. כפי שהובהר לעיל, הכרעה כזו מחייבת, לעתים קרובות, בדיקה פרטנית של פעולותיו השונות של בעל הרישיון, תוך השוואה לנתונים שהיו קיימים בשוק ההון במועדי ביצוע אותן פעולות.

לא אחת קורה שלקוח, המגלה בדיעבד כי תיק ניירות הערך שלו סבל מהפסדים כבדים, פונה לבדוק אפשרות של הגשת תביעה כנגד מנהל התיקים. תביעה כזו מבוססת על כך שמנהל התיקים, אליבא ד'הלקוח, הוא אשר קיבל את ההחלטות על מדיניות ההשקעות בתיק. זאת, גם אם הלקוח הוא שקבע באורח כללי את המדיניות הכללית הרי שמנהל התיקים הוא אשר החליט, בכל רגע נתון, אילו ניירות ערך למכור ואילו לרכוש. לקוח כזה רואה במנהל התיקים את האחראי הראשי להפסדים שנגרמו לו ולחשבונו.

בקובעו, כי מנהל התיקים ויועץ ההשקעות חבים ללקוחם חובת זהירות, קבע למעשה חוק הסדרת הייעוץ, כי אם יפרו בעלי הרישיון האמורים את חובתם זו, הם עלולים להיתבע על ידי לקוחותיהם בגין הפסדים שנגרמו בשל רשלנותם ובגין הפרת חובת הזהירות המוטלת עליהם. ואולם, אין לשכוח, כי, כפי שהוסבר בסעיף 6.3 לעיל, אין דין הפסדים כדין רשלנות. לא כל הפסד בתיק הלקוח אכן מוכיח כי מנהל התיקים

96 ראו דיון בעניין העדר זכות תביעה אזרחית פרטית, גם בפרקים ט' ו'י' לספר זה, העוסקים בעבירות של שימוש במידע פנים ותרמית בניירות ערך.

התרשל. שערי מניות (וניירות ערך אחרים) עולים תדירות, ובאותו אופן הם גם יורדים. אין, כמובן, הנחה בסיסית כי מנהל התיקים אשם בכל הפסד הנגרם בתיק.

משום כך, לקוח הסבור כי מנהל התיקים התרשל בעבודתו, יידרש להוכיח התקיימות של מספר עובדות:

ראשית, מאחר שהמחוקק כבר קבע את חובת הזהירות המושגית של מנהל התיקים, על הלקוח להראות, כי מתקיימת גם הפרה של חובת הזהירות הקונקרטיית. במילים אחרות, עליו להראות לא רק כי הדרך בה פעל מנהל התיקים היתה שגויה ומוטעית, אלא גם כי מנהל התיקים סביר (קרי – מנהל תיקים אחראי, מיומן וזהיר) היה פועל אחרת. על הלקוח להוכיח, כי מנהל התיקים סביר, זהיר ומיומן, לא היה נוקט את הדרך בה פעל מנהל התיקים.

כן יש להוכיח, כי אילו היה פועל מנהל התיקים בדרך חלופית, היה יכול להשיג תוצאה טובה יותר. נוסף לכל אלו, על התובע להוכיח את קיומו של קשר סיבתי בין פעולות המנהל לבין הנזק שנגרם. בעניין זה הקושי אינו להוכיח קשר סיבתי רגיל (שכן ברור, כי כתוצאה מהפעולות נגרם הפסד), אלא בעיקר – להוכיח כי אין מתקיים גורם המנתק את הקשר הסיבתי (גורם מתערב זר). גורם אפשרי כזה הוא נסיבות חיצוניות, כלל משקיות, מאקרו-כלכליות, פוליטיות וכדומה, אשר עלולות להשפיע על מדדי המניות ועל שוק ההון בכלל. ירידות שערים כלליות, למשל, שאינן ייחודיות לתיק הלקוח, בוודאי יקשו עליו לטעון כי הפסדיו נבעו מפעילותו הרשלנית של מנהל התיקים.⁹⁷

8. חובות הדיווח של מנהלי תיקי השקעות ושל יועצי השקעות

8.1 חובת רישום פעולות

סעיף 25 לחוק הסדרת הייעוץ קובע:

“(א) מנהל תיקים ינהל רישומים של כל עיסקה שביצע עבור לקוח.

“(ב) יועץ השקעות ינהל רישומים של כל פעולות ייעוץ שנתן ללקוח.”

הן מנהל תיקים והן יועץ השקעות מחויבים בניהול רישומים מפורטים של כל עסקה וכל ייעוץ, על פי העניין, שנתנו או שביצעו עבור לקוחותיהם.

8.2 חובת דיווח ללקוח

8.2.1 מנהל תיקי השקעות מחויב בחובות דיווח מפורטות ללקוחותיו, וזאת, כחלק מחובתו לפעול עבורם בנאמנות וביושר. לקוח של מנהל תיקים או של יועץ השקעות

⁹⁷ יצוין, עם זאת, כי גם במקרה כזה יש מקום לבחון, אם ההפסד שנגרם בתיק הלקוח אכן תואם את שיעור ירידת מדדי המניות הרלוונטיים, או שמא הוא חורג מהם באופן משמעותי. אם אכן יש חריגה כזו, ייתכן שבנוסף להשפעת ירידת השערים הכללית, התרשל מנהל התיקים.

זכאי לדעת אילו פעולות בוצעו עבורו, אילו סכומים נגבו ואילו תוצאות הניבו הפעולות שבוצעו בחשבוננו. כמו כן זכאי הוא לדעת אם תיק ההשקעות שלו הניב רווחים או הפסדים, מה הרכבו המדויק של התיק ומה שווי. על כן, קובע חוק הסדרת הייעוץ, כי מנהל תיקים ימציא ללקוח אחת לשלושה חודשים לפחות, דין וחשבון מפורט על הרכב תיק ההשקעות שלו.⁹⁸ דו"ח זה יכלול פירוט הסכומים בחשבון, פירוט שכר והוצאות שנגבו מהחשבון וכן – פירוט העסקאות שביצע עבור הלקוח בתקופה שחלפה ממועד הדין-וחשבון הקודם. ראוי להדגיש במיוחד, כי חובה על מנהל התיקים לציין באותו דיווח ללקוח את העסקאות שביצעו כרוך בסיכון מיוחד ואת העסקאות באשראי, אם וככל שהיו כאלה בחשבון הלקוח.⁹⁹

8.2.2 מנהל תיקים נדרש להמציא ללקוחו פרטים נוספים בכל עת, על פי דרישת הלקוח, בין בנוגע למצב תיק ההשקעות שלו או חשבוננו הכספי ובין בנוגע לעסקה מסוימת. יש להעיר, כי החוק מתיר למנהל התיקים לסרב לבקשה כזו, אם מצא שהיא בלתי סבירה. ואולם, ברור, כי גם החלטה כזו מצידו של מנהל התיקים צריכה לעמוד במבחן הסבירות. אם יתברר, למשל, כי מנהל תיקים סירב למסור מסמכים או דיווח ללקוח ממניעים זרים, כגון בשל רצון להסתיר הפסדים או להסתיר פעולות בניגוד עניינים או פעולות בין לקוחות שונים שלא בדיעת הלקוח וכדומה, אזי מפר מנהל התיקים את חובת האמון שלו כלפי לקוחו.

יודגש עוד, כי ההוראה האמורה בסעיף 26(ג) לחוק, באשר לסמכות מנהל התיקים לסרב למסור מסמכים ללקוחו, מתייחסת אך ורק לבקשת לקוח החורגת מהחובה הרגילה של מסירת מסמכים. במילים אחרות, באשר לחובות הדיווח הרגילות והשוטפות, כמפורט בסעיף 26(א) לחוק, אין למנהל התיקים כל שיקול דעת וכל סמכות להימנע ממסירתם ללקוח. רק באשר לדיווחים נוספים, על אלו שהוא מחויב למסור על פי הדין, הוא רשאי לסרב. גם זאת, כאמור, רק אם בקשת הלקוח אינה סבירה ורק אם סירוב מנהל התיקים נעוץ בנימוק ענייני ואין מקורו במניעים זרים.

8.2.3 הדו"ח שמוסר מנהל התיקים ללקוחו, חייב לכלול בהתאם להוראת סעיף 26 לחוק, גם את הפרטים האלה:¹⁰⁰

(1) שם המבטח.

(2) תקופת הביטוח.

98 ראו סעיף 26 לחוק הסדרת הייעוץ.
99 יצוין, כי באשר לתיק המנוהל בדרך של "נאמנות עיוורת", ייעשה הדיווח במתכונת, במועדים ובתנאים שפורטו בהסכם בין הלקוח למנהל התיקים. לקוח רשאי כאמור לתת מראש ובכתב את ההסכמות הדרושות לפי חוק זה, כולן או חלקן. ראו סעיף 26(ב) לחוק הסדרת הייעוץ.
100 ראו תקנה 9 לתקנות הסדרת הייעוץ.

דיני ניירות ערך

- (3) פרטי הבנק שנתן ערבות בנקאית ותוקפה.
- (4) קיומו של פיקדון או פיקדון ניירות ערך למשמרת כתחליף לביטוח, כאמור בתקנה 6 לתקנות הסדרת הייעוץ.
- (5) השם והפרטים של עורך הדין או רואה החשבון הנאמן כאמור בתקנה 7 לתקנות הסדרת הייעוץ.

8.3 חובת דיווח לרשות לניירות ערך

8.3.1 חוק הסדרת הייעוץ העניק סמכויות פיקוח ורשות לניירות ערך על פעילותם של מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות. בכך מצוי אחד החידושים החשובים של חוק זה. במסגרת הקניית אותן סמכויות פיקוח נקבעו בחוק הסדרת הייעוץ הוראות המורות למנהל תיקים וליועץ השקעות למסור לרשות לניירות ערך דיווחים שוטפים ועתיים, כפי שיובהר להלן.

8.3.2 פעם אחת בשנה קלנדרית נדרש בעל רישיון להגיש לרשות לניירות ערך הודעה בדבר עמידתו בדרישות חוק הסדרת הייעוץ לעניין ביטוח. באשר לבעל רישיון שהינו תאגיד, נדרש גם אישור רואה חשבון לעניין קיום דרישת ההון העצמי המזערי לפי חוק זה.¹⁰¹ במידה שחדל בעל רישיון לעמוד באחד מתנאי החוק לקבלת רישיון הוא חייב לדווח על כך באופן מיידי. הוא הדין במקרה שמתקיים אצל בעל הרישיון תנאי שבעטיו רשאית הרשות לניירות ערך לבטל את רישונו או להתלותו.

8.3.3 הרשות לניירות ערך מוסמכת לדרוש מבעל רישיון לדווח לה גם לפי דרישה מיוחדת וכן לפי דרישה כאמור ביחס לכל אירוע או עניין, אשר מידע אודותיו חשוב ללקוח סביר הנזקק לשירותיו. הוראה זו מכוונת, למעשה, לכך שבעל הרישיון ידווח אודות כל מידע "מהותי", בדומה לדרישה לדיווח מיידי של כל מידע מהותי, חובה החלה על תאגידים בורסאיים.

מעניין, עם זאת, כי המחוקק אינו דורש מבעל הרישיון לדווח ביוזמתו על מידע מהותי כזה, אלא רק במענה לדרישה מצד הרשות לניירות ערך. זאת, אף שניתן להעלות על הדעת מקרים בהם יידרש דיווח על מידע מהותי גם ביוזמת בעל הרישיון. זאת ועוד, בעל רישיון חייב למסור בכתב לרשות לניירות ערך, לפי דרישתה, הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בקשר לפרטים הכלולים בדו"ח או בהודעה כאמור לעיל.¹⁰²

8.3.4 במידה שסך כל ניירות הערך של תאגיד בעל רישיון לניהול תיקים (לרבות ניירות ערך הכלולים בתיקי לקוחותיו) מהווים 5% או יותר מהון המניות של תאגיד,

101 ראו סעיף 27 לחוק הסדרת הייעוץ.

102 יש להזכיר, כי בהתאם לסעיף 27(ו) לחוק הסדרת הייעוץ רשאית הרשות לניירות ערך לפרסם בשני עיתונים יומיים בעלי תפוצה רחבה (לפי שיקול דעתה), היוצאים לאור בישראל בשפה העברית, דו"חות או הודעות שהוגשו לפי סעיף 27 לחוק הסדרת הייעוץ ואשר נזכרו לעיל.

פרק י"ג: מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות

או שבידו 5% או יותר מכח הצבעה בתאגיד, עליו לדווח על כך ללא דיחוי לרשות לניירות ערך, לבורסה לניירות ערך ולרשם החברות.¹⁰³ חשיבות הוראה זו בכך שבמניין ניירות הערך של התאגיד בעל הרישיון לניהול תיקים יש לכלול לא רק את ניירות הערך המוחזקים בעבור עצמו ("נוסטרו"), אלא גם את אלו של כל לקוחותיו. יודגש, כי מדובר בהוראה חשובה מאוד שנועדה להגביר את השקיפות באחזקותיו של תאגיד העוסק בניהול תיקים, אחזקות מהם נגזרים אינטרסים, העלולים להשפיע גם על מדיניות השקעותיו עבור לקוחותיו.¹⁰⁴

8.4 חובת מסירת דו"חות בגין ביטוח, פקדונות וערבויות

8.4.1 תקנות הסדרת הייעוץ קובעות הוראות מפורטות באשר לחובות דיווח נוספות המוטלות על מנהלי תיקים ויועצי השקעות, בכל הנוגע לפקדונות, ערבויות ופוליסות הביטוח בהם מחויבים בעלי הרישיון.

בהתאם לכך, בכל מקרה בו הוציא בנק ערבות בנקאית לבקשת חברה לניהול תיקי השקעות או לייעוץ להשקעות, לטובת לקוחותיה, בהתאם להוראות התקנות, נדרשת החברה להגיש דו"ח לרשות לניירות ערך. בדו"ח זה יפורטו שם הערב וסכום הערבות והוא ייחשב כהודעה לנושים היוצרת ערבות לטובת הלקוחות, בהתאם לסעיף 3 לחוק הערבות, התשכ"ז–1967.¹⁰⁵

8.4.2 חובת הדיווח משתרעת גם על נושא הביטוח ודו"ח בעניין זה יומצא לרשות לניירות ערך לא יאוחר מיום 31 במארס של כל שנה, והוא יכלול את הפרטים המנויים להלן:¹⁰⁶

- (1) שם המבטח לתום כל רבעון (החודשים: מארס, יוני, ספטמבר ודצמבר) של כל שנה.
- (2) הסכום והתקופה של הביטוח שערכה לתום כל רבעון.
- (3) סכום ההשתתפות העצמית על פי הפוליסה לתום כל רבעון.
- (4) סכום ההון העצמי ליום 31 בדצמבר הקודם למועד הדו"ח.

103 ראו סעיף 27(ב) לחוק הסדרת הייעוץ. כמו כן חייב התאגיד לדווח, אם הוא חדל להחזיק ב-5% מהון המניות או מזכויות ההצבעה כאמור.

104 ראו בעניין זה את ההמלצות בסעיף 4.5 לפרק זה לעיל, להרחבת חובות הגילוי של התאגיד המנהל תיקי השקעות, ביחס לאחזקותיו של בניירות ערך.

105 ראו תקנה 8 לתקנות הסדרת הייעוץ. הדו"ח יוגש לא יאוחר משבעה ימים לאחר הוצאת הערבות הבנקאית. יצוין, כי ערבות זו צריכה להיות על שם עורך דין או רואה חשבון, כאמור בתקנה 7(א) לתקנות הסדרת הייעוץ.

106 חברה שהיא מנהל תיקים תמציא לרשות לניירות ערך, בצירוף לדו"ח הנ"ל, גם דו"ח המפרט את שווי הנכסים הכולל שלה לתום כל רבעון. הדו"ח יהיה מאושר על ידי רואה חשבון, שיאשר את נאותות הדיווח ואת הפרטים המפורטים בו. אם מדובר בחברה – ייעשה אישור כאמור על ידי רואה חשבון מבקר. ראו תקנה 8(ו) לתקנות הסדרת הייעוץ.

דיני ניירות ערך

- (5) סכום הערבות הבנקאית, תקופת עמידתה בתוקף ושווי פיקדון ניירות הערך למשמרת, לתום כל רבעון.
- (6) סכום הפיקדון שהופקד לתום כל רבעון.
- (7) השם והפרטים של עורך הדין או רואה החשבון שבידיו הופקד פיקדון או שעל שמו נרשמה ערבות בנקאית, כמפורט בתקנה 7 לתקנות הסדרת הייעוץ.

8.4.3 יצוין, כי חובת הדיווח המוטלת על חברה או על שותפות העוסקות רק בייעוץ להשקעות ולא בניהול תיקים, מצומצמת יותר: יועץ ההשקעות, שהוא יחיד או שותפות החייב לערוך ביטוח לפי תקנה 3, יגיש לרשות לניירות ערך לא יאוחר מ-31 בינואר של כל שנה דו"ח על סכום הביטוח שערך ושם המבטח.¹⁰⁷

8.5 חובות דיווח של מנהלי תיקי השקעות מכח צו איסור הלבנת הון
צו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של מנהל תיקים), התשס"ב-2001, מטיל על מנהל תיקי השקעות שורה ארוכה של חובות זיהוי, רישום ודיווח ביחס ללקוחותיו. לא כאן המקום להרחיב בנושא זה, שאינו נוגע לתחום ניירות הערך, אלא לתחום איסור הלבנת ההון בישראל. נציין רק בתמצית, כי מנהל תיקים מחויב מכח הצו האמור לזהות כל לקוח שלו, לקבל ממנו את כל פרטיו האישיים ולקבל מהלקוח הצהרה בכתב באשר לזהות הנהנה בחשבון. אם הלקוח אינו הנהנה בחשבון, חובה לציין את זהותו. כן נדרש מנהל התיקים לקבל מהנהנה הצהרה בכתב, באשר לכל פרטיו האישיים.¹⁰⁸

חובות הדיווח של מנהל התיקים הינן כלפי ה"רשות המוסמכת" על פי חוק איסור הלבנת הון. ואולם, גם לרשות לניירות ערך סמכות לדרוש ממנהל תיקים למסור לה דיווחים (נוסף על הדיווחים שהוא מוסר ל"רשות המוסמכת" לפי חוק איסור הלבנת הון).¹⁰⁹

107 הדו"ח יהיה מאושר על ידי רואה חשבון, שיאשר את נאותות הדיווח ואת הפרטים המפורטים בו. אם מדובר בחברה – ייעשה אישור כאמור על ידי רואה חשבון מבקר.

108 כן נדרש מנהל התיקים לאמת פרטים של זהות הלקוח, ובמקרה בו מדובר בתאגיד – חובה עליו לקבל מסמכים מתאימים באשר לזהות התאגיד, בעלי השליטה בו וכד'. ראו סעיפים 3-4 לצו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של מנהל תיקים), התשס"ב-2001.

109 ראו סעיף 16 לצו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של מנהל תיקים), התשס"ב-2001. לעניין סמכות הרשות לניירות ערך להטיל עיצום כספי (קנס) על מנהלי תיקים שיפרו את הוראות הצו, ראו בסעיף 9.6 להלן לפרק זה.

9. סמכויות הרשות לניירות ערך על פי חוק הסדרת הייעוץ

9.1 כללי

לרשות לניירות ערך הוענקו סמכויות רחבות ביותר באשר להסמכה, לרישוי ולפיקוח על פעילותם של יועצי השקעות ומנהלי תיקי השקעות. ניתן לחלק את סמכויות הרשות לניירות ערך לשתי קטיגוריות עיקריות:

האחת – סמכויות רישוי והסמכה.¹¹⁰

השנייה – סמכויות פיקוח, בדיקה ובקרה על בעלי הרישיון.

9.2 סמכויות רישוי והסמכה

9.2.1 הרשות לניירות ערך היא הגוף המוסמך להעניק רישיון ליועץ השקעות ולמנהל תיקי השקעות במדינת ישראל.

כל המבקש רישיון, כאמור, חייב לפנות אל הרשות לניירות ערך ולאחר מילוי טפסים מתאימים ומסירת המסמכים הנדרשים תקבל הרשות החלטה בבקשה זו. יצוין, כי הרשות רשאית לדרוש מהמבקש פרטים ומסמכים נוספים, על פי שיקול דעתה.¹¹¹ לרשות לניירות ערך שיקול דעת רחב, אם להיעתר לבקשה. כן היא רשאית להתנות את מתן הרישיון בתנאים, או לחלופין – את הבקשה.

ואולם יודגש, כי בהיותה רשות הממלאת תפקיד ציבורי על פי דין, חייבת הרשות לנמק בכתב את סירובה למתן רישיון וכך חייבת היא לאפשר למבקש לטעון בפניה את טיעונו, וזאת בטרם קבלת החלטתה.¹¹²

חוק הסדרת הייעוץ מקנה לרשות סמכות לסרב להעניק רישיון של מנהל תיקים מאותן סיבות שבשלהן היא רשאית לבטל רישיון או להתלותו על פי חוק זה.¹¹³

9.2.2 יש להזכיר בהקשר זה את הוראות סעיף 48 לחוק הסדרת הייעוץ, העוסק באפשרות של קבלת רישיון ללא עמידה בבחינות. כך, למשל, אדם, אשר עסק בישראל בניהול תיקים ברציפות ב"תקופה הקובעת",¹¹⁴ ומבקש לקבל רישיון של מנהל תיקי השקעות, יהיה פטור מבחינות ההסמכה, למעט מבחינה בנושא אתיקה מקצועית.

110 להרחבה בנושא הבחינות הנדרשות ממי שמבקש לקבל רישיון לניהול תיקי השקעות או רישיון לייעוץ להשקעות, ראו סעיף 3.10 לפרק זה לעיל.

111 ראו סעיף 5(ג) לחוק הסדרת הייעוץ.

112 ראו סעיף 6 לחוק הסדרת הייעוץ.

113 ראו סעיף 8(ג) לחוק הסדרת הייעוץ.

114 המונח "התקופה הקובעת" הוגדר בסעיף 48(א) לחוק כתקופה אשר התחילה ביום 9 באוגוסט 1994 והסתיימה ביום 30 ביוני 1997. תכלית הוראת הפטור היא להעניק רישיון למי שעסק באורח שוטף וקבוע במקצוע ניהול התיקים במשך שלוש השנים הנזכרות לעיל, ולאפשר לאנשי מקצוע ותיקים בתחום זה לקבל רישיון בלא להידרש לבחינות מקיפות, למעט בנושא אתיקה מקצועית, כאמור.

באופן דומה, מי שמבקש לקבל רישיון יועץ השקעות ועסק בישראל בייעוץ השקעות או בניהול תיקים, ברציפות ב"תקופה הקובעת", הנזכרת לעיל, יהיה פטור מהבחינות, למעט מהבחינה בנושא אתיקה מקצועית.

9.2.3 ביטוי לסמכותה הרחבה של הרשות לניירות ערך לעניין רישוי יועצים להשקעות ומנהלי השקעות, מצוי בסמכות שיקול הדעת שלה לעניין חריגים. קרי – סמכותה להעניק רישיון לניהול תיקים או לייעוץ השקעות גם למי שאינו ממלא אחר תנאי החוק, וזאת, מטעמים מיוחדים. כן רשאית הרשות להעניק רישיון כאמור למי שעסק בניהול תיקים או בייעוץ השקעות מחוץ לישראל, אם שוכנעה כי על פי דיני ניירות הערך הקיימים במדינה שבה הוא עסק, כאמור, ניתן לראותו ככשיר לקבלת רישיון לפי חוק הסדרת הייעוץ.¹¹⁵

9.2.4 הניסיון מלמד, כי לעתים מתאפיינת גישת הרשות לניירות ערך בנוקשות יתר כלפי בעלי רישיון שהורשעו, כפי שמדגימה פרשת חנן ברק, מנהל תיקים שהורשע בעבירה של שימוש במידע פנים.¹¹⁶

הרשעת ברק בעבירה של שימוש במידע פנים היתה גבולית ביותר, וחלק מהשופטים שדנו בערעורו סברו, כי ייתכן שיש מקום שלא להרשיעו כלל, וזאת, בשל נסיבות המקרה הגבוליות.¹¹⁷ הם אף המליצו בגזר הדין, לעניין עבירת השימוש במידע פנים, כי הרשות תשקול אם לשלול ממנו את רישיונו.¹¹⁸ הרשות לניירות ערך לא שעתה להמלצות בית המשפט המחוזי, כאמור, והחליטה שלא להעניק לברק רישיון כמנהל תיקים, אף שהוא עסק בכך (לפני כניסתו לתוקף של חוק הסדרת הייעוץ) במשך כ-15 שנה. גם העובדה, כי ברק היה בעל עבר נקי, בעל מוניטין מצוינים בניהול תיקים, והעובדה שגם בית המשפט שהרשיעו סבר כי מדובר ככל הנראה במעידה חד-פעמית, לא הועילו לברק אל מול הרשות לניירות ערך.

ערעורו של ברק על החלטתה זו של הרשות לניירות ערך התקבל בבית המשפט המחוזי בתל אביב, כאשר השופטת סירוטה לא חסכה מילות ביקורת על גישתה הנוקשה של הרשות. נפסק, כי לא כל עבירה פלילית נושאת עמה קלון ואף לא כל עבירה של שימוש במידע פנים: הדבר מותנה בנסיבות המקרה.¹¹⁹ משום כך, סבר

115 ראו סעיף 48(ה) לחוק הסדרת הייעוץ.

116 ראו ע"ש (ת"א) 3030/97 ברק נ' רשות ניירות-ערך (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לג(1), 216.

117 ראו בעניין זה גם ע"פ (ת"א) 331/94 קרן ואח' נ' מדינת ישראל (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך כו(7), 797.

118 יצוין, כי בפסק הדין החליטה ערכאת הערעור להקל בעונשו של ברק על ההרשעה בעבירה של שימוש במידע פנים, ובמקום עונש מאסר בדרך של עבודות שירות הוטל עליו עונש מאסר מותנה.

119 נדמה, כי לגופו של טיעון זה, מעוררת קביעת השופטת סירוטה קושי מסוים, שכן קשה להעלות על הדעת עבירה הנושאת עמה קלון רב יותר בתחום ניירות הערך מאשר עבירה של שימוש במידע פנים. נדמה, משום כך, כי ההנמקה הראויה לקבלת ערעורו של ברק אינה מהות העבירה

בית המשפט, אין הצדקה לעמדת הרשות לניירות הערך, שסירבה להעניק לברק רישיון לניהול תיקים. השופטת סירוטה אף לא ראתה לקבל את עמדת הרשות, כאילו הענתה רישיון לברק תהווה "תקדים מסוכן", שכן מדובר במקרה חריג לאור נסיבות המקרה, שבו היה מקום להפעיל שיקול דעת.

9.3 פיקוח הרשות לניירות ערך על בעל רישיון

סעיף 28 לחוק הסדרת הייעוץ קובע את סמכות הרשות לניירות ערך לפקח על פעילותו של בעל רישיון על פי החוק, קרי, יועץ השקעות ומנהל תיקי השקעות. יתר על כן, לשם פיקוח על פעולות בעלי הרישיון על פי החוק רשאית הרשות לעשות שימוש בסמכויותיה לדרוש מידע ומסמכים, לבצע חיפוש ותפיסה של מסמכים וכן לבצע חקירות, כאמור בסעיפים 56א, 56ב, 56ג ו-56ה לחוק ניירות ערך.

9.4 ביטול רישיון או התלייתו

9.4.1 כחלק מסמכויות הפיקוח שלה על בעלי רישיון, מוסמכת הרשות לניירות ערך לשלול ולבטל רישיון, אם נתקיימה לגבי בעל הרישיון אחת הנסיבות המנויות להלן:¹²⁰

- (1) הרישיון ניתן מלכתחילה על יסוד מידע כוזב.
- (2) חדל להתקיים אצל בעל הרישיון אחד התנאים למתן הרישיון.
- (3) בעל הרישיון הפר את אחד מתנאי הרישיון.
- (4) בית משפט או ועדת משמעת לפי חוק הסדרת הייעוץ קבעו, כי בעל הרישיון הפר הוראת החוק האמור או הוראות כל דין אחר הנוגע לניירות ערך.
- (5) בעל הרישיון הוכרז כפושט רגל או כפסול דין.
- (6) ניתן כנגד תאגיד, שהינו בעל רישיון, צו פירוק זמני או מונה לו כונס נכסים, או לחלופין – החליט התאגיד על פירוק מרצון.

יודגש, כי החלטת הרשות לניירות ערך תינתן רק לאחר שניתנה לבעל הרישיון ההזדמנות להביא בפני רשות את טענותיו לעניין זה.

9.4.2 ניסוחו של סעיף 10(א) לחוק הסדרת הייעוץ, המקנה לרשות לניירות ערך סמכות לביטול המוחלט והמלא של רישיונו של בעל רישיון, מעלה קושי פרשני: האם רשאית הרשות לבטל את הרישיון לתקופה קצובה, או שמא חייבת היא לבטל ולשלול באורח קבע את הרישיון?

לכאורה, עולה מלשון סעיף 10(א) דנן, כי האפשרות השנייה היא זו החלה, קרי – לרשות לניירות ערך יש סמכות רק לבטל כליל את הרישיון, לא באורח זמני או קצוב. ואולם, פרשנות כזו מביאה לתוצאה קשה וקיצונית, שאינה מתיישבת בהכרח

בה הורשע, כאמור, אלא נסיבותיו המיוחדות של המקרה, והעובדה, כי הרשעתו מלכתחילה בעבירה זו היתה מאוד גבולית, כעולה למקרא פסק הדין.
120 ראו סעיף 10 לחוק הסדרת הייעוץ.

דיני ניירות ערך

עם תכלית החקיקה. אכן, בית המשפט, אשר נדרש לסוגיה זו הכריע, בניגוד לעמדת הרשות לניירות ערך, שסברה, כי היא רשאית רק לשלול באורח קבע את הרישיון. להבדיל, פסק בית המשפט המחוזי, כי הרשות רשאית גם לשלול את הרישיון גם לתקופה מוגבלת וקצובה.¹²¹

בית המשפט המחוזי, מפי השופטת חיות, קבע שם, כי הסמכות לבטל רישיון באורח מלא כוללת בהכרח גם סמכות לביטול חלקי. הדבר מתחייב הן מתכלית החקיקה והן מפרשנות סבירה ומידתית של סמכות הרשות. כדברי השופטת חיות –

“פירוש נוקשה ובלתי גמיש לפיו אין הרשות מוסמכת אלא לבטל לצמיתות את רשיונו של מי שהורשע בעבירה, או שלא לבטלו כלל, יש בו כדי להוליך לתוצאה שרירותית ובלתי סבירה בעליל, ולפיו תהא פעולת הרשות בביטול הרישיון אוטומטית, אחידה, בלא אבחנה ראויה כלשהי בין סוגי העבירות, חומרתן, היקפן ומידת הנזק שגרמו.”¹²²

נימוק נוסף לקביעה זו הוא העובדה שבהליכים משמעתיים על פי החוק, דווקא שמורה לרשות ניירות ערך הסמכות לביטול חלקי, לתקופה קצובה, של הרישיון. פרשנות הרשות לניירות ערך, כאילו שמורה לה רק הסמכות ה-“קיצונית” – לבטל רישיון באורח מוחלט או להותירו על כנו – תיצור סתירה והתנגשות בין הסמכות בדין משמעתי לבין סמכות הרשות שלא בעניין משמעתי, התנגשות שאינה רצויה.

9.4.3 הרשות לניירות ערך רשאית להתלות רישיון, קרי – לשלול אותו באורח זמני, אם הוגש כנגד בעל רישיון כתב אישום או אם הוגשה כנגדו בקשה להכרזתו כפושט רגל. זה המקרה גם כאשר בעל הרישיון הינו תאגיד והוגשה בקשה למתן צו לפירוקו או למינוי כונס לנכסיו. יודגש, כי החלטת הרשות בעניין זה תינתן רק לאחר שתניתן לבעל הרישיון הזדמנות לשטוח בפניה את טענותיו.¹²³

9.4.4 בעל רישיון, אשר חדל לעסוק בעיסוק נושא הרישיון, רשאי לבקש בכתב מהרשות לניירות ערך כי רשיונו יבוטל או יותלה לתקופה שהוא יבקש.

121 ראו ע"ש (ת"א) 352/00 מאיו נ' הרשות לניירות-ערך (לא פורסם), דינים מחוזי, כרך לג(3), 791. מאיו, מנהל תיקי ניירות ערך, הורשע בעבירה של שימוש במידע פנים: ראו ת"פ (ת"א) 2126/99 מדינת ישראל נ' מאיו (לא פורסם), דינים שלום, כרך יח, 237. בשל כך החליטה הרשות לניירות ערך לשלול את רישיון ניהול התיקים של מאיו, אשר ערער על החלטת הרשות לבית המשפט המחוזי בת"א. בית המשפט, מפי השופטת חיות, קיבל את ערעורו של מאיו וקבע, כי החלטת הרשות קיצונית ובלתי סבירה. נפסק, כי יש לרשות לניירות ערך, בניגוד לדעתה, סמכות לא רק לשלול שלילה מוחלטת, אלא גם לשלול או לבטל (להתלות) רישיון גם לתקופה קצובה בלבד.

122 ראו שם, בסעיף 6 לפסק דינה של השופטת חיות.

123 הודעה על ביטול רישיון או על התלייתו תפורסם בין בידי הרשות לניירות ערך ובין בידי בעל הרישיון, הכל בהתאם להוראות הרשות.

9.4.5 חוק הסדרת הייעוץ אוסר על מי שרשינו הותלה לעסוק בייעוץ השקעות או בניהול תיקי השקעות בתקופת ההתליה.¹²⁴

9.4.6 מי שרשינו בוטל או הותלה רשאי לערער על החלטת הרשות ניירות ערך לבית המשפט המחוזי, וזאת בתוך 30 ימים מיום שהובאה ההחלטה לידיעתו.

9.4.7 הוראה חשובה בחוק הסדרת הייעוץ מקנה זכות למי שרשינו בוטל לבקש את השבת רשינו לידיו, אם תוקנה עילת הביטול. בקשה כזו תוגש לרשות והיא כפופה לעמידת בעל הרישיון בכל התנאים לשם קבלת רישיון מלכתחילה, בדומה לבקשה ראשונה לקבלת רישיון.¹²⁵

9.4.8 הוראת סעיף 10(א)(2) לחוק הסדרת הייעוץ קובעת, כי אם חדל להתקיים אצל בעל הרישיון אחד מתנאי הרישיון, רשאית הרשות לניירות ערך לשלול את רשינו. בעניין זה עולה השאלה מה דינו של אדם שהורשע בעבירה פלילית, שכן, בהתאם לסעיף 7(א)(3) לחוק הסדרת הייעוץ, הרשעה בעבירה כלשהי שוללת את הזכאות לרישיון. השאלה היא מתי ניתן לומר לגבי אדם כזה כי תנאי לקבלת הרישיון שב להתקיים לגביו, או שמא יש לומר כי שלילת רשינו הינה לצמיתות. מאחר שהוראות חוק המרשם הפלילי ותקנת השבים, התשמ"א-1981, קובעות, בסעיף 14, כי ההרשעה תימחק לאחר 7.5 שנים, אזי נראה, כי אין לשלול מבעל הרישיון שהורשע לשוב ולבקש את רשינו לאחר מחיקת הרשעתו. ואולם, יודגש, כי בכל מקרה חייב אותו אדם לבקש רישיון מלכתחילה, משל לא היה לו מעולם רישיון על פי החוק.¹²⁶

9.5 סמכות בענייני משמעת

סמכות הפיקוח של הרשות לניירות ערך על פעילותם של יועצי השקעות ומנהלי תיקים משתרעת גם על ניהול ועריכת הליכי משמעת כנגד בעלי רישיון, שעברו עבירות משמעת על פי חוק הסדרת הייעוץ, כפי שיידון בסעיף 10.2 להלן לפרק זה.

9.6 סמכות מכח צו איסור הלבנת הון

הרשות לניירות ערך מוסמכת להטיל עיצום כספי על חברת ניהול תיקים, אשר לא תקיים את הוראות צו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של מנהל תיקים), התשס"ב-2001.¹²⁷

124 ראו סעיף 10(ד) לחוק הסדרת הייעוץ.

125 ראו בעניין זה הוראות סעיפים 7-8 לחוק הסדרת הייעוץ. כן ראו סעיף 10(ז) לאותו חוק.

126 ראו בעניין זה הוראת סעיף 10(ז) לחוק הסדרת הייעוץ.

127 יצוין, כי בהתאם לסעיף 16 לצו האמור, מוסמכת הרשות לדרוש ממנהל תיקים למסור גם לה דיווחים (נוסף על הדיווחים שהוא מוסר ל"רשות המוסמכת" לפי חוק איסור הלבנת הון).

דיני ניירות ערך

כפי שפורט לעיל בסעיף 8 לפרק זה לעיל, מורה הצו למנהל התיקים לקבל מלקוח את כל פרטיו האישיים וכן נדרש לקבל ממנו הצהרה בכתב באשר לזהות הנהגה בחשבון. אם הלקוח אינו הנהגה בחשבון, חובה לציין מיהו ולקבל אף ממנו הצהרה בכתב.

מכח סמכותה על פי חוק איסור הלבנת הון, התש"ס-2000, והתקנות שהותקנו על פיו,¹²⁸ מוסמכת הרשות לקנוס בעיצום כספי מנהל תיקים שלא יעמוד בדרישות הרישום והדיווח האמורות בצו איסור הלבנת הון (חובות זיהוי, דיווח וניהול רישומים של מנהל תיקים), התשס"ב-2001. ואמנם, בחודש נובמבר 2003 קנסה הרשות לניירות ערך חברה לניהול תיקי השקעות בסך של 15,000 ש"ח. היתה זו הפעם הראשונה בה עשתה שימוש בסמכותה האמורה.¹²⁹

10. עבירות על חוק הסדרת הייעוץ

10.1 עבירות פליליות על חוק הסדרת הייעוץ

10.1.1 כללי

במטרה להעניק להוראות חוק הסדרת הייעוץ מעמד מרתיע, נקבעו בחוק הסדרת הייעוץ הוראות הקובעות, כי הפרת הוראות מסוימות של החוק יהוו עבירה פלילית, על כל המשתמע מכך. ההוראה המרכזית לעניין זה הינה הוראת סעיף 39(א) לחוק הסדרת הייעוץ, הקובעת, כי כל אדם העוסק בייעוץ השקעות או בניהול תיקי השקעות בלי שיש בידו רישיון תקף (קרי – גם אם היה בידו רישיון אך הוא הותלה) עובר עבירה פלילית. העונש על עבירה זו הינו מאסר שנתיים או קנס פי חמישה מהקנס הקבוע בסעיף 61(א)(3) לחוק העונשין.¹³⁰

הוראה עונשית נוספת קובעת, כי מי שהפר את הוראת סעיף 4 לחוק הסדרת הייעוץ (הקובע פעילות אסורה לבעל רישיון),¹³¹ דינו – מאסר שנה אחת או קנס פי חמישה מן הקנס הקבוע בסעיף 61(א)(2) לחוק העונשין.

הפרת חובות הדיווח לרשות לניירות ערך, כקבוע בחוק הסדרת הייעוץ, עלולה לגרום לחיוב בתשלום קנס של עד פי שלושה מהקנס הקבוע בסעיף 61(א)(1) לחוק העונשין. במידה שעבירת הדיווח הינה עבירה נמשכת, רשאי בית המשפט להטיל קנס

128 לרבות – תקנות איסור הלבנת הון (עיצום כספי), התשס"ב-2001.

129 יצוין, כי החברה שנקנסה הינה חברת אינפניטי גרופ. הקנס הוטל עליה לאחר שהיא הוזהרה כבר בשנת 2002 בשל מחדלי דיווח בקשר לצו איסור הלבנת הון. בחודש מארס 2004 פרסמה הרשות לניירות ערך כי היא הטילה קנסות בסך של 15,000 ש"ח ו-20,000 ש"ח על החברות סיגמא פי.סי.אם. ואופטימום השקעות (בהתאמה), בגין הפרת צו איסור הלבנת הון.

130 הקנס על פי סעיף 61(א)(3) לחוק העונשין עומד כיום (אוקטובר 2003) על סך של 49,800 ש"ח ועל כן סך הקנס לפי סעיף 39(א) לחוק הסדרת הייעוץ הינו 249,000 ש"ח, נכון לחודש אוקטובר 2003.

131 הפעולות האסורות על בעל הרישיון הינן רכישה או התזקה של ניירות ערך עבור עצמו, וכן ניהול ניירות ערך עבור בן משפחה או תאגיד שבשליטת בעל הרישיון.

נוסף בשיעור החלק החמישים של הקנס שהוא רשאי להטילו, לכל יום שבו נמשכת העבירה.¹³² גם אי-תשלום אגרה החלה על בעלי רישיון עלול לגרום לחיוב בכפל אגרה.

10.1.2 אחריות אישית של מנהלי התאגיד בעל הרישיון

על מנת להגביר את אכיפת חוק הסדרת הייעוץ, נקבעה בחוק זה הוראה המטילה על כל הדירקטורים של התאגיד בעל הרישיון, וכן על המנהל הכללי שלו, אחריות אישית לעבירה פלילית, כאמור לעיל, שביצע התאגיד. הוא הדין בשותפים (למעט שותפים מוגבלים) בשותפות שהינה בעלת רישיון על פי החוק. כל זאת, אלא אם כן יוכיחו המנהלים או השותפים, על פי העניין, כי העבירה נעברה שלא בידיעתם, בכח או בפועל, וכי הם נקטו את כל האמצעים הסבירים לשם מניעת התרחשות העבירה, כאמור בסעיף 30(ג) לחוק הסדרת הייעוץ.¹³³

10.2 עבירות משמעתיות על חוק הסדרת הייעוץ

10.2.1 עבירות משמעת

הפרת הוראותיו של חוק הסדרת הייעוץ באשר לפעולותיו של בעל רישיון מהוות עבירה משמעתית, הצפויה לעונשים מתאימים בהליך משמעתי כפי שיפורט להלן. מדובר באותן הוראות המפורטות בסעיפים 11–20 ו-22–26 לחוק הסדרת הייעוץ ואשר הבולטות בהן הינן – הפרת חובות האמון או הזהירות שלו, הפרת האיסור לפעול בניגוד עניינים, הפרת חובות הגילוי הנאות, איסור העדפת לקוח אחד על פני משנהו והפרת האיסור על קבלת תמריצים.¹³⁴ יתר על כן, גם ביצוע מעשה או מחדל המהווה התנהגות שאינה הולמת בעל רישיון, מהווה עבירת משמעת. יודגש, כי הביטוי "התנהגות שאינה הולמת" לא הוגדר בחוק הסדרת הייעוץ והוא נותר למעשה לשיקול דעתו של המותב שידון בהליך המשמעתי. הכוונה, בדרך כלל, להתנהגות שאינה אסורה במפורש על פי לשון החוק ועם זאת נחשבת היא לבלתי ראויה ובלתי מתאימה למי שאמון על כספי לקוחו.

10.2.2 אחריות אישית של מנהלי התאגיד בעל הרישיון

על מנת להגביר את אכיפת חוק הסדרת הייעוץ נקבעה בחוק זה הוראה המטילה על כל הדירקטורים של התאגיד בעל הרישיון, וכן על המנהל הכללי שלו, אחריות אישית לעבירה משמעתית, כאמור לעיל, שביצע התאגיד. הוא הדין בשותפים (למעט שותפים מוגבלים) בשותפות בעלת רישיון על פי החוק. כל זאת, אלא אם כן יוכיחו המנהלים או השותפים, על פי העניין, כי העבירה נעברה שלא בידיעתם, בכח או

132 ראו סעיף 39(ג) לחוק הסדרת הייעוץ.

133 ראו סעיף 40 לחוק הסדרת הייעוץ.

134 יצוין, כי דיון משמעתי לא יעכב או יבטל דיון פלילי בשל אותו מעשה או מחדל. ראו סעיף 37 לחוק הסדרת הייעוץ.

בפועל, וכי הם נקטו את כל האמצעים הסבירים לשם מניעת התרחשות העבירה המשמעתית.¹³⁵

10.2.3 ההליך המשמעי

- (1) הגוף האמור לדון בעבירות משמעת על פי חוק הסדרת הייעוץ הינו ועדת משמעת, אותה ימנה שר המשפטים. ועדת משמעת תמנה שלושה חברים ובראשה יעמוד מי שכשיר להתמנות שופט של בית משפט מחוזי. שני חבריה האחרים יהיו אנשי ציבור, שאינם עובדי המדינה ואינם עובדי הרשות לניירות ערך.¹³⁶
- (2) נציג היועץ המשפטי לממשלה או מי שימונה על ידו ישמש כתובע בהליכי המשמעת על פי חוק הסדרת הייעוץ, ובתפקידו זה הוא יהיה רשאי להביא ראיות ולחקור עדים.
- (3) אם הוגשה תלונה משמעתית, תימסר הודעה מתאימה לבעל הרישיון מושא התלונה ויתאפשר לו לטעון טענותיו בפני ועדת המשמעת.¹³⁷
- (4) ועדת משמעת רשאית להורות על פרסום ברכים של החלטה בעניין עבירת משמעת, כולה או מקצתה, בדרך שתיראה לה. במקרה, בו הורתה ועדת המשמעת על פרסום כזה, רשאית גם הרשות לניירות ערך לפרסם את ההחלטה בהתאם להוראת הוועדה.¹³⁸

יש מקום לשנות את הנוהל האמור, שלפיו נשמרים בסודיות מלאה ההליכים המשמעתיים ורק במקרים חריגים מפורסמים ההליכים ותוצאותיהם. ככלות הכל, אור השמש, כלשון האימרה הידועה, הוא המחטא הטוב ביותר.

10.2.4 עונשים משמעתיים

- (1) ועדת המשמעת רשאית להטיל על בעל הרישיון, אחד או יותר מהעונשים המנויים להלן:¹³⁹
 - (1) התראה.
 - (2) נזיפה.
 - (3) קנס בשיעור של עד פי חמישה מהעונש הקבוע בסעיף 61(א)(1) לחוק העונשין.¹⁴⁰

135 ראו סעיף 30(ג) לחוק הסדרת הייעוץ.

136 ראו סעיף 32 לחוק הסדרת הייעוץ.

137 יצוין, כי אם הואשם אדם בפלילים בשל מעשה או מחדל המשמש עילה גם לדיון משמעתי, רשאית ועדת המשמעת להפסיק את דיוניה עד למתן פסק דין סופי בדיון הפלילי. ראו סעיף 37(ב) לחוק הסדרת הייעוץ.

138 ראו סעיף 38 לחוק הסדרת הייעוץ.

139 ראו סעיף 35 לחוק הסדרת הייעוץ.

140 הקנס על פי סעיף 61(א)(1) לחוק העונשין עומד (נכון לחודש אוקטובר 2003) על סך של עד 9,600 ש"ח ועל כן הקנס לפי סעיף 35(א)(3) לחוק הסדרת הייעוץ הינו עד 48,000 ש"ח, נכון לחודש אוקטובר 2003.

- (4) התליית רישיון לתקופה של עד שנתיים.
(5) ביטול רישיון לתקופה של עד עשר שנים.
(2) בהמשך למדיניות ההרתעה והטלת האחריות האישית אותה נקט המחוקק בחוק הסדרת הייעוץ, נקבע בו, כי הקנס המוטל הוא אישי. על כן, נאסר על תאגיד לשלם קנס שהוטל על אדם אחר (והכוונה – על מנהל, בעל עניין בתאגיד או על תאגיד שבשליטת התאגיד) וכן נאסר על מעביד לשלם קנס שהוטל על עובדו.¹⁴¹

10.2.5 ערעור¹⁴²

על החלטת ועדת משמעת רשאים הצדדים לערער בפני בית משפט מחוזי. ערעור יוגש לא יאוחר מ-30 ימים מיום שהובאה ההחלטה לידיעת הצדדים. בית המשפט המחוזי ידון בערעור כדן יחיד. ערעור שני על פסק דינו של בית המשפט המחוזי בעניין זה ייעשה רק ברשות. משמע, אף שמדובר בערעור על החלטה מינהלית ולא שיפוטית, קרי – מדובר בפסק דין שיפוטי ראשון, ניתן לערער עליו בפני בית המשפט העליון רק אם ניתנה רשות לכך על ידי בית המשפט העליון, או אם ניתנה רשות לכך בגוף פסק דינו של בית המשפט המחוזי.¹⁴³

10.2.6 סמכות הרשות לניירות ערך לבצע חקירות

כחלק מסמכויות הפיקוח של הרשות לניירות ערך על פעילותם של מנהלי תיקי השקעות ויועצי השקעות, מוקנות לרשות סמכויות חקירה רחבות. סעיף 31 לחוק הסדרת הייעוץ מקנה לרשות סמכות זו בכל מקרה בו "מתעורר חשד לביצוע עבירת משמעת" על פי חוק הסדרת הייעוץ. סמכות החקירה כוללת גם סמכות לחקור כל אדם שיש בידו, לדעת הרשות, מידע הנוגע לנושא הנחקר. כן יש סמכות לדרוש מכל אדם כאמור להתייבב ולמסור לנציג הרשות כל מידע הנוגע לנושא הנחקר.

אין ספק, כי סמכויות אלו של הרשות לניירות ערך משתלבות עם יתר סמכויות החקירה הרחבות המוקנות לה על פי חוק ניירות ערך בכל נושא הקשור לעבירות בניירות ערך.¹⁴⁴

141 ראו סעיף 35(ב) לחוק הסדרת הייעוץ.

142 ראו סעיף 36 לחוק הסדרת הייעוץ.

143 ראו סעיף 36(ב) לחוק הסדרת הייעוץ. הגשת ערעור לא תעכב ביצוע ההחלטה שעליה מערערים, לרבות החלטה על פרסום, כאמור בסעיף 38, זולת אם נקבע אחרת בידי ועדת המשמעת או בידי בית המשפט.

144 ראו על כך הרחבה בפרק ה' לספר זה העוסק ברשות לניירות ערך ובסמכויותיה.

11. חיבוץ (Churning)

11.1 מהו "חיבוץ"

"חיבוץ" (Churning) הוא פעולת הפקת חמאה, או שמנת, מחלב. בשפת שוק ההון הכוונה לביצוע פעולות סרק שמבצע מנהל תיק ניירות ערך, אשר אינן מניבות ללקוח כל רווח, אך לעומת זאת מחייבות אותו (ומזכות את מנהל התיקים) בעמלות נכבדות. פעולה זו דומה במידה מסוימת לפעולת הפקת החמאה, ומכאן שמה הציורי. "חיבוץ" מוגדר במילון אבן שושן כ-"עשיית חמאה מחלב או משמנת על ידי נעירה וחיבוט". הפועל "חיבץ" מוגדר כ-"חבט ובחש" ואילו הפועל הסביל "חובץ" מוגדר כ-"נחבט, הוכה".

דוגמא אופיינית לפעולת "חיבוץ" היא כאשר מנהל התיקים רוכש עבור לקוחו מניות כלשהן ולמחרת היום הוא מוכר את כל כמות המניות שרכש, באותו המחיר בדיוק. מבחינת הלקוח הרווח הינו אפס. למעשה, לא אפס, כי אם הפסד, הנובע מחיובו בעמלות קנייה ומכירה המשולמות למנהל התיקים.

חיבוץ מתוחכם יותר הוא כזה שבמסגרתו מוכר מנהל התיקים את כל הכמות הנרכשת במספר שלבים, על מנת להקהות את הרושם של ביצוע פעולת סרק. לעתים קרובות, הנזק הנגרם ללקוח גדול יותר, שכן פעולת המכירה נעשית בשער הנמוך משער הקנייה. דרך מתוחכמת נוספת העלולה להיחשד כחיבוץ, היא רכישה ומכירה של מניה מסוימת בהפרש זמן קצר, ובמקביל למכירה — ביצוע פעולת רכישה של מניה אחרת, בעלת מאפיינים זהים למניה שנמכרה. אם יתברר, כי הרכישה החדשה נעשתה בלא שיש הצדקה עניינית, בנסיבות המקרה, להעדיף מניה אחת על פני רעותה אזי יש חשד, כי מדובר בפעולות שתכליתן היחידה היתה גביית עמלות על ידי מנהל התיקים (למשל, שתי מניות של חברות, העוסקות באותו תחום, כאשר אין סיבה מיוחדת להעדיף מניה אחת על פני האחרת, בשל ביצועי שתי המניות, ביצועי שתי החברות, ופרמטרים נוספים).

עוולת החיבוץ הוכרה זה מכבר על ידי הפסיקה בארה"ב. הדין בישראל אינו מכיר כלל בעוולה זו, אך הפסיקה צעדה קדימה בתחום זה והקדימה את המחוקק כאשר הכירה בעוולה זו וכבר מצאה לחייב בגין ביצועה, כפי שיפורט להלן בפרק זה. בפסיקת בתי המשפט בארה"ב הוגדרה עוולת החיבוץ כ"מסחר יתר" (excessive trading) בניירות ערך, מסחר שכל תכליתו להניב עמלות לברוקר, ותו לא:

"When a securities broker engages in excessive trading in disregard of his customer's investment objectives for the purpose of generating commissions business, the customer may hold the broker liable for churning".¹⁴⁵

145 ראו *Mihara v. Dean Witter & Co. Inc.*, 619 F. 2d 814 (1980), at p. 820.

באופן דומה נפסק —

“Churning occurs when a securities broker enters into transactions and manages a client’s account for the purpose of generating commissions and in disregard of his client’s interests”.¹⁴⁶

בית המשפט בארה"ב הבהיר את הנזק הנגרם ללקוח באמצעות פעולת החיבוץ:

“First, and perhaps foremost, the investor is harmed by having had to pay the excessive commissions to the broker — the ‘skimmed milk’ of the churning violation. The broker’s wrongful collection of commissions generated by the intentional, excessive trading of the account constitutes a compensable violation of both the federal securities laws and the broker’s common law fiduciary duty, regardless of whether the investor’s portfolio increased or decreased in value as a result of such trading.

Second, the investor is harmed by the decline in the value of his portfolio — the ‘spilt milk’ of the churning violation — as a result of the broker’s having intentionally and deceptively concluded transactions, aimed at generating fees, which were unsuitable for the investor”.¹⁴⁷

מסחר במתכונת של חיבוץ, בה נרכשים ונמכרים עבור הלקוח אותם ניירות ערך, בהפרש של יום אחד או ימים בודדים בלבד, ולעתים — באותו שער בדיוק (קרי, שער המכירה זהה לשער הרכישה של נייר הערך), הינו מסחר שכל כולו עוולת חיבוץ. מסחר כזה — מראשיתו ועד תומו — הינו תרמית.

כאמור לעיל, ייתכן שגם פעולות במניות שונות, אך דומות, ללא הסבר ענייני לכך, עלול להיחשב לחיבוץ.

מובן שההכרעה מהי תקופת הזמן הנכונה, הראויה או הסבירה לאחזקת ניירות ערך בתיקו של לקוחו, בלי שייחשב הדבר כחיבוץ, אינה פשוטה. קשה להצביע על קנה מידה אחיד וברור בנושא זה, והדבר תלוי במשתנים רבים, כגון — קיומם או התרחשותם של אירועים בשוק ההון או במשק בכלל, היכולים להצדיק שינוי מיידני ומהיר של מדיניות השקעות וכדומה. גורם אחר היכול להשפיע על משך אחזקת ניירות הערך הינו אופי תיקו של הלקוח ומדיניות ההשקעה בו. כך, למשל, ישנם לקוחות המכונים “סוחרים יומיים”, הרוכשים מניה מסוימת ומוכרים אותה עד לתום המסחר באותו יום. סוחרים כאלו, המסרבים “ללכת לישון” עם מניות בתיקם, בוודאי

Miley v. Oppenheimer & Company Inc., 637 F. 2d 318 (1981), at p. 324 146

Ibid., at p. 326 147

מבצעים פעולות של קנייה ומכירה של אותם ניירות ערך במהלך יום המסחר והם בוודאי אינם מבצעים חיבוץ. גם לקוח המבקש לנהל עבורו תיק בדרגת סיכון גבוהה במיוחד, עלול לחשוף עצמו לכך שמנהל התיקים לא יחזיק בניירות ערך זמן ממושך. דוגמא אחרת היא לקוח המשקיע כספו באופציות מעו"ף והמסכים, כי תיק ניירות הערך שלו ינוהל בשיטת "דלתא ניוטרל", למשל, המחייבת התאמה יומיומית לשינויי מדד המעוף (להסבר על אסטרטגיית "דלתא ניוטרל" ראו בסעיף 4.7 לפרק זה לעיל). בשל הקושי האמור בקביעת משך הזמן הסביר לאחזקת ניירות ערך הובעה בפסיקה האמריקאית דעה, כי די היה בכך שניירות ערך הוחזקו — באורח שיטתי — בחשבון הלקוח פחות מחודש ימים, על מנת להצביע על מה שכונה כ"מסחר יתר" (excessive trading).¹⁴⁸

על אף דברים אלו, נראה, כי אין לקבוע מסמרות וקביעות נוקשות באשר למשך הזמן המינימלי, בו נדרש להחזיק בניירות ערך. הדבר תלוי, כאמור, בגורמים שונים ולא יהא זה נכון לקבוע לוחות זמנים נוקשים בעניין זה.

בתי המשפט בארה"ב קבעו, כי על מנת להוכיח "חיבוץ" יש צורך להוכיח קיומם של שלושה רכיבים:

האחד — יש להוכיח, כי מנהל התיקים היה בעל השליטה בחשבון;

השני — יש להוכיח, כי היקף או נפח הפעילות בתיק ניירות ערך היה מופרז ביחס לגודל התיק או למטרת ההשקעה, כפי שהוגדרה על ידי הלקוח;

השלישי — יש להוכיח, כי מנהל התיקים פעל בכוונה להונות או פעל בפזיזות תוך התעלמות מטובת הלקוח.¹⁴⁹

את רכיב השליטה ניתן להוכיח בקלות יחסית מעצם העובדה, כי במרבית המקרים מקבל מנהל התיקים ייפוי כח לביצוע פעולות בחשבון על פי שיקול דעתו. בהקשר זה ברור, כי גם העובדה שלמנהל התיקים יש ייפוי כח מוגבל בלבד, אינה שוללת את אלמנט שליטתו בחשבון הלקוח. זאת, כפוף לכך שאכן ברור, כי ברשות הלקוח לא היו הכלים לערער על המלצותיו של מנהל התיקים, או להפעיל שיקול דעת עצמאי לביצוע פעולות בניירות ערך, או אם יוכח כי מי שביצע בפועל את כל, או מרבית הפעולות בתיק הלקוח, היה מנהל התיקים ולא הלקוח עצמו.

את הרכיב השני, של פעילות "חריגה" בתיק, ניתן להראות באמצעות מה שמכונה "יחס המחזור" (או בעגה המקצועית — "גלגול התיק"), קרי — היחס בין ההיקף הכולל של הפעולות שבוצעו בתיק לבין גודלו הכספי של תיק ההשקעות. ברור, עם

148 כך, למשל, בפרשת Stevens ציין בית המשפט את העובדה, כי מעל 85% מניירות הערך הוחזקו פחות משישה חודשים, 70% הוחזקו פחות משלושה חודשים, ו-39% הוחזקו פחות מ-30 יום.

ראו — Stevens v. Abbott, Proctor & Paine, 288 F. Supp. 836 (1986), at p. 840 — Miley, supra note 146, at p. 324

Rolf v. Blyth Eastman Dillon & Co. Inc., 570 F.2d 38 (1978) at pp. 39-40

Mihara, supra note 145, at p. 821

זאת, כי המצב יהיה שונה כאשר הלקוח ביקש ממנהל התיקים להניב לו תשואות גבוהות, שאז קנה המידה לבחינת סבירות ניהול התיק, ישתנה.

סממן בולט נוסף ל"פעילות חריגה" בתיק ולניהול לא-תקין, הינו היחס שבין שיעור העמלות שגבה מנהל התיקים לבין השווי הכולל של תיק הלקוח. אמנם, אין בעניין זה מדדים קבועים או מדעיים, ועם זאת די, במקרים רבים, בנסיון חיים ובמה שמכונה "היגיון בריא" (או בלעז — Common Sense) על מנת להבחין באי-סבירות ביחס שבין סך העמלות לשווי התיק. כך, למשל, נפסק כבר בארה"ב, כי אם חשבון הלקוח הסתכם בראשיתו בכ-200,000 דולר, הרי שגם אם מנהל התיקים הצליח להניב ללקוח רווח (נאה, לכל הדעות) של כ-180,000 דולר, אין זה סביר שעמלות מנהל התיקים יתסכמו באותה תקופה בכ-250,000 דולר.¹⁵⁰

ראוי להדגיש בעניין זה, כי ערכאת הערעור שדנה בפרשת Nesbit דנן, דחתה את טענות מנהל התיקים ביחס לכך שהערכאה הראשונה התעלמה מהרווחים שהניב מנהל התיקים ללקוח. בית המשפט לערעורים קבע, כי פסיקה זו היתה כדין. העובדה, שמנהל התיקים הצליח להניב ללקוח רווח, אינה שוללת קיומה של הפרת חובות כלפי הלקוח ואינה שוללת את זכות הפיצוי של הלקוח בגין כל העמלות שנגבו ממנו שלא כדין.

הרציונל לקביעה זו ברור ומוצדק: מנהל התיקים זכאי לתגמול אודותיו הוסכם בינו לבין הלקוח עם פתיחת החשבון. הצלחתו של מנהל התיקים בניהול התיקים אין משמעותה, כי הוא רשאי לגנוב מכספי לקוחו. ברור כי אילולא גבה מנהל התיקים עמלות יתר, שלא כדין, היה גדל הרווח של הלקוח. ויודגש, גביית עמלות יתר אינה אלא נטילת כסף שלא כדין מהלקוח, או במילים אחרות — גניבה.

11.2 עיקרי ההלכות של בתי המשפט בארה"ב בנושא החיבוץ

מאחר שהפסיקה האמריקאית היא זו אשר פיתחה את הדין בנושא עוולות החיבוץ, לא למותר להתייחס לעיקרי הלכות שנפסקו בה בנושא זה. בפסיקה האמריקאית נקבעו שלושה רכיבים-מזהים המאפיינים את עוולת החיבוץ:

1. היקף המסחר או הפעולות בחשבון היה מוגזם ביחס למטרת ההשקעה.
2. לברוקר היתה שליטה על הפעולות בחשבון הלקוח.
3. הברוקר פעל בכוונה להטעות או לרמות או מתוך אדישות או חוסר אכפתיות לאינטרסים של הלקוח.¹⁵¹

אין עוררין על כך (ובינתיים הוסדר הנושא גם בחוק הסדרת הייעוץ), כי מנהל תיקי

150 ראו Nesbit v. McNeil, 896 F. 2d 380 (1990). יצוין, כי באותו מקרה קבע בית המשפט כי מתוך סך של 250,000 דולר של עמלות, כ-134,000 דולר היוו עמלות-יתר (excess commissions).

151 ראו — Mihara, *supra* note 145, at p. 820.
ראו גם — Miley, *supra* note 146, at p. 324.

דיני ניירות ערך

ניירות ערך או השקעות (או כפי שהוא מוגדר בארה"ב – ברוקר) חב חובת נאמנות ללקוח.¹⁵² עוד נקבע בפסקי דין שעסקו בנושא זה, כי אין ספק, שמנהל התיקים וחברת ההשקעות בה עבד הפרו את חובת הנאמנות שלהם כלפי הלקוח ופעלו בניגוד עניינים, כאשר ביצעו חיבוץ או מסחר יתר:

"...The account executive has a duty not to place his interest over those of his client by generating commissions through excessive, unwarranted trading".¹⁵³

בפרשת Stevens הוכרה בארה"ב אחריותה של חברת ברוקרים למעשי החיבוץ שבוצעו בחשבון הלקוח על ידי נציג החברה.¹⁵⁴ באותה פרשה מתח בית המשפט ביקורת על העדר כל מגננוני ביקורת מצד חברת הברוקרים על פעילותו של מנהל התיקים:

"The record is devoid of any effectual effort or assumption of responsibility by Abbott, Proctor & Paine, through its partners to give the plaintiff's account the special attention required. In spite of the fact that it was their duty to review the orders of the representatives, no check was made of his representative's book".¹⁵⁵

הפיצוי בגין "חיבוץ" על פי המשפט האמריקאי הבעיה המרכזית עימה התמודדו בתי המשפט הן בארה"ב והן בישראל בסוגיית החיבוץ היא שאלת הפיצוי לו ראוי הלקוח, אשר נפגע מהחיבוץ, שכן על זכאותו לפיצוי לא היתה מחלוקת:

"The intentional and deceptive mismanagement of a client's account, resulting in a decline in the value of that portfolio, constitutes a compensable violation of both the federal securities laws and the broker's common law fiduciary duty, regardless of the amount of the commissions paid to the broker".¹⁵⁶

הקושי בקביעת הפיצוי הנכון ובכימותו נובע מקושי בסיסי יותר, כאמור לעיל, הנוגע לעצם הגדרת הנזק המדויק שנגרם ללקוח. אחד הגורמים לקושי זה הינו שיש, כמובן,

.Rolf, *supra* note 149, at p. 45 152

.Mihara, *supra* note 145, at p. 822 153

Stevens, *supra* note 148, at p. 841 154
באותו מקרה היו דווקא "נסיבות מקילות" יחסית, לרשלנות חברת הברוקרים, שכן מדובר היה ברוקר ותיק מאוד, שעבד בחברה מעל 40 שנה, ולכן מידת האמון, שממנה הוא נהנה, היתה חריגה.

.Ibid 155

.Miley, *supra* note 146, at p. 326 156

יותר מדרך אחת "נכונה" או "לגיטימית" לניהול תיק ניירות ערך. על בית המשפט לקבוע לא רק אם הדרך בה פעל מנהל התיקים אכן לא היתה "לגיטימית", אלא גם מה היה השווי המשווער של התיק אילולא ניהולו הכושל של מנהל התיקים. לשם כך נדרש בית המשפט לעשות שימוש בשיקול דעתו ובנסיגות שאינם מדעיים להערכה של "מה היה קורה אילו", קרי — מה היה שווי התיק אילו הוא היה מנוהל בדרך הוגנת וסבירה. לצורך כך, כפי שיובהר להלן, רשאי בית המשפט לעשות שימוש במדדי מניות רלוונטיים בהתאם ל"אופי" התיק, למדיניות השקעות בו וכדומה.

במישור העקרוני, הכירה הפסיקה האמריקאית בכך שלא רק שהלקוח שנפגע מחיבוץ זכאי להשבת כל העמלות שנגבו ממנו בגין הפעולות שדגל החיבוץ מונף עליהן, אלא — גם ובעיקר — להשבת כספו, על מנת להעמידו, ככל האפשר, במצב הטרום חווי. רכיב שני זה של השבת המצב לקדמותו, הוא אשר מיקד אליו את מירב המחלוקות המשפטיות. זאת, משום שכפי שיובהר להלן, ניתן להצביע על יותר מדרך אחת להשבה כזו.¹⁵⁷

בפרשת Rolf נפסק, כי ההשבה אמורה להיות בגובה ההפרש שבין שווי חשבון הלקוח בפועל לבין שווי אותו תיק, אילו היה מנוהל כדין, קרי — השוואה לשינוי שעבר מדד המניות בתקופה הרלוונטית, בה נוהל החשבון.¹⁵⁸ מובן שהשוואה צריכה להיעשות ביחס למדד המניות הרלוונטי. כך, למשל, אם מדובר בתיק בעל מדיניות השקעה מסוימת יש להשוותו למדד הרלוונטי לאותה מדיניות. לדוגמא, אם הוסכם ש-50% משווי התיק בכל עת יושקע במניות ו-50% יושקע באפיקים סולידיים (כגון — פקדונות שקליים, איגרות חוב וכד'), אזי ברור, כי יש להביא בחשבון לא רק את מדד המניות בבורסה בתל אביב בתקופה הרלוונטית, אלא גם את מדד איגרות החוב או שיעור עליית מדד המחירים לצרכן באותה תקופה. זאת, על מנת שניתן יהיה להעריך באופן מדויק את חלופות ההשקעה הרלוונטיות לאותו תיק.

יצוין, כי בפרשה מנחה אחרת בסוגיה זו, פרשת Miley, נקבע "כלל אצבע" שלפיו ההשבה צריכה לגלם גם רכיב "עונשי" שיהא בגובה של פי שלושה מהפיצוי בגין חיוב החשבון בעמלות.¹⁵⁹ באותה פרשה הבהיר בית המשפט לערעורים במחוז החמישי בארה"ב את הרציונל בהטלת פיצוי עונשי מהסוג האמור:

"The only sure way of deterring such conduct in the future is to take the profit away from the wrongdoers and slap an additional amount

157 פירוט של שלוש השיטות המרכזיות לעניין ההשבה, מפורט בסעיף 11.3 להלן, בו נדונה גישת הפסיקה הישראלית לנושא זה.

158 Rolf, *supra* note 149, at p. 49. יצוין, כי בית המשפט בארה"ב הפנה בפרשה זו למדדי המניות הרלוונטיים בארה"ב, מדד הדאו ג'ונס (Dow Jones) או מדד סטנדרט אנד פור (Standard Poor's Index). בישראל יהיו המדדים הרלוונטיים מדד המעורף, מדד תל אביב-25, מדד מניות היתר וכדומה.

ראו בעניין זה גם — Miley, *supra* note 146, at p. 328.

159 Miley, *supra* note 146, at p. 332.

as punitive damages; an award equal to triple damages would be fair, reasonable and well within the public interest".¹⁶⁰

יודגש במאמר מוסגר, כי הפסיקה הישראלית אינה מכירה, למרבה הצער, בענישה אזרחית, ומשום כך אינה מכירה בפיצויים עונשיים (punitive damages), בין בנזיקין ובין בכל תחום משפטי אחר. לרבות – נזק בתחום ניירות הערך. הטעם להטלת פיצוי עונשי, כמצוטט לעיל, מבהיר מדוע יש מקום לשקול אימוץ (זהיר וסלקטיבי) של סעד הפיצוי העונשי גם בישראל. יובהר, עם זאת, כי גם הפסיקה האמריקאית אינה ממהרת לחייב בפיצוי עונשי בגין עוולת החיבוץ, והיא מתנה זאת בהוכחת מירמה מצד הברוקר.¹⁶¹

גישה שונה מהגישה של פיצוי עונשי היא הגישה של "פיצויי השבה" (recissionary damages), שלמעשה, אינה שונה מפיצויי השבה על פי הדין הישראלי. השאלה היא, כמובן, כיצד יש לחשב את פיצויי ההשבה. בפסיקה האמריקאית הוצע המודל, אשר אומץ גם על ידי בית המשפט העליון בישראל, בפרשת קרטין הנסקרת בסעיף 11.3 להלן, ולפיה – פיצוי ההשבה יהיה סך ההפרש בין מחיר הרכישה של נייר הערך לבין מחירו לאחר גילוי העוולה.¹⁶²

11.3 הפסיקה בישראל בנושא החיבוץ

נושא החיבוץ אינו מוכר כראוי בישראל, והדבר נובע משני גורמים:

ראשית, הדין הישראלי, לרבות – חוק הסדרת הייעוץ, אינו מכיר כלל בעוולה זו, ממש כשם שהוא מתעלם כליל מעוולות אחרות, שעלולות להתבצע על ידי מנהל תיקי השקעות או יועץ השקעות; שנית, חוסר מודעות לנושא זה של חיבוץ, וחוסר מודעות כללית של לקוחות לגבי זכויותיהם מחד גיסא, ואפשרויות ניצולם לרעה על ידי מנהלי תיקים, מאידך גיסא.

ניתן היה לצפות, כי חוק הסדרת הייעוץ, שנחקק בשנת 1995, יסדיר את נושא החיבוץ. ואולם, כאמור, שותק החוק שתיקה רועמת בנושא עוולות פוטנציאליות של מנהלי תיקי השקעות. כנגזר מכך, החוק אינו מקנה כל אמצעי אכיפה ואינו מסדיר זכויות תביעה ברורות, מלאות ומפורטות, לציבור הלקוחות. במובן זה לא נותר אלא לתהות מה היתה תכלית החקיקה, שעה שנושאים כה מהותיים נותרו מעבר להישג ידו של חוק חדש זה.

ההוראה הרלוונטית היחידה לנושא זה בחוק הסדרת הייעוץ, מצויה בסעיף 11 הקובע, בין היתר, כי מנהל תיקים ויועץ השקעות יפעלו לטובת הלקוח ולא יעדיפו את ענייניהם האישיים על פני ענייני לקוחותיהם.

¹⁶⁰ Ibid.

¹⁶¹ ראו *Mihara, supra note 145*, at p. 825.

¹⁶² ראו גם *Meyers v. Moody*, 475 F. Supp. 232 (1979), at p. 239.

ואולם, כדרכו של המחוקק, בכל הנוגע לחוק הסדרת הייעוץ, מדובר בהוראה אנמית וכללית, שלא לומר – סתמית. הוראה זו אינה נותנת מענה ראוי לתופעת החיבוץ, במיוחד לנוכח העובדה שהפרת החוק ממילא אינה מקנה זכות תביעה כספית ללקוח. הרשות לניירות ערך, העומדת מאחורי ניסוח חוק זה, סברה, ככל הנראה, כי תכלית החוק תושג על ידי הקניית מלוא סמכויות האכיפה לה-עצמה. גישה זו, השורה על כל דיני ניירות ערך בישראל, שגויה מיסודה, עם כל הכבוד, כפי שהוסבר גם בהקשר של הקניית זכויות תביעה אזרחיות בעבירות של שימוש במידע פנים ותרמית בניירות ערך.

מהי, אם כן, התרופה העומדת ללקוח, החושד כי מנהל התיקים שלו עושה שימוש לרעה בכספים המופקדים בידיו?

חוק ניירות ערך קובע בסעיף 54 את ההוראה הבסיסית האוסרת ביצוע פעולות "תרמית" בניירות ערך. שאלה היא, ואין על כך מענה ברור, אם ניתן לעשות שימוש בסעיף 54 דנן גם לעניין עוולת חיבוץ. סעיף 54(א)(1) לחוק אוסר, כידוע, על "הנעה בדרכי תרמית". נשאלת, אם כן, השאלה, אם לא ניתן לומר כי מי שרוכש בפעולות סרק ניירות ערך בעבור לקוחו, "מניע" אותו בדרכי תרמית לבצע פעולות בניירות ערך (למעשה, מנהל התיקים אינו מניע את הלקוח אלא מניע את עצמו, שכן הוא מבצע את הפעולות בעצמו, אך הפעולות עצמן נעשו – כלפי הלקוח – בדרכי תרמית).

כשל הקושי הבסיסי של שימוש בהוראה עונשית לצורך ניהול הליך אזרחי, אישי וכספי, מצד הלקוח, הרי שנתרות ההוראות הכלליות בפקודת הנזיקין: מכוחן ניתן לתבוע בגין תרמית, עושק, גזל וכן בגין העילה העצמאית של עשיית עושר ולא במשפט. באופן דומה ברור, כי ניתן לעשות שימוש בהוראות מדיני החוזים ולתבוע את מנהל התיקים מכוח החוזה שבינו לבין הלקוח, חוזה שהופר על ידי מנהל התיקים בעצם פעולת החיבוץ.

ברור, כי הפתרונות התחיקתיים אינם מספקים. מן הראוי, כי החקיקה החדשה בתחום ניירות הערך תיתן דעתה לנושא זה. בכך יהיה גם כדי לתרום להגברת מודעות ציבור המשקיעים בישראל לזכויותיהם, הנפגעות לעתים בלא ידיעתם.

באשר לסוגיית החיבוץ עצמה, הרי שעד כה ניתנו בישראל שלושה פסקי דין בלבד (למיטב ידיעת המחבר) אשר דנו בנושא חיבוץ בתיקי ניירות ערך:

הפרשה הידועה ביותר, שסללה את ראשית הדרך בתחום זה, היא פרשת קרטיין, אשר נדונה הן בבית המשפט המחוזי בתל אביב (מפי השופט א' פלפל) והן בבית המשפט העליון.¹⁶³ הפרשה השנייה היא פרשת אפיקים,¹⁶⁴ בה נטען ונדחה טיעון בדבר

163 ראו ת"א (ת"א) 2585/98 קרטיין ואח' נ' עתרת ניירות ערך (2000) בע"מ ואח' (לא פורסם).
ראו גם ע"א 3654/97 קרטיין ואח' נ' עתרת ניירות ערך (2000) בע"מ ואח', פ"ד נג(3) 385 (להלן: "פרשת קרטיין-עליון").

164 ראו ת"א (ת"א) 176/94 קוטליצקי ואח' נ' אפיקים חברה ליעוץ והשקעות בע"מ (לא פורסם) (להלן: "פרשת אפיקים") (לא פורסם).

דיני ניירות ערך

חיבוץ, והפרשה השלישית היא פרשת הלל,¹⁶⁵ בה הוכר טיעון בדבר חיבוץ. להלן ייסקרו שלוש פרשות אלו.

פרשת קרטין

נסיבות הפרשה:

התובעים הסמיכו את מנהל התיקים, שלמה אייזנברג (הבעלים של הנתבעת, חברת עתרת ניירות ערך), לנהל את כספיהם ומסרו לו ייפוי כח לפעול בחשבונות ניירות הערך שלהם בבנקים. כדיעבד התברר להם, לטענתם, כי הוא רכש ניירות ערך של שלוש חברות (אקרטטיין, תים מחשבים וליפסקי), בהן מנהל התיקים עצמו היה בעל עניין. עוד נטען על ידם, כי כ-40%–50% משווי התיק שלהם, שנוהל על ידי מנהל התיקים, התרכז באותן שלוש מניות. התובעים טענו, על כן, כי אייזנברג הפר את חובות האמון שלו ופעל בניגוד עניינים ולטובתו האישית, על חשבון טובת לקוחותיו.¹⁶⁶

בפרשת קרטין הכיר בית המשפט העליון בכך שמנהל התיקים ביצע פעולות רבות החשודות כ"חיבוץ", משמע פעולות סרק רבות שנועדו רק לשם חיוב הלקוח בעמלות. כן, הכיר בית המשפט העליון בכך שמנהל התיקים פעל בניגוד עניינים בולט ובוטה, שנבע מכך שהוא עצמו החזיק בשלוש המניות שרכש עבור לקוחותיו, באופן מאסיבי וכחלק מהותי מתיק הלקוח, כאמור. במצב דברים זה, חלה על מנהל התיקים חובת דיווח ללקוח אודות אותו ניגוד עניינים. בסיכומו של דבר, הורה בית המשפט העליון להחזיר את התיק לדיון בבית המשפט המחוזי, על מנת שזה יכריע מהו הפיצוי המגיע ללקוחות ממנהל התיקים, וזאת, בהתאם לשיטת "פיצויים של ביטול", כפי שתפורט להלן, בהמשך פרק זה.

פרשת אפיקים

נסיבות הפרשה:

שני אחים, יעקב ומשה קוטליצקי, הפקידו כספים בידי מנהל תיקים, יעקב וינשטיין, וכידי החברה שבניהולו – אפיקים חברה ליעוץ והשקעות בע"מ. בין טענות התובעים כלפי הנתבעים היו – חריגה מהרשאה, נטילה שלא כדין של החזר עמלות שנתקבלו מהבנק, בו נוהל החשבון, פעולה בניגוד עניינים ושלא לטובת הלקוח וכן פעולות סרק רבות, שהיו ללא תכלית ונועדו לגבות עמלות לטובת מנהל התיקים.¹⁶⁷

165 ראו ת"א (ת"א) 50930/98 הלל נ' החברה המרכזית לניירות-ערך ואח' (להלן: "פרשת הלל") (לא פורסם). יצוין, למען הגילוי הנאות, כי המחבר ייצג את התובע, הלל, בתיק זה.

166 יצוין, כי השופט א' פלפל בבית המשפט המחוזי בתל אביב דחה את התביעה. ואולם, בית המשפט העליון קיבל פה אחד את ערעור התובעים.

167 כן נטען על ידי התובעים (וטענה זו אומצה בחלקה על ידי השופט טלגם בבית המשפט המחוזי בתל אביב), כי חלק מפעולות מנהל התיקים בחשבון הלקוחות נעדר כל הסבר כלכלי. כך, למשל, בוצעו רכישות רבות בשערי שיא, בעוד שמכירות רבות של ניירות ערך נעשו רק בשערים נמוכים ביותר, ומנהל התיקים לא ניצל תקופות ארוכות של גיאות שערים על מנת לממש את המניות שבתיק.

עוד, טענו התובעים לביצוע פעולות חיבוץ במניות מסוימות שנרכשו עבורם, ואולם, טענה זו נדחתה בבית המשפט המחוזי, מפי השופט טלגם, אשר דחה טענות אלו שלא היו מבוססות בראיות, אלא התבססו על השערות בלבד.¹⁶⁸ בסיכומו של דבר, ומאחר שבית המשפט לא מצא ממש בפרשת אפיקים בטענות החיבוץ, לא התקיים דיון עקרוני בנושא החיבוץ או בשיטות הפיצוי בגין חיבוץ.

פרשת הלל

נסיבות הפרשה:

יעקב הלל פתח חשבון ניירות ערך אצל הנתבעת, החברה המרכזית לניירות ערך, אם כי הוא הסמיך מנהל תיקים עצמאי (אמנון בר-אמון) לנהל את חשבונו. לצורך החשבון נלקח אשראי מהחברה וטענת התובע כי לא ביקש אשראי נדחתה על ידי בית המשפט. התובע טען, כי מנהל התיקים ביצע בחשבונו חיבוץ (פעולות סרק רבות) וכי החברה ידעה על כך ועצמה עיניה לנוכח החיבוץ.

בית משפט השלום בתל אביב, מפי השופט ק' ורדי, קיבל בחלקה את התביעה שהגיש הלל כנגד מנהל התיקים, אך דחה את תביעתו כנגד חברת ניהול התיקים. בית המשפט קיבל את טענת החיבוץ של הלל וחייב את מנהל התיקים להשיב לתובע את כל העמלות שנגבו ממנו בגין פעולות שהוכרו כחיבוץ, לרבות עמלות שגבתה החברה לניהול התיקים. מנגד, נמנע בית המשפט מלפצות את התובע בגין ההפסדים שנגרמו לו, תוך שהוא מסרב להחיל את הלכת קרטין במלואה. זאת, בנימוק, כי נסיבות המקרה שונות מפרשת קרטין, שכן בפרשה האמורה היתה הפרת אמונים ארוכה ומתמשכת מצד מנהל התיקים, בעוד שבפרשת הלל בוצעו "רק" כ-100 מקרים של פעולות חיבוץ מתוך אלפי פעולות שבוצעו בחשבון הלקוח.¹⁶⁹

בית המשפט סירב להחיל על החברה אחריות למעשי החיבוץ, שביצע מנהל התיקים בחשבון הלקוח, בנימוק, כי מנהל התיקים פעל כעצמאי ולא כשכיר או כעובד של החברה (אף שקיבל ממנה שירותים ופעל ממשרדה).¹⁷⁰

פרשת הלל מחדדת את השאלה, שבית המשפט נמנע מלהתמודד עימה במישור העקרוני, אם ובאיזו מידה אחראית חברה לניהול תיקים למעשיו של מנהל תיקים. אמנם, בפרשה זו נקבע כממצא עובדתי, כי מנהל התיקים פעל כמנהל "עצמאי" וכי לא היה עובד של חברת הברוקרים. עם זאת, שאלה היא אם לא נכון, מבחינת שיקולי מדיניות, לחייב חברה לניהול תיקים לקיים מערך של בקרה ופיקוח כלשהם ביחס

168 ראו פרשת אפיקים, לעיל הערה 164, בסעיפים ד' 8 ו-ד' 9 לפסק הדין.

169 ראו פרשת הלל, לעיל הערה 165, בעמ' 29-30 לפסק הדין.

170 השופט ורדי לא קיבל את עמדת התובע להחיל על החברה אחריות למעשי מנהל התיקים, אף שלא היתה מחלוקת כי מנהל מטעם החברה עקב אחר הנעשה בחשבון, לשם בדיקת חריגה ממסגרת האשראי. יצוין, כמו כן, כי באותה פרשה התקבלה תביעה שכנגד של החברה כנגד התובע, בגין אשראי לרכישת ניירות ערך.

לפעילותם של מנהלי תיקים הפועלים במסגרתה. זאת, בין אם הללו הינם שכירים ועובדים שלה ממש ובין אם הינם עצמאים, אך פועלים באמצעותה.¹⁷¹

הפיצוי בגין "חיבוץ" על פי הלכת קרטיין כאמור לעיל, היתה פרשת קרטיין הפרשה הראשונה, בה הכיר בית המשפט בישראל בעוולת החיבוץ. בפרשה זו סקר בית המשפט העליון את שלושת השיטות האפשריות לחישוב פיצויים בגין נזקי ניהול תיק ניירות ערך:

שיטה אחת — קובעת, כי בהעדר הוכחה מפורשת בדבר גרימת נזק ממעשי הנתבע, תצומצם זכות הפיצויים להפרש בין מחיר רכישת ניירות הערך לבין ערכם הריאלי במועד הרכישה.

שיטה זו מכונה שיטת "חסרון הכיס" (out of pocket rule) והיא אינה מתחשבת בירידת ערך ההשקעה עקב תנודות השוק.¹⁷² לפי גישה זו, נדרש התובע להוכיח קשר סיבתי בין התנהגותו העוולתית של מנהל התיקים לבין ההפסדים שנגרמו ללקוח בניירות ערך. בהעדר הוכחה בדבר קשר סיבתי עובדתי כזה, יצטמצמו פיצויי הלקוח־התובע רק להפרש שבין מחיר רכישת ניירות ערך בפועל לבין השווי הריאלי של ניירות הערך במועד הרכישה.

שיטה שנייה — קובעת, כי הלקוח יפוצה על מלוא ההפרש בין מחיר הרכישה של נייר הערך לבין מחיר השוק של נייר הערך, בסמוך לאחר גילוי ההפרה. שיטה זו מחזירה למעשה את הלקוח למצבו ערב ההשקעה, ובדומה להשבה בדיני החוזים הכלליים, היא מחזירה אותו למצב הטרורם חוזי. שיטה זו מכונה — "פיצויים של ביטול/השבה" (recissionary damages), והיא אשר אומצה על ידי בית המשפט העליון בפרשת קרטיין. כפי שמציין בית המשפט העליון בפרשת קרטיין, הרציונל לאימוץ שיטה זו מבין השלוש, הינו אלמנט ההרתעה.¹⁷³

171 בפרשת הלל, למשל, לא היתה מחלוקת, כי טופסי פתיחת החשבון היו של החברה, ולא של מנהל התיקים העצמאי, וכי האשראי לביצוע פעולות בניירות ערך בחשבון התובע, ניתן על ידי החברה ולא על ידי מנהל התיקים. השאלה היא, אם בנסיבות אלו אין לחייב את החברה באחריות לפעולות חיבוץ שביצע מנהל התיקים. תשובת בית משפט השלום היתה על כך בשלילה. עם זאת, נדמה, כי ההנמקה להכרעת בית המשפט נעוצה בנסיבות המקרה של פרשת הלל, ולא בהכרח ניתן לראות בכך הלכה לגבי היקף אחריותה של חברה לניהול תיקים. יש לזכור גם, כי במקרה בו מנהל התיקים אינו עצמאי, אלא עובד של חברת ניהול התיקים, עשויה הכרעת בית המשפט להיות שונה בהחלט.

172 לפי גישה זו, אין להטיל על מנהל התיקים (הנתבע) את הנזק שנגרם ללקוח כתוצאה מפעילות כוחות השוק. נזק זה מוטל מלכתחילה על הלקוח שביקש להשקיע בניירות ערך. לפי גישה זו, מנהל התיקים אינו סוכן הביטוח של הלקוח, והאחרון נטל על עצמו סיכון מודע מראש בעצם נכונותו להשקיע בניירות ערך.

173 ראו פרשת קרטיין-עליון, לעיל הערה 163, בעמ' 402.

שיטה שלישית — היא דרך ביניים בין שתי השיטות הראשונות, והיא קובעת את הפיצוי בקירוב ועל פי אמדן או הערכה כללית.

השופט אנגלרד בבית המשפט העליון הכריע בפרשת קרטין באורח ברור וחד־משמעי בעד השיטה השנייה, וזאת במידה רבה בשל העובדה, כי הפרת חובת הנאמנות מצד מנהל התיקים לא היתה מעשה או אירוע חד פעמי, אלא היתה זו הפרה מתמשכת:

"מן הראוי לאמץ במישרין את הגישה השניה הנזכרת, לפיה זכאי הנפגע לפיצויים העולים כדי ההפרש בין סכום השקעתו המקורית לבין ערך השוק של ההשקעה סמוך ליום גילוי ההפרה (recissionary damages). וכל כך למה? התנהגותו של איזנברג (מנהל התיקים באותה פרשה — ר' ע') לא היתה ארוע חד פעמי. ניגוד העניינים נמשך לאורך כל תקופת השליחות."¹⁷⁴

יודגש, כי השיטה השנייה של חישוב הפיצויים, אשר אומצה כאמור על ידי בית המשפט העליון, מחמירה עם מנהלי תיקי ניירות ערך. ראוי להעיר, כי ההנמקה לאימוץ השיטה השנייה לחישוב הפיצוי, לא התבססה רק על חיבוץ, אלא גם (ואולי — בעיקר) על הפרת האמונים והפעולות בניגוד עניינים בסיסי ומתמשך מצד מנהל התיקים:

"...ואמנם, ההפרה הממושכת של חובת הנאמנות מצד מנהל תיק ההשקעות, מן הראוי כי תעניק לנפגע את הזכות לדרוש את ביטול כל השליחות תוך כדי החזרת מצבו לקדמותו."¹⁷⁵

ראוי להדגיש, כי מפסק דינו של בית המשפט העליון בפרשת קרטין עולה, כי במקרה של הפרת אמונים, פעולה בניגוד עניינים וחיבוץ, זכאי הלקוח להשבה מלאה של כל כספו, שהופקד בידי מנהל התיקים. המחלוקת וגדר הספק הם, כאמור, אך ורק בשיטת חישוב ושיערוך ההשבה והפיצוי, להם זכאי הלקוח.

הערה אחת חייבת להיאמר בהקשר של פרשת קרטין. יש לראות פסק דין תקדימי וחשוב זה באספקלריה הנכונה שלו, שהיא — פעילות חריגה של מנהל תיקי ניירות ערך, אשר ביצע לא רק חיבוץ מתמשך, אלא גם (ואולי — בעיקר) פעל תוך ניגוד עניינים בולט ולאורך תקופה ארוכה. שאלה היא, ואין עליה מענה ברור, אם היתה עומדת לה הלכת קרטין גם בלעדי הפרת האמונים וניגוד העניינים האמורים, ואילו כל חטאו של איזנברג היה בביצוע פעולות חיבוץ. על כך אין, כמובן, תשובה ברורה. הדבר תלוי במידה רבה בנכונותם העתידית של בתי המשפט בישראל להכיר בעוולת החיבוץ ולהכיר בזכות הלקוח לקבל פיצוי כספי על פגיעה בזכויותיו. זאת, לא רק בדמות החזר עמלות, אלא החזר מלוא הכסף שהופקד בידי מנהל התיקים, וכן — מתן פיצוי הולם בגין הפרת חובת האמון כלפי הלקוח.

174 ראו שם, בעמ' 406.

175 ראו שם.