

ייעוץ, שיווק וניהול תיקי השקעות בישראל על ידי מומחים

זרים - מציאות או (עדיין) חזון?

(בעקבות תיקון מס' 13 לחוק הייעוץ)

מאת

אלי אליה, עו"ד*

א. פתח דבר

לאחר מסע ארוך, מפרך ורב תהפוכות, נכנס לתוקף תיקון מס' 13 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995^[1] (להלן: "חוק הייעוץ" או "החוק"). המסע החל בשלהי שנת 2006,^[2] חצה שרים, ועדות וממשלות והגיע אלי קו הגמר לפני חודשים ספורים, ביום 31 במרץ 2011, עם כניסתו לתוקף של לב-ליבו של התיקון לחוק אשר פותח את הדלת בפני גורמים זרים מסוימים להעניק שירותי ייעוץ השקעות, שיווק השקעות ו/או ניהול תיקי השקעות ללקוחות בישראל, ללא צורך בקבלת רשיון על פי חוק הייעוץ.

התיקון לחוק הייעוץ עוסק בשלושה נושאים מרכזיים:

האחד - עיקרו של התיקון לחוק: מתן אפשרות לגורמים זרים בעלי "היתר זר", כלומר רשיון לעסוק במתן שירותי ייעוץ השקעות, שיווק השקעות ו/או ניהול תיקי השקעות במדינת מוצאם, להעניק שירותים אלו ללקוחות בישראל על בסיס הרשיון הזר שברשותם, במסגרת ובאמצעות "תאגיד

מורשה^[13] ישראלי אשר יפקח על פעולתם ויהיה חב באחריותם, וכל וזאת מבלי להידרש לקבלת רשיון ישראלי.

השני - אף הוא תיקון חשוב לחוק: הרחבת חוג הלקוחות המתוחכמים, המכונים "לקוחות כשירים", להם ניתן להעניק שירותים על פי החוק ללא צורך בקבלת רשיון, וכל זאת, בד-בבד עם תיקון (מעט ינחבא אל הכלים' אך לא פחות חשוב) אשר במסגרתו הורחבו סוגי השירותים לגביהם ניתן הפטור בעת מתן שירותים ל"לקוחות כשירים" - מייעוץ השקעות גרידא גם לשיווק השקעות וניהול תיקי השקעות.

השלישי - עניינו בתיקונים נוספים ונלווים לחוק הייעוץ, ובכללם: התאמת החוק לכללי ה-OECD בכל הנוגע למניעת אפליה לגבי גורמים אשר רשאים לקבל רשיון ייעוץ; ^[14] הבהרה, כי לא ניתן לפנות לאדם בהצעה למתן שירותים אלא אם כן השירות ניתן בידי בעל רשיון מתאים על פי חוק הייעוץ או בידי מי שרשאי לתת שירות זה גם ללא רשיון; ^[15] מתן סמכות להסתייע במיקור חוץ לשם פיקוח על בעלי רשיון; ^[16] הבהרות לתיקון מס' 10 לחוק הייעוץ שנתקבל במסגרת החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל (תיקוני חקיקה), התשס"ה-2005, ^[17] ועוד.

מאמרנו זה יעסוק בנושא הראשון מבין אלו, התיקון המרכזי לחוק, שעניינו ב"עוסק הזר", בעל ה"היתר הזר", אשר מבקש להעניק שירותי ייעוץ השקעות, שיווק השקעות ו/או ניהול תיקי השקעות ללקוחות בישראל ללא צורך בקבלת רשיון ישראלי, ותוך כדי כך, אף ניגע קלות בנושא השני, שעניינו מתן שירותים ל"לקוחות כשירים". **בפתח הדברים** נסקור את הרקע לתיקון לחוק ואת מטרותיו בהקשר של העוסק הזר; **בהמשכם** נסקור ונבאר את הוראות החוק בנוגע לעוסק הזר, תוך מתן דגשים והבהרות במקומות המתאימים; **ולבסוף**, ננסה לבחון ולהצביע על כמה מכשולים, או 'מעצורים', אשר עלולים להשפיע, במידה מסוימת, על יישומו והצלחתו של התיקון לחוק בהתייחס לעוסקים הזרים, תיקון אשר אמור לפתוח את השוק, להגביר את התחרות ולשרת בסופו של דבר את הלקוח הישראלי, ואף נציע מספר כיווני מחשבה נוספים אשר עשויים לסייע בקשר עם כך. ההתייחסות לתיקון לחוק מכאן ואילך במאמר זה הינה בהקשר של העוסק הזר ופעילותו בישראל.

ב. הרקע לתיקון לחוק ומטרותיו

על פי המצב המשפטי עובר לתיקון לחוק, מי שלא החזיק ברשיון לפי חוק הייעוץ (יחידים וחברות כאחד) לא יכול היה לתת, **מיוזמתו**, למי שנמצא בישראל, שירותי ייעוץ השקעות, שיווק השקעות ו/או ניהול תיקי השקעות (להלן: "**השירותים**"), אלא אם כן הוא נכנס לאחד מסעיפי הפטור המפורטים בחוק. על פי עמדת רשות ניירות ערך (להלן: "**הרשות**"), לפי עקרון הטריטוריאליזם,^[8] גם פנייה שנעשית מחוץ לישראל אל מי שנמצא בישראל רואים אותה כאילו נעשתה בישראל ולפיכך, היא מצריכה רשיון על פי החוק, והדברים נכונים אף אם הפונים פועלים ומצויים מחוץ לישראל ופונים לישראלים באמצעות המדיה האלקטרונית או בעת ביקורים מזדמנים בישראל, ואף אם החשבונות של הלקוח הישראלי מנוהלים מחוץ לישראל.^[9]

בהתאם לכך, בפני גוף זר אשר היה מעוניין לתת שירותים ללקוחות ישראלים, עמדו שתי אפשרויות מרכזיות: **האחת** - לעבור הליך של קבלת רשיון על פי חוק הייעוץ, **והשנייה** - לעסוק במתן שירותים אשר פטורים מקבלת רשיון על פי חוק הייעוץ, כגון מתן ייעוץ לגופים מוסדיים ולגופים אחרים המופיעים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 (להלן: "**חוק ניירות ערך**").

הליך קבלת רשיון בישראל לפי חוק הייעוץ הינו הליך מורכב אשר יכול להימשך זמן רב וככזה, עשוי להרתיע מבקשי רשיון ישראלים ועל אחת כמה וכמה זרים. כך למשל, עובר לתיקון לחוק, הליך קבלת הרשיון היה בלתי אפשרי למבקש יחיד שאינו אזרח או תושב ישראל.^[10] לגבי מבקש שהוא חברה, דרש ההליך, בין היתר, הקמת חברה בישראל^[11] וכי אלו אשר יעסקו בשמה של החברה במתן השירותים יהיו עובדים של החברה הזרה בעלי רשיון ישראלי מתאים.^[12] הליך זה יצר, כמובן, חסם משמעותי מפני כניסה של גורמים זרים לשוק הישראלי, והישועה לא הגיעה גם מסעיפי הפטור השונים.

מתן שירותים על ידי גורמים זרים ללא צורך בקבלת רשיון על פי חוק הייעוץ דרש, בראש ובראשונה, לעמוד בתנאי הפטור. הפטור המרכזי לגופים זרים המבקשים להיכנס לשוק הישראלי היה הפטור הקבוע בסעיף 3(11) לחוק הייעוץ, אשר העניק אפשרות למתן שירותי ייעוץ השקעות ללא צורך ברשיון אך ורק לגופים המכונים "לקוחות כשירים", הנמנים בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך (להלן: "לקוחות כשירים"). היקפו של פטור זה היה תחום ומצומצם והוא חל, עובר לתיקון לחוק, רק על שירותי ייעוץ השקעות (ולא על שירותי שיווק השקעות או ניהול תיקי השקעות) הניתנים לרשימה מצומצמת למדי של גופים מתוככמים.

אפשרויות אלו לא היו, איפוא, פתרונות של ממש לגופים הזרים אשר היו מעוניינים להיכנס לשוק הישראלי, ודרכם לשוק הישראלי נותרה חסומה. מסתבר, כי נתקבלו לא מעט פניות בנושא זה מחברות זרות אשר הביעו התעניינות בכניסה לשוק הישראלי, אך כאמור, נוכח דרישות החוק הכבדות, נחסמה דרכם.¹⁴³ מעברו השני של היס, כאן בארצנו, האפשרות של קהל המשקיעים הישראליים להיחשף לשירותים הניתנים על ידי גורמים זרים היתה כתוצאה מכך מצומצמת. הלקוח הישראלי אמנם יכול היה לפנות **מיוזמתו** לגוף זר ולבקש ממנו ייעוץ או להעביר לידיו את ניהול תיק ההשקעות שלו, אך הוראות החוק, עובר לתיקון לחוק, לא אפשרו לאותו גוף זר לפעול באופן משמעותי יותר בישראל ללא רשיון (למעט מתן שירותים לגופים מוסדיים וכיוצ"ב). החשיפה של הלקוחות הישראליים (בעיקר הפחות מתוככמים) לגופים הזרים המקצועיים היתה מצומצמת והסיכון מפני שירות קלוקל היה תלוי במידה רבה באיכות הפיקוח על אותם גופים במדינות התאגדותם.

מטרתו המרכזית של התיקון לחוק הינה, אם כן, הקלה על כניסת גופים זרים לשוק הישראלי והסרת החסמים המרכזיים אשר מנעו מהם לתת שירותים למשקיעים בישראל, וכל זאת בצורה מבוקרת ומרוסנת תוך מתן הגנה נאותה למשקיע הישראלי. כמקווה, כניסת גופים זרים לארץ תחשוף את המשקיעים הישראליים למובילים בתחום זה בעולם, תגביר ותפתח את השוק בארץ לתחרות, תרחיב את מגוון מציעי השירותים, תייצר מוטיבציה לחברות ישראליות לשפר את ביצועיהן במטרה להתמודד על כספו של ציבור המשקיעים בארץ ותגביר את הפיקוח והשליטה על פעילות זו ועימה את ההגנה על הלקוח הישראלי המבקש לקבל שירותים מגורמים זרים.¹⁴⁴ ההסדר אשר גובש לצורך כך הינו כפול: מתן חלופה נוספת (שלישית במספר) לפעילות בארץ על ידי גורמים זרים והרחבת סעיף

הפטור הנוגע למתן שירותים לחוג הלקוחות הכשירים.¹¹⁵ הבה נראה כיצד 'תורגמו' מטרות אלו לכלל דבר חקיקה.

ג. עיקרי התיקון לחוק

בתמצית, מהותו של התיקון לחוק הינה לאפשר לגורמים זרים, המוסמכים לתת שירותים במדינת מוצאם, להציע את שירותיהם בישראל, גם אם אין ברשותם רשיון ישראלי, כל עוד השירותים הללו ניתנים באמצעות תאגיד מורשה (תאגיד שקיבל רשיון על פי חוק הייעוץ וכן "בנק חוץ" ו-"תאגיד בנקאי",¹¹⁶ להלן: "תאגיד מורשה"), תוך תיאום ופיקוח של התאגיד המורשה ולקוחותיו בלבד. על פי הוראות אלו, הגורם הישראלי יישא באחריות מלאה - אחריות, מינהלית ופוליטית - לפעילותו של העוסק הזר. נביא ונבאר להלן את עיקרי ההוראות.

1. פעילות כ"עוסק זר" - תנאים ומגבלות

חוק הייעוץ קובע, כי לא יעסוק אדם בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות או בניהול תיקי השקעות אלא אם כן הוא בעל רשיון מתאים.¹¹⁷ על אף הוראה זו, קובע התיקון לחוק, כי "עוסק זר רשאי לעסוק במתן שירותים ללקוחות של תאגיד מורשה גם ללא רשיון מתאים לפי חוק זה",¹¹⁸ בהתקיים תנאים מסוימים אשר עיקריהם יפורטו להלן:

1.1 תנאי סף - היותו של הגוף הזר "עוסק זר" - "עוסק זר" מוגדר בחוק הייעוץ כ"יחיד זר או

תאגיד זר". "יחיד זר" הינו יחיד שאינו תושב ישראל שהוא בעל "היתר זר" (כמבואר

להלן). "תאגיד זר" הוא תאגיד שמתקיימים בו כל התנאים הבאים:¹¹⁹

1.1.1 הוא התאגד מחוץ לישראל;

1.1.2 השליטה בו היא בידי מי שאינו תושב ישראל,^[20]

1.1.3 הוא בעל "היתר זר". "היתר זר" הינו היתר לעסוק במתן שירותים במדינה זרה לפי הדין באותה המדינה (להלן: "ההיתר הזר").

בדברי ההסבר להצעת החוק הובהר, כי הגדרה זו כוללת גם מצב שבו לפי דין המדינה הזרה מותר לתת שירות, גם בלי לקבל רשיון או אישור פורמלי.^[21] רוצה לומר, עוסק זר אשר רשאי ליתן שירותים במדינה זרה לפי הדין באותה מדינה **ללא צורך ברשיון**, יהיה רשאי להעניק את אותם שירותים הפטורים מרשיון במדינה הזרה גם למשקיעים בישראל, כאילו יש בידו היתר זר ;

1.1.4 עיסוקו על פי ההיתר הזר נעשה, דרך כלל, מחוץ לישראל.^[22]

1.2 **קיומו של הסכם בכתב** - על העוסק הזר להתקשר בהסכם בכתב למתן השירותים עם

תאגיד מורשה.^[23]

1.3 **היקפו של ההיתר זר** - ההיתר הזר שבידי העוסק הזר מתיר לו לעסוק, במדינה שבה ניתן

ההיתר, במתן השירותים, ואם הוא תאגיד זר - גם המועסקים בשמו במתן השירותים

הללו, הם בעלי היתר זר, כאמור.^[24]

חשוב לציין, כי עיסוקו של העוסק הזר בישראל יהיה **בהתאם להיתר הזר שבידו** ורק לגבי ניירות ערך ונכסים פיננסיים שעל פי ההיתר הזר הוא רשאי לפעול לגביהם. כך למשל, אם רשיונו של העוסק הזר הוא למתן שירותי ייעוץ השקעות לגבי נכסים פיננסיים מסוימים בלבד, הרי שגם בישראל הוא יהיה רשאי לעסוק על פי הוראות פרק זה רק בפעילות זו.^[25] הא ותו לא.

1.4 רשיון התאגיד המורשה - התאגיד המורשה רשאי לתת את השירותים בעצמו,

ללקוחותיו, לפי הוראות חוק הייעוץ.^[26]

יש לשים לב בהקשר זה, שהתאגיד המורשה אינו יכול להרחיב את השירותים אותם הוא רשאי להעניק על פי הרשיון שברשותו באמצעות התקשרות עם העוסק הזר. כלומר, אם רשיון התאגיד המורשה הינו לייעוץ השקעות בלבד, התאגיד המורשה לא יכול להעניק שירותי ניהול תיקי השקעות בהסתמך על ההיתר הזר לניהול תיקי השקעות שברשות העוסק הזר עימו התקשר.^[27]

1.5 רישום במרשם העוסקים הזרים - על העוסק הזר והתאגיד המורשה להירשם במרשם

העוסקים הזרים.^[28] לעניין זה, הותקנו תקנות הקובעות הנחיות בדבר פרטים ואישורים שיש לכלול בבקשה לרישום במרשם העוסקים הזרים,^[29] ובכללם:

1.5.1 הצהרה של התאגיד המורשה, בין היתר, בדבר עמידתם של התאגיד המורשה והעוסק הזר בתנאי הכשירות המפורטים לעיל, כי לא מצא פגם במהימנותם של העוסק הזר והמועסקים בשמו במתן השירותים וכי הוא מודע להוראות החוק לעניין ההתקשרות עם העוסק הזר, לרבות לאחריות המוטלת עליו ביחס למעשיו של העוסק הזר, כאמור בחוק, ולחובת הפיקוח המוטלת עליו.

1.5.2 חוות דעת מנומקת של עורך-דין המופנית לרשות, המאשרת כי העוסק הזר הוא בעל היתר זר, ולגבי תאגיד זר - גם אישורים בנוגע להתאגדותו מחוץ לישראל, לכך שהשליטה בו היא בידי מי שאינו תושב ישראל ולכך שעיסוקו על פי ההיתר הזר נעשה דרך כלל מחוץ לישראל.

1.5.3 נוהל עבודה המסדיר את ההתנהלות ויחסי העבודה בין התאגיד המורשה לעוסק הזר, ואם הוא תאגיד זר - לרבות ביחס למועסקים בשמו של התאגיד הזר במתן שירותים.

1.5.4 אישור של חברת הביטוח המבטחת את אחריותו של התאגיד המורשה, ולפיו הביטוח חל גם על פעילותו של העוסק הזר במתן שירותים ללקוחות התאגיד המורשה.

1.6 **הוראות מיוחדות בנוגע לתאגיד מורשה שהוא בנק זר** - החוק מאפשר לתאגיד מורשה שהוא "בנק זר",^[30] לפעול בהתאם להוראות פרק ב'1 לחוק (הפרק הנוגע לעוסק הזר) גם ביחס ללקוחות של בנק בקבוצתו אשר נמצא מחוץ לישראל, אף אם אין אלו לקוחותיו של אותו תאגיד מורשה. כך למשל, אותו תאגיד מורשה שהינו "בנק זר", יוכל להעניק שירותי ייעוץ השקעות ללקוח ישראלי בישראל, כאשר אותו לקוח ישראלי הוא לקוח של תאגיד בנקאי מחוץ לישראל השולט בתאגיד המורשה ("הבנק הזר"), ובלבד שהשירות יינתן במסגרת השלוחה הישראלית של הבנק הזר ותחת אחריותו.^[31]

2. החובות החלות - ואלו שאינן חלות - על עוסק זר

חוק הייעוץ מחיל על העוסק הזר מספר חובות הקבועות בו, בשינויים המחויבים, כאילו היה בעל רשיון ישראלי. במסגרת האיזון שביקש המחוקק להשיג - בין הרצון לאפשר ללקוחות

ישראליים את הנגישות לגופים הזרים המקצועיים בלי להכביד יתר על המידה על גופים אלו ובין הצורך להגן על המשקיע הישראלי - החיל המחוקק על העוסק הזר רק חלק מהוראות חוק הייעוץ. עסקינן בחובות שהן לדידו של המחוקק, כך למיטב הבנתנו, בבחינת 'סטנדרטים מינימליים' אשר ראוי להטיל בנסיבות אלו ורובן, כך נראה, אף מתבקשות, כדוגמת חובות האמון והזהירות וכיוצ"ב. במסגרת זו חשוב לשים לב לחובות שאינן חלות על העוסק הזר לא פחות מאשר לאלו שחלות עליו :

2.1 **חובות החלות על עוסק זר** - סעיף 10ג לחוק הייעוץ קובע, כי כל הוראות פרק ג' לחוק, למעט סעיף 13, וכן הוראות פרק ד' לחוק וסעיף 25 לחוק יחולו על עוסק זר שנכנס בגדרו של פרק ב'1 לחוק. חובות אלו כוללות, בין היתר : חובות אמון, החובה להתאים את השירות לצורכי הלקוח, גילוי נאות ביחס לעניינים מהותיים, דיווח על ניגוד עניינים והימנעות מביצוע פעולה הכרוכה בניגוד עניינים, איסור העדפת ניירות ערך או נכסים פיננסיים של העוסק הזר או של תאגיד קשור, איסור קבלת תמריצים בקשר עם מתן השירותים, הגבלות לעניין התקשרות בהסכם חריג,^[32] חובת דיווח על עסקה הכרוכה בסיכונים מיוחדים וקבלת אישור לביצוע עסקה כאמור על ידי מנהל תיקים, חובת סודיות, חובת זהירות, הגבלת השימוש במילה "ייעוץ", הגבלת עיסוקים,^[33] החזקה וניהול נפרד של נכסי הלקוח, איסור שימוש בנכסי לקוח, החובה לקיים את התנאים לעניין ביטוח, הון עצמי, ערבות בנקאית, פיקדון או ניירות ערך,^[34] הגבלת שכר והוצאות בנוגע למנהל תיקים (עוסק זר המנהל תיקים לא יתנה את שכרו ברווח שהפיק הלקוח מעסקה, או במספר העסקאות שבוצעו עבור הלקוח) וחובת רישום פעולות.

כפי שניתן לשים לב, הגם שהמחוקק הטיל על העוסק הזר רק חלק מהחובות המוטלות על בעל רשיון, עסקינן ברשימה די ארוכה של חובות. הכפפת העוסק הזר לרובן של חובות אלו הינה, לדעתנו, ברורה ומתבקשת, אך השאלה היא, האם יסכים (או - האם יוכל) העוסק הזר לקחת על עצמו חובות אלו והאם חובות אלו תואמות את אופן הפעילות שלו במדינת מוצאו ובמדינות אחרות, ועל כך נעמוד בהמשך הדברים.

עוד נציין, כי הכפפת העוסק הזר להוראות אלו תאפשר ללקוחות בישראל עילת תביעה אזרחית כנגדו בגין הפרתו.^[35]

הוראה נוספת מעניקה לרשות את הסמכות למחוק ממרשם העוסקים הזרים עוסק זר ותאגיד מורשה אם לגבי אחד מהם חדל להתקיים תנאי מן התנאים המנויים בסעיף 10ב לחוק.^[36]

2.2 **חובות שאינן חלות על עוסק זר** - מתוך כלל הוראות פרק ג' לחוק הייעוץ (העוסק, כאמור לעיל, בחובות אמון, זהירות וחובות אחרות של נותן השירותים) נקבע, כי סעיף 13 לחוק לבדו אינו חל על עוסק זר. סעיף 13 לחוק עוסק בחובת עריכת הסכם בכתב בין "בעל הרשיון" לבין הלקוח. הסכם זה חייב לכלול רשימת נושאים מוגדרת וברורה המפורטת באותו סעיף.^[37] עוד קובע סעיף 13 לחוק, בין היתר, חובת עדכון של אותם פרטים הכלולים בהסכם, קביעה כי תניית פטור בהסכם, הפוטרת בעל רשיון מאחריות המוטלת עליו לפי החוק או לפי דין אחר בעניין אופן מילוי תפקידו או המסייגת את אחריותו - תהא בטלה, ועוד.

המשמעות האופרטיבית של החרגת סעיף זה ביחס לעוסק זר היא, כי אין דרישה לעריכת הסכם בכתב בין העוסק הזר לבין הלקוח, וככל שיש הסכם בכתב - הרי שזה אינו חייב לכלול את הנושאים המצוינים בסעיף 13 לחוק ואינו כפוף להוראותיו. הרציונל של סעיף זה הוא להקל על העוסק הזר בעת פעילותו בישראל, מקום בו ממילא נדרשים הן הסכם בכתב בין העוסק הזר לבין התאגיד המורשה כאמור לעיל, והן הסכם בכתב בין התאגיד המורשה, באמצעותו יפעל העוסק הזר בישראל, לבין הלקוח הישראלי.^[38]

מתוך פרק ה' לחוק הייעוץ, העוסק בחובות רישום ודיווח החלות על בעל הרשיון, חלה על העוסק הזר אך ורק החובה הקבועה בסעיף 25 לחוק, שעניינה, כאמור לעיל, ברישום פעולות; כלומר, על העוסק הזר לנהל רישומים של כל פעולת שיווק או ייעוץ או עסקה

שביצע עבור הלקוח ולשמור על רישומים אלו למשך שבע שנים.^[39] שאר הסעיפים הכלולים בפרק זה (חובת דיווח ללקוח, חובת דיווח לרשות ועוד) אינם חלים על העוסק הזר.

הוראות מרכזיות נוספות שאינן חלות **במפורש** על העוסק הזר הן ההוראות הנוגעות להטלת עיצום כספי בידי הרשות (פרק ז' 1 לחוק), ההוראות הנוגעות להטלת אמצעי אכיפה מינהליים בידי ועדת האכיפה המינהלית (פרק ז' 2 לחוק^[40]) והוראות פרק העונשין (פרק ח' לחוק). לדעתנו, תחולת הוראות אלו על כל הפרה שבוצעה על ידי העוסק הזר אינה ברורה דיה ואינה חד-משמעית על פי חוק הייעוץ.^[41]

3. החובות החלות על התאגיד המורשה

כאמור, העוסק הזר פועל בישראל באמצעות התאגיד המורשה (בעל רשיון על פי חוק הייעוץ), הנושא באחריות לפעילותו של העוסק הזר ואשר חלות עליו, בנוסף לחובות הרגילות מכוח הרשיון שברשותו על פי הוראות חוק הייעוץ, גם החובות הבאות:

- 3.1 **הסכם בין התאגיד המורשה ללקוח** - בהסכם שבין התאגיד המורשה ללקוחו יציין התאגיד המורשה, במפורש, את השירותים שלגביהם התקשר בהסכם עם העוסק הזר, שיינתנו בידי העוסק הזר, וכן את הנכסים וניירות הערך שלגביהם יינתנו השירותים, כאמור.^[42]
- 3.2 **אחריות אזרחית למעשיו של העוסק הזר** - התאגיד המורשה אחראי באחריות אזרחית למעשיו ולמחדליו של העוסק הזר שעמו התקשר, ויחולו על התאגיד המורשה הוראות חוק הייעוץ כאילו נתן את השירותים ללקוחותיו בעצמו.^[43]

3.3 פיקוח על העוסק הזר - על התאגיד המורשה לפקח ולעשות כל שניתן למניעת הפרה של

ההוראות המפורטות בסעיף 10ב לחוק הייעוץ (דהיינו, תנאי הסף ושאר התנאים המופיעים בסעיף 1 לפרק זה לעיל, ככל שמתייחסים לעוסק הזר) וכן של הוראות חוק הייעוץ שהוחלו על העוסק הזר בסעיף 10ג לחוק (דהיינו, הוראות פרק ג' לחוק למעט סעיף 13 וכן הוראות פרק ד' וסעיף 25 לחוק).^[44] חובת פיקוח זו תחייב את התאגיד המורשה, בין השאר, לעדכן את העוסק הזר בדבר חובותיו על פי חוק הייעוץ ולקיים פיקוח פעיל ושוטף לגבי עמידתו בהן.

3.4 אחריות מינהלית ופילית של התאגיד המורשה בגין הפרת החוק על ידי העוסק

הזר - אם הפר העוסק הזר הוראה מההוראות המפורטות בסעיפים המוזכרים בסעיף 3.3 לעיל, חזקה כי התאגיד המורשה הפר את חובתו, אלא אם כן הוכיח כי עשה כל שניתן כדי למלא את חובתו האמורה, ודינו סנקציה (מינהלית או פלילי, בהתאם לעניין) הקבועה בחוק.^[45]

3.5 ביטוח - על התאגיד המורשה לעדכן את פוליסת הביטוח שברשותו, כך שזו תחול גם על

פעילותו של העוסק הזר במתן שירותים ללקוחות התאגיד המורשה.^[46]

3.6 אחריות מינהלית ישירה של התאגיד המורשה אם הפר את הוראות פרק ב'1

לחוק - תאגיד מורשה אשר לא ציין בהסכם עם לקוח את השירותים שיינתנו בידי עוסק זר או את הנכסים הפיננסיים וניירות הערך שלגביהם יינתנו שירותים כאמור (בניגוד להוראות סעיף 10ד לחוק הייעוץ), או שלא הודיע באופן מיידי ללקוח על הפסקת פעילותו של עוסק זר (בניגוד להוראות סעיף 10ז לחוק הייעוץ), או שלא הגיש לרשות דוח או מסר לה הודעה, הסבר או מסמכים (בניגוד להוראות סעיף 10ז לחוק הייעוץ), רשאית הרשות להטיל עליו עיצום כספי.^[47]

3.7 **מתן הודעה על הפסקת פעילות** - אם חדל להתקיים תנאי מהתנאים הקבועים בסעיף 10ב

לחוק,^[48] מחויב התאגיד המורשה, באופן מיידי, למסור הודעה לרשות וללקוחותיו על הפסקת פעילותו של העוסק הזר.^[49]

4. **הרחבת הפטור בנוגע ל"לקוחות כשירים" - סעיף 3(א)(11) לחוק**

במסגרת התיקון לחוק, הוחלף סעיף 3(א)(11) לחוק^[50] באופן אשר יש בו כדי להרחיב את הפטור הקבוע באותו סעיף בשני מישורים: **המישור האחד** - הרחבת חוג הלקוחות המתוחכמים, הלא הם הלקוחות הכשירים, להם ניתן לתת שירותים על פי החוק (קרי: שירותי ייעוץ השקעות, שיווק השקעות או ניהול תיקי השקעות) ללא צורך בקבלת רשיון.^[51] כך למשל, נוספה חלופה של לקוח כשיר, שהינו **יחיד**, אשר עומד בשניים מתוך שלושה פרמטרים - חוסן כלכלי, מומחיות וכישורים בתחום שוק ההון ונסיון בתחום זה.^[52] **המישור השני** - הרחבת סוגי השירותים לגביהם ניתן הפטור בעת מתן שירותים ללקוחות כשירים - מייעוץ השקעות גרידא גם לשיווק השקעות וניהול תיקי השקעות.

סעיף פטור זה מתייחס לנותני שירותים ישראלים וזרים כאחד. הרציונל שעומד בבסיס תיקון זה הוא, שלקוחות כשירים אינם נדרשים להגנת החוק משום שהם מתוחכמים דיים כדי להחליט בעצמם כיצד להשקיע ולנהל את תיק הנכסים שלהם או להיעזר במומחים בתחום.^[53]

יש לשים לב, כי הפטור האמור בסעיף 3(א)(11) לחוק אינו פטור מוחלט וגורף מהוראות חוק הייעוץ, שכן סעיף 3(א)(2) לחוק מחיל על מי שעוסק במתן שירותים ללקוח כשיר ללא שיש בידו רשיון, חלק מהוראות פרקים ג' ו-ד' לחוק הייעוץ כאילו היה בעל רשיון,^[54] וקובע חובת הודעה ללקוח, טרם מתן השירותים, כי הוא אינו בעל רשיון.^[55]

ד. יישומו בפועל של התיקון לחוק - (כנראה) עוד חזון למועד

הליך החקיקה במסגרת תיקון מס' 13 לחוק הייעוץ בא בעיקרו לשנות מצב קיים: ממצב שבו גופים זרים רבים נמנעים מכניסה לשוק הישראלי, בין היתר, נוכח הוראות החוק הנוקשות, למצב שבו תיסלל הדרך לכניסתם של אלו אל הארץ המובטחת. מטרה זו, כפי שראינו, תורגמה לכדי דבר חקיקה אשר במסגרתו יכולים גורמים זרים, המוסמכים לתת שירותים במדינת מוצאם, להציע את שירותיהם בישראל, גם אם אין ברשותם רשיון ישראלי מתאים, כל עוד השירותים הללו ניתנים באמצעות תאגיד מורשה וללקוחותיו, תוך תיאום ופיקוח של התאגיד המורשה ונשיאתו באחריות מלאה לפעילות העוסק הזר.

מבחנו של התיקון לחוק והצלחתו הינם ביישומו בפועל - הגעת גופים זרים מובילים בתחום מתן השירותים וכניסתם לשוק זה בארץ, פתיחת השוק בארץ לתחרות, שיפור השירות הניתן ללקוחות הישראליים, ועוד. על פי בדיקה שערכנו בראשית חודש יולי 2011, יותר משלושה חודשים לאחר כניסתו לתוקף של התיקון לחוק (ויש לזכור, כי החוק כפי שהוא מנוסח כיום נחקק כבר לפני למעלה משנה, באפריל 2010, והתקנות אשר היוו את התנאי לכניסתן לתוקף של ההוראות הנוגעות לעוסקים זרים, פורסמו ברשומות כבר בחודש פברואר 2011), **לא נרשם אף לא "זוג" אחד של עוסק זר ותאגיד מורשה במרשם העוסקים הזרים** לפי הוראות פרק ב'1 לחוק הייעוץ. בנוסף, משיחות שערכנו עם גורמים מובילים בתחום הייעוץ, השיווק וניהול תיקי ההשקעות בשבועות האחרונים עלה הרושם, כי הגופים הזרים אינם נוהרים לארץ בעקבות התיקון לחוק ובעלי הרשיון הישראליים אינם יוצאים מגדרם (בלשון המעטה) כדי להביאם לכאן.

ככל דבר חקיקה המנסה לשנות מצב קיים, אנו מקווים כי עניין לנו בחבלי לידתו של החוק אשר נכנס לתוקף לפני חודשים ספורים בלבד ומן הסתם יחלוף זמן-מה עד שהוראותיו יילמדו, ייבחנו, יעוללו, אולי אף יתוקנו וכמקווה - ייושמו הלכה למעשה. אלו פעולות שלא מתבצעות במהירות וודאי שלא כלאחר-יד. יחד עם זאת, ניתן להצביע כבר כעת על כמה מכשולים, או 'מעצורים', אשר עלולים, לעניות דעתנו, לפגום במידה מסוימת ביישומו ובאימוצו של התיקון לחוק על ידי הצדדים הנוגעים

בדבר ואשר על מידת עוצמתם והשפעתם - ימים יגידו. הללו ייבחנו להלן מנקודת מבטם של שלושת 'השחקנים' המרכזיים בהסדר זה - התאגיד המורשה, העוסק הזר והלקוח הישראלי.

1. מנקודת מבטו של התאגיד המורשה

1.1 אחריותו הכבדה של התאגיד המורשה ביחס לפעילות העוסק הזר

המחוקק מציב בחזית התיקון לחוק את העוסק הזר ולצידו את הלקוח הישראלי. כפי שעולה מהצעת החוק עצמה ומהדיונים בוועדת הכספים של הכנסת, הדגש בתיקון זה הושם בעיקר על שני אלו; המטוטלת נעה בין הרצון להקל על כניסת גופים זרים מתחום מתן השירותים לארץ לבין הענקת הגנה נאותה למשקיע הישראלי ביחס לשירותים שיקבל מגופים אלו.

עם זאת, יש לזכור, כי **במרכזה של מטוטלת זו ניצב שחקן נוסף וחשוב מאין כמוהו אשר בלעדיו כל מאמצי החקיקה יהיו לשווא**. זהו, כמובן, התאגיד המורשה בעל הרשיון הישראלי אשר דרכו, באמצעותו, תחת פיקוחו, באחריותו וללקוחותיו (בלבד) אמור העוסק הזר לתת שירותים. התאגיד המורשה הוא אבן היסוד והבסיס לפעילות מסוג זה בישראל. הצלחתו של התיקון לחוק תלויה במידה רבה בהסכמתו של התאגיד המורשה להיכנס להסדר מסוג זה. ללא מציאת 'שותף' בעל רשיון ישראלי, לא יוכל העוסק הזר לפעול בארץ.

כפי שעמדנו על כך לעיל, בנוסף לחובות שחב בהן התאגיד המורשה בהתאם לרשיונו על פי החוק, הוא כפוף לחובות נוספות בקשר עם פעילות העוסק הזר עימו הוא מתקשר. המחוקק הטיל על התאגיד המורשה **אחריות אזרחית** למעשיו של העוסק הזר עימו הוא התקשר לצורך מתן שירותים ללקוחותיו, קבע **חובת פיקוח** של התאגיד המורשה על

העוסק הזר ואף הטיל **אחריות מינהלית ופוליטית** על התאגיד המורשה בגין מעשיו ומחדליו של העוסק הזר.¹⁵⁶ התאגיד המורשה אף נדרש לעדכן את **פוליסת הביטוח** שברשותו, כך שזו תחול גם לגבי פעילותו של העוסק הזר במתן שירותים ללקוחות התאגיד המורשה.

הנטל על התאגיד המורשה הוא כבד ; ואולי כבד מדי. פעילות העוסק הזר נעשית דרכו וללקוחותיו, הוא חייב לפקח על פעילות זו בכל עת ונושא באחריות אזרחית, מינהלית ופוליטית בגין הפרת החוק על ידי העוסק הזר. למעשה, התאגיד המורשה מחליף, בהיבטים מסוימים, את הרשות: הוא אמור לבדוק ולוודא שהעוסק הזר עומד בתנאי החוק, הוא נדרש לפקח על העוסק הזר באופן שוטף ולוודא שהוא לא יפר את הוראות החוק, וכל זאת כאשר חרב חדה מונחת על צווארו - שהרי אם לא יעשה כן כראוי, הוא עלול לשאת באחריות אזרחית, מינהלית ופוליטית למעשיו של העוסק הזר ואף לאבד את רשיונו.¹⁵⁷ האם יכול התאגיד המורשה, מבחינה מעשית, לקחת אחריות שכזו על עצמו? האם הוא יכול, שוב - מן ההיבט המעשי, להבטיח פיקוח ראוי על פעילותו של הגוף הזר **עליו אין לו שליטה ואשר עיקר פעילותו מעבר לים**: דומנו שאין זה פשוט כלל ועיקר.

יש לזכור, כי אחריותו של התאגיד המורשה ביחס למעשיו ולמחדליו של העוסק הזר עשויה גם להשליך על ההסדר המסחרי והמשפטי בינו לבין העוסק הזר (כגון: קביעת עמלות גבוהות יותר, חובת שיפוי כלפי התאגיד המורשה וכיוצ"ב), שכן התאגיד המורשה יבקש לצמצם ככל שיוכל את חשיפתו בגין פעילותו של העוסק הזר,¹⁵⁸ וזה עשוי להשליך ישירות על ההסדר המסחרי בין העוסק הזר לבין צרכן הקצה - המשקיע הישראלי, ואולי אף לייקרו.¹⁵⁹

מאידך גיסא, ככל שהעוסק הזר הינו גורם מוכר יותר ומוביל בתחומו, ככל ששיתוף הפעולה יתרום למוניטין של התאגיד המורשה ולסינרגיה עם פעילויות עסקיות אחרות שלו, וככל שעסקינן בגוף זר ובתאגיד מורשה השייכים לאותה קבוצה ולאותה 'משפחה', כך ייקל על התאגיד המורשה להיכנס לשיתוף פעולה מעין זה.

הנה כי כן, גם אם נמצא האיזון המתאים בין הרצון לעודד עוסקים זרים להיכנס לשוק הישראלי לבין ההגנה על המשקיעים הישראליים, הרי שבמידה מסוימת, זה בא על חשבוננו של התאגיד המורשה אשר אמור לשאת משא זה על גבו ואשר נדרש לשקול היטב את יתרונות ההסדר המוצע על פני חסרונותיו.

1.2 העוסק הזר כמתחרה של התאגיד המורשה

כאמור לעיל, אחת ממטרותיו המרכזיות של התיקון לחוק בהקשר של עוסקים זרים היא הגברת התחרות בתחום זה בארץ, תחרות על כספו של ציבור המשקיעים הישראלי. בנוסף לאחריותו של התאגיד המורשה ביחס לפעילות העוסק הזר עימו הוא נכנס לשיתוף פעולה מעין זה, כפי שביארנו לעיל, שומה עלינו לזכור, כי העוסק הזר הוא במידה מסוימת מתחרה, ^[60] או עשוי להיות מתחרה, עם נותני השירותים הישראליים - הלא הם "התאגידים המורשים" - על כספו של הציבור בישראל.

בעלי הרשיון הישראלי אם כן, לא יישושו להכניס לביתם, במו ידיהם, מתחרים נוספים, אלא אם כן ההסדר משתלם להם כלכלית ויתרונותיו העסקיים והאחרים עולים על חסרונותיו, הן בטווח הקצר והן בטווח הארוך.

2. מנקודת מבטו של העוסק הזר

2.1 האם העוסק הזר יכול לחיות עם 'הסטנדרטים המינימליים' החלים עליו?

המחוקק הטיל על העוסק הזר רק חלק מהחובות המוטלות על בעל רשיון, חובות אשר לדידו של המחוקק, כך למיטב הבנתנו, הינן בבחינת 'סטנדרט מינימלי' ראוי למתן

שירותי ייעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות ללקוחות בישראל. עם זאת, כפי שראינו לעיל, רשימת החובות היא די ארוכה וחלקן אף עלולות להיות מכבידות, ואולי מכבידות עד כדי כך שיחסמו וימנעו מגופים זרים מקצועיים להציע את שירותיהם בארץ.^[61] השאלה המתבקשת בהקשר זה, אשר תידרש לעמוד במבחן המציאות, היא, האם מבחינה עסקית, ארגונית ומשפטית, יכול או מעוניין העוסק הזר לקחת על עצמו חובות אלו.

כך למשל, במדינות רבות יכול בעל רשיון לניהול תיקי השקעות, ככלל, להתנות את שכרו ברווח שהפיק הלקוח מעסקה, וזאת בשונה מהדין החל בישראל.^[62] אם כן, עוסק זר, בעל רשיון זר לניהול תיקי השקעות, אשר רשאי להתנות שכרו ברווח שהפיק הלקוח מעסקה ועל כך בנוי המודל העסקי של פעילותו, או לפחות חלקו, ימצא את עצמו במצב שהוא נדרש להתארגן בצורה אחרת ולשנות את המודל העסקי שלו ביחס ללקוחות ישראלים,^[63] ככל שהוא מעוניין להיכנס לשוק הישראלי.

זאת ועוד, ייתכן שעסקאות אשר לפי הוראות חוק הייעוץ מהוות עסקאות שבסיכון מיוחד, אינן מוגדרות ככאלה במדינת המוצא של העוסק הזר ובהתאם לכך, העוסק הזר לא יוכל להציע עסקאות מסוג זה ללקוחות בישראל; ייתכן שאופן ההחזקה והניהול של נכסי לקוחות על ידי מנהל תיקים זר אינו זהה בהכרח להוראות הקבועות בחוק הייעוץ, ועוד. כל אלו עשויים לדרוש היערכות והתארגנות מיוחדת של העוסק הזר המעוניין להיכנס לשוק הישראלי, גם אם אינו נדרש לקבל רשיון ישראלי.

2.2 חוסר ודאות לגבי ביטולו של החוק

בימים אלו נידונה הצעת חוק המיועד להחליף את חוק הייעוץ כולו.^[64] הצעת החוק בנוסחה הנוכחי לא קובעת הוראות לעניין "עוסקים זרים", אולם היא מעניקה לשר האוצר סמכות לפטור מחובת הרישוי הנדרשת על פי חוק הייעוץ אם ראה כי נכון לעשות

כן בנסיבות העניין, לרבות "מטעמים הנוגעים להיתר זר שברשותו של מתווך בהשקעות"^[65] (ההדגשות אינן במקור).

למיטב ידיעתנו, טרם פורסמו טיוטות התקנות העוסקות בכך וההליך החקיקתי עדיין לא נמצא בשלבי גיבוש מתקדמים לכדי חקיקה מחייבת. יש לזכור, כי קיומו של הליך זה, אשר אינו מאמץ ככתבו וכלשונו את ההסדר המוצע בנוסחו של חוק הייעוץ כיום, אינו תורם לוודאות של העוסקים הזרים כמו גם של התאגידים המורשים ביחס לפעילותם בתחום זה ואולי אף יוצר רתיעה מסוימת מפני כניסת גורמים אלו אל בין כתליו.

3. מנקודת מבטו של הלקוח הישראלי - צד הביקוש

הלקוח הישראלי נבחן מן ההיבט של הביקוש. ללא ביקוש מתאים, אין כמובן משמעות להיצע. השאלה היא, האם קיים ביקוש משמעותי מצד המשקיעים הישראלים לשירותי ייעוץ, שיווק ו/או ניהול תיקי השקעות על ידי מומחים זרים. על פניו, התשובה לכך אמורה להיות חיובית. המשקיע הישראלי ייחשף לגופים המובילים בתחום זה בעולם, יעמוד בפניו מגוון רחב יותר של שירותים, הוא יוכל לפזר את הסיכון בתיק ההשקעות שלו בצורה טובה יותר וכיוצא ב.

יחד עם זאת, יש לזכור, שהמשקיעים הישראליים המתוחכמים, בין אם אלו מוסדות גדולים ומוכרים ובין אם אלו יחידים המכירים היטב את תחום ההשקעות, אינם זקוקים לתיווך של בעלי הרשיון הישראליים לצורך קבלת שירותים מן המומחים הזרים. הם יודעים לעשות זאת לבד. מן העבר השני, ספק אם קיים ביקוש לשירותים מסוג זה - הניתנים על ידי גורמים זרים, בתחום מורכב ולא נהיר דיו ומן הסתם בשפה זרה - על ידי 'הציבור הרחב'. תחום זה כבר ממילא מורכב ולא מובן דיו גם מבלי שנוסיף על-גבו משתנים נוספים של חוסר ודאות, שפה זרה ונותן שירותים זר. זאת ועוד, כפי שצינו לעיל, בעלי הרשיון הישראלי אף יודעים לתת, בעצמם, מענה מסוים לביקושים של לקוחות ישראלים בנוגע להשקעות באפיקים זרים.

לאור זאת, דומה כי השאלה המרכזית בנוגע לסוגיית הביקוש תהיה, מהו הערך המוסף שיביא איתו העוסק הזר למשקיע הישראלי, הן במישור של איכות השירות, הן במישור של נוחות העבודה מול העוסק הזר והן במישור החשוב והמדיד של התשואה על ההשקעה, וכיצד ערך מוסף זה יתורגם לכדי ביקוש של צרכן הקצה.

בשולי פרק זה, העוסק בבחינת הוראות התיקון לחוק מנקודת מבטם של התאגיד המורשה, העוסק הזר והלקוח הישראלי, נציין כי למיטב ידיעתנו, ההסדר המוצע על פי התיקון לחוק לפעילותו של עוסק זר בישראל באמצעות תאגיד מורשה מקומי, ללא צורך בקבלת רשיון ישראלי, לא הועתק ולא אומץ מהסדרים דומים וקיימים במדינות אחרות.^[66] עסקינן בהסדר שהוא במידה רבה פרי פיתוח מקומי, אשר לא נשען על ניסיון ופרקטיקה ארוכת שנים במדינות אחרות, ובמידה רבה איננו הדדי.^[67] בהעדר ניסיון ופרקטיקה קיימת של הסדר זה במדינות אחרות, ובהיותנו החלוצים בתחום זה, הליך אימוצו והטמעתו של ההסדר בישראל עלול להיות ארוך ומורכב אף יותר.

הנה כי כן, מבחנו של התיקון לחוק יהיה ביישומו, וזה - מאוזן, ראוי והגיוני ככל שהינו - צריך עדיין לעבור את משוכת עולם המעשה: האם הגופים הזרים יבואו לישראל? האם ההסדר החדש אטרקטיבי בעיניהם? האם יסכימו בעלי רשיון ישראליים להיכנס להסדר מסוג זה אשר אחריות לא מבוטלת בצידו, ואם כן - באילו תנאים? האם התנאים הללו יהיו מקובלים על העוסקים הזרים? האם ההסדר יהיה מספיק אטרקטיבי ללקוחות ישראליים? האם יגברו התחרות ואיכות השירות בתחום זה בארץ? האם המשולש - העוסק הזר, התאגיד המורשה והלקוח הישראלי - ייכון?

אכן, שאלות רבות, וימים ומעשים יגידו אם התיקון לחוק, **במתכונתו הנוכחית**, יביא לשינוי המיוחל.

ה. **'דין מצוי' ו'דין רצוי'**

עד כאן עסקנו ב'דין המצוי' ובמכשולים מסוימים אשר עלולים, לעניות דעתנו, לעמוד בדרך אלי יישומו ואימוצו. ואולם, הדברים לא יהיה שלמים אם לא נעסוק, ולו במעט, ב'דין הרצוי', או - אם נדייק - בהצעות וכיווני מחשבה נוספים אותם יש לדעתנו לשקול להעלות על 'שולחן הדיונים', ככל שיישמו בפועל של התיקון לחוק לא יצלח.

ראשית-כל ייאמר, שהמטרות שהובילו אלי תיקון מס' 13 לחוק הייעוץ הן, לדעתנו, מטרות ראויות ונאותות. כפי שנוכחנו לדעת מההליכים שקדמו לחקיקתו של התיקון לחוק, אף נעשו מאמצים ניכרים (ומרובים) לקדם תיקון מאוזן וראוי לחוק הייעוץ ולהביאו לכלל סיום. כעת - הגענו אל מבחנו של התיקון לחוק, הלכה למעשה. כפי שצינו לעיל, אנו נמצאים עדיין בחבלי לידתו של החוק אשר נכנס לתוקף לפני חודשים ספורים בלבד, וייתכן שמוקדם עדיין לבחון את יישומו של התיקון לחוק 'בשטח' ויעבור זמן מה עד שהתיקון לחוק יאומץ בפועל.

יחד עם זאת, מניתוח הוראות התיקון לחוק מנקודת מבטם של הנוגעים בדבר, כאמור לעיל, וכן מאינדיקציות ראשוניות שקיבלנו מאנשי 'השטח' עצמם, עוסקים זרים ותאגידי מורשים כאחד, נראה, לפחות על פניו, כי ישנה בעיה מסוימת ביישומו ובאימוצו של התיקון לחוק כיום. השוק, כך נראה (לפחות בשלב זה), אינו מאמץ בששון את הוראות התיקון לחוק אל חיקו והתגובות לתיקון לחוק, בחלק ניכר מהמקרים שבדקנו, הינן במידה רבה פושרות.

אמנם, החוק במתכונתו הנוכחית יכול להעניק יתרון, בין היתר, לפעילויות עסקיות של קבוצות וגופים המנויים על אותה 'משפחה'. במקרה זה, אנו מניחים שייקל יותר על בעל הרשיון הישראלי ליטול את האחריות בגין פעילות העוסק הזר בישראל, [\[68\]](#) וממילא לעוסק הזר תהיה דריסת רגל בישראל ללא צורך להיכנס לפרוצדורה הארוכה של קבלת רשיון ישראלי. עם זאת, נדמה לנו שלא (רק) לכך כיוון המחוקק.

אם כך הוא הדבר, וככל שהתיקון לחוק לא ייושם ויאומץ 'בשטח' באופן ובהיקף אליהם התכוון המחוקק מלכתחילה, אנו מניחים, ומקווים, שתתבצע הערכה מחדש של הוראות התיקון לחוק,

יבחנו הסיבות לאי-יישומו של התיקון לחוק בנוגע לעוסקים הזרים ויישקלו, בכובד ראש, החלופות האפשריות לתיקון זה לחוק, על יתרונותיהן וחסרונותיהן אל מול המצב הקיים. אל תוך מסגרת זו, נבקש להביא, בקצרה, מספר הצעות וכיווני מחשבה אשר עשויים לסייע ליושבים על המדוכה:

כיוון מחשבה אחד, הינו תיקון החוק הקיים, על בסיס המתווה שהוצע בתיקון לחוק, אך באופן שבו תימצא 'נקודת איזון' שקולה ומתאימה יותר בין המשולש - עוסק זר, תאגיד מורשה והלקוח הישראלי. כך למשל:

- **לקחת בחשבון בצורה משמעותית יותר את הצלע השלישית בהסדר זה - את התאגיד המורשה** - אשר בלעדיו לא יוכל העוסק הזר לפעול בישראל, ולנסות להפחית ככל שניתן מן הנטל הכבד שנושא הוא על גבו. לשם הדוגמה, קביעת נהלי עבודה ועקרונות תהליכיים במסגרת מערכת היחסים בין העוסק הזר לבין התאגיד המורשה, במיוחד לעניין **חובת הפיקוח**, אשר קיומם בצורה מלאה על ידי התאגיד המורשה תעניק לו את ההגנה לפיה הוא "עשה כל שניתן כדי למלא את חובתו", כאמור בסעיף 10(ב) לחוק הייעוץ (כדוגמת מודל תוכנית האכיפה הפנימית).
- **לבחון ולשקול, בכובד ראש, את התאמת חלק מהחובות המוטלות על העוסק הזר מכוח הוראות חוק הייעוץ תוך הסתמכות רבה יותר על הרגולציה הזרה (במיוחד ביחס למדינות בהן הרגולציה והפיקוח ראויים).** לשם הדוגמה, כפי שראינו לעיל, במדינות רבות יכול בעל רשיון למתן שירותים, ככלל, להתנות את שכרו ברווח שהפיק הלקוח מהעסקה. ייתכן, לשם הדוגמה, כי צמצום הוראה זו, באופן שתחול רק ביחס לסוג מסוים של לקוחות ורק ביחס לעוסקים זרים ממדינות מסוימות, ירפא חסם משמעותי הניצב בדרכו של העוסק הזר המעוניין להגיע לישראל.
- **לשקול את הנמכת תנאי הסף הדרושים לשם מתן שירותים על ידי עוסקים זרים ל"לקוח כשיר"** במסגרת סעיפי הפטור. [\[69\]](#) ייתכן שבדרך זו נוכל להגיע ממילא אל 'קהל היעד' הטבעי בישראל של העוסקים הזרים, או לפחות אל חלקו, ללא צורך בהסדרים מורכבים וחדשניים.

כיוון מחשבה אחר, מורכב יותר אך אולי מתבקש בלית ברירה, הנובע בעיקר מהעדר המוטיבציה של התאגיד המורשה (כך, על פניו, נראה לנו), לקדם את ההתקשרות בין הלקוח הישראלי לבין העוסק הזר, הן מהיבט האחריות והן מהיבט התחרות, הינו - להוציא את התאגיד המורשה 'מהמשחק'. רוצה לומר, מתן אפשרות, בתנאים מסוימים, לבעלי רשיון זר אשר כפופים לרגולציה הנחשבת איכותית וראויה, לפעול בישראל ללא צורך בקבלת רשיון בישראל, תוך הסתמכות על הרגולציה הזרה. עניין ההסתמכות על הרגולציה הזרה אינו זר לנו - אנו הרי נשענים במידה מסוימת על הרגולציה הזרה, כך למשל, בנוגע ליחברות דואליות/ הנסחרות גם בבורסה לניירות ערך בתל-אביב וגם בבורסות מסוימות מחוץ לישראל, וניתן לשקול לאמצו, בתנאים מסוימים, גם במקרה דנן.

אחת הבעיות המרכזיות בהצעה זו הינה, כמובן, ההסתמכות על הפיקוח ועל האכיפה של הרגולטור הזר ביחס למתן שירותים ללקוחות תושבי מדינה אחרת. האינטרסים של הרגולטור הזר הינם לרוב מקומיים וטריטוריאליים ולא ברור אם הוא יכול, או מעוניין, להקדיש משאבים גם לפיקוח, לאכיפה ולהגנה של תושבי מדינות אחרות. לפיכך, ייתכן שיהיה צורך להכפיף את העוסק הזר גם לחלק מהוראות הרגולציה הישראלית וחוק הייעוץ (ללא צורך בקבלת רשיון ישראלי), ובד בבד להעניק לרשות את הכלים לאכוף את ההוראות הללו בישראל ובמישרין על העוסק הזר (כגון: הפקדת ערבות מתאימה, רכישת פוליסת ביטוח בישראל, פתיחת חשבון בנק בישראל, חיוב במתן כתובת למסירת כתבי בי-דין בישראל, ועוד), ואולי אף לצמצם את סוג הלקוחות הישראליים להם יהיה רשאי העוסק הזר להעניק שירותים. זהו, כמובן, לא עניין פשוט וגם כאן יהיה צורך למצוא את האיזון המתאים והנכון, מהותית ומעשית, בין הרצון להקל על כניסת גופים זרים לארץ לבין מתן הגנה נאותה ללקוח הישראלי.

עם כל זאת, יש עדיין לזכור ולשים אל לב, כי מאז החל תיקון מס' 13 לחוק הייעוץ להתגלגל במסדרונות הממשלה ובוועדות השונות (לפני כארבע-חמש שנים), העולם הפיננסי עבר טלטלה עזה ומשבר גדול. מוסדות פיננסיים בינלאומיים מוכרים, מן המעלה הראשונה, כדוגמת Lehman Bear Stearns ו-Brothers, אינם עוד שם נרדף לאיכות והצלחה כי אם לכישלון מר וחרוץ. מנקודת מבטו של המשקיע הישראלי, נכון לעת הזו, 'העולם הגדול' לא הוכיח את עצמו. דווקא השוק הישראלי הקטן והסגור צלח את המשבר הכלכלי העולמי ב'פציעות קלות' בלבד. דווקא כאן, בארצנו הקטנה, היו אנשים שידעו לעשות את העבודה כהלכה, דווקא כאן הפיקוח היה ראוי, ודווקא כאן נותני השירותים עשו מלאכתם נאמנה (ואולי גם קורטוב של מזל לא הזיק). הדעת

נותנת, כי כל עוד לא יחלוף וייעלם זכרו של המשבר העולמי, אשר גליו ממשיכים להכות ללא-רחם אף כיום, וכל עוד לא יוכח אחרת, לא מעט משקיעים ישראלים, ובמיוחד אלו שאינם מומחים ובקיאים בתחום, יביטו בחשדנות אל מעבר לים וכנראה יעדיפו את הפינה החמה, הקרובה והבטוחה, לדידם. גם לחקיקה הראויה והמאוזנת ביותר, יקשה לשנות, ברוב המקרים, הלך-רוח שכזה.

ה. סיכום

לב-ליבו של תיקון מס' 13 לחוק הייעוץ הינו במתן אפשרות לגורמים זרים, המוסמכים לתת שירותים במדינת מוצאם, להציע את שירותיהם בישראל, גם אם אין ברשותם רשיון ישראלי, כל עוד השירותים הללו ניתנים באמצעות "תאגיד מורשה", תאגיד בעל רשיון ישראלי, תוך תיאום ופיקוח של התאגיד המורשה על פעילות הגורם הזר וללקוחותיו של התאגיד המורשה בלבד. התאגיד המורשה הישראלי נושא, כאמור, באחריות מלאה - אזרחית, מינהלית ופילית - לפעילותו של העוסק הזר בישראל.

כפי שראינו לעיל, מטרתו המרכזית של התיקון לחוק היא להקל על כניסת גופים זרים לשוק הישראלי והסרת החסמים המרכזיים אשר מנעו מהם להעניק שירותים למשקיעים ישראליים בישראל. התיקון לחוק מבקש לאזן בין הרצון לאפשר לתושבי ישראל נגישות לשירותים שגורמים זרים מבקשים להציע בישראל, מבלי להכביד יתר על המידה על גורמים זרים אלה על ידי הטלת מלוא דרישות הרישוי של החוק, לבין הצורך להגן על המשקיע הישראלי בצורה נאותה. כניסת גופים זרים מומחים אלו לארץ תביא, כמקווה, לחשיפת המשקיעים הישראליים לגופים המובילים בתחום זה בעולם, תגביר ותפתח את השוק בארץ לתחרות, תרחיב את מגוון מציעי השירותים, תייצר מוטיבציה לחברות ישראליות לשפר את ביצועיהן במטרה להתמודד על כספו של ציבור המשקיעים בארץ ותגביר את הפיקוח והשליטה על פעילות זו ועימה את ההגנה על הלקוח הישראלי המעוניין לקבל שירותים מגורמים זרים.

מלבד תיאור וסיפור הרקע לתיקון לחוק ומטרותיו וסקירת עיקרי התיקון גופו, ביקשנו להצביע על כמה מכשולים או 'מעצורים' אשר עלולים, לעניות דעתנו, לפגום במידה מסוימת, ביישום ובאימוצו של החוק על ידי הצדדים הנוגעים בדבר, הלא הם התאגיד המורשה, העוסק הזר והלקוח הישראלי.

בתחילה ביקשנו לנסות ולבחון את הדברים מנקודת מבטו של **התאגיד המורשה** עליו מוטלת אחריות כבדה בקשר עם פעילות העוסק הזר עימו הוא מתקשר. אחריות זו אינה מסתיימת במישור האזרחי, אלא כוללת גם חובת פיקוח של התאגיד המורשה על העוסק הזר ואף יותר מכך, אחריות מינהלית ופלילית בגין מעשיו ומחדליו של העוסק הזר. התאגיד המורשה נושא, למעשה, על שכמו בנטל האחריות למעשיו של העוסק הזר ומשמש כמעין ידה הארוכה של הרשות. כל זאת, כאשר יש לזכור שהעוסק הזר הוא במידה מסוימת מתחרה, או עשוי להיות מתחרה, של בעלי הרשיון המקומיים על כספו של המשקיע הישראלי; לאחר מכן עברנו לגזרתו של **העוסק הזר** אשר גם עליו מוטלות חובות מכוח חוק הייעוץ, חובות אשר עלולות להכביד באופן שימנע מגופים זרים להציע את שירותיהם בארץ. הבאנו כמה דוגמאות באמצעותן ניסינו להמחיש את הפער אשר עלול להיווצר בין הוראות החוק הישראלי לבין הדינים הזרים, ואשר עלול לחייב את העוסק הזר להיערכות ולשינויים לשם כניסתו לשוק הישראלי; ולבסוף, ניסינו לבחון מעט משיקוליו של **המשקיע הישראלי**, לקוח הקצה, אשר אמור לייצר את הביקוש לסוג כזה של שירותים.

אכן, ייתכן שמוקדם עדיין לבחון את יישומו של התיקון לחוק 'בשטח' ויעבור זמן מה עד שהוראותיו יאומצו ויישמו. יחד עם זאת, כפי שעמדנו על כך לעיל, מנייתוח הוראות התיקון לחוק מנקודת מבטם של הצדדים הנוגעים בדבר וכן מאינדיקציות ראשוניות שקיבלנו מאנשי 'השטח' עצמם, עוסקים זרים ותאגידים מורשים כאחד, נראה, לפחות על פניו, כי ישנה בעיה ביישום ובאימוצו של התיקון לחוק כיום, והתגובות לתיקון לחוק מבחינת השוק הינן במידה רבה פושרות.

לאחר שעסקנו ב'דין המצוי' (אשר מטרותיו, לדעתנו, ראויות ונאותות) ובמכשולים העלולים לעמוד בדרכו, ביקשנו להציע, בהירות רבה, כיווני מחשבה נוספים באשר ל'דין הרצוי', ככל שאלו יידרשו. כיוון מחשבה אחד עליו עמדנו, הינו תיקון החוק הקיים, על בסיס המתווה שהוצע בתיקון לחוק, אך

באופן שבו תימצא נקודת איזון שקולה ומתאימה יותר בין המשולש - העוסק הזר, התאגיד המורשה והלקוח הישראלי, אשר, בין היתר, תיקח בחשבון בצורה משמעותית יותר את התאגיד המורשה ותפחית ככל שניתן מן הנטל הכבד שנושא הוא על גבו. כיוון מחשבה אחר עליו עמדנו, מורכב יותר, אשר נובע בעיקר מהעדר המוטיבציה של התאגיד המורשה (כך, על פניו, נראה לנו) לקדם את ההתקשרות בין הלקוח הישראלי לבין העוסק הזר, הן מהיבט האחריות והן מהיבט התחרות, הינו להוציא את התאגיד המורשה 'מהמשחק', ולאפשר לבעל רשיון זר, הכפוף לרגולציה הנחשבת איכותית וראויה, לפעול בישראל ללא צורך בקבלת רשיון בישראל, תוך הסתמכות רבה יותר (גם, אך לא רק) על הרגולציה הזרה.

* עו"ד אליה הוא שותף במשרד עורכי הדין **גורניצקי ושות'**. מאמר זה משקף את עמדות הכותב בלבד ואינו מייצג בהכרח את דעות המשרד.

[1]. חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (תיקון מס' 13), התש"ע-2010, ס"ח 2229 (להלן: "**התיקון לחוק**"); הצעת חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (תיקון מס' 11), התש"ס"ח-2008, ה"ח הממשלה 402 (להלן: "**הצעת החוק**"). התיקון לחוק נכנס לתוקף ביום 18 באפריל 2010, למעט פרק ב'1 וסעיפים 39(ג) ו-41 לחוק הייעוץ (סעיפים 10, 27 ו-28 לתיקון לחוק) ופרט 21(18) בתוספת הראשונה לחוק בתי המשפט לעניינים מינהליים, התש"ס-2000, אשר נכנסו לתוקף ביום 31 במרץ 2011, 60 ימים לאחר פרסום תקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (עוסקים זרים), התשע"א-2011, ק"ת 6970 (להלן: "**תקנות העוסקים הזרים**"). יש לציין, כי מאז תיקון מס' 13 לחוק ועד למועד כתיבת מאמר זה, נוספו תיקונים מס' 14, 15 ו-17 לחוק הייעוץ. ההוראות הרלוונטיות למאמר זה מתוך התיקונים הנ"ל הוזכרו אף הן במאמר.

[2]. מניין השנים לצורך כך הוא החל ממועד העברת ההצעה לתיקון מס' 11 לחוק הייעוץ לוועדת השרים לחקיקה ביום 28 בנובמבר, 2006.

[3]. הגדרת המונח "תאגיד מורשה" בסעיף ההגדרות הכללי שבחוק הייעוץ (סעיף 1) היא: "**תאגיד בעל רשיון לפי חוק זה**". הגדרת מונח זה לצורך פרק ב'1 לחוק הייעוץ שעניינו "ייעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות בידי עוסק זר" (להלן: "**פרק ב'1 לחוק**"), רחבה יותר וכוללת: "**לרבות בנק וכן תאגיד בנקאי הרשאי לעסוק בייעוץ השקעות או בשיווק השקעות לפי חוק הבנקאות (רישוי)**" (ראו סעיף 10א לחוק הייעוץ). יש לשים לב כי הגדרת "בנק" שבחוק הייעוץ כוללת גם "בנק חוץ" כמשמעותו בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981, ס"ח 1022 (להלן: "**חוק הבנקאות (רישוי)**"), דהיינו - תאגיד חוץ רשום בישראל שהוא בנק במדינת חוץ.

[4]. דהיינו, הרחבת תנאי הסף לקבלת רשיון לא רק לאזרח או תושב ישראלי אלא גם למי שאינו תושב ישראל אך ביכולתו לקיים את כל הוראות החוק וניתן לאכוף אותן לגביו. ראו סעיפים 16(1) ו-17(1) לתיקון לחוק וסעיפים 7(א)2 ו-8(א)2 לחוק הייעוץ גופו.

[5]. סעיף 4 לתיקון לחוק וסעיף 3א לחוק הייעוץ גופו. תשומת לבכם להגדרה הרחבה של "פנייה בהצעה" הכוללת: "**בין במישורין ובין בעקיפין, לרבות באמצעות פרסום, בחוזרים, בחוות דעת, באמצעות הדואר, הפקסימילה, בטלפון או בכל דרך אחרת**". בפרוטוקול ישיבת ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 12-13 (19.1.2010), צוין כי מטרת סעיף זה הינה הבהרת

המצב הקיים, לפיו לא ניתן לפנות בהצעה למתן שירותים אלא אם כן השירות ניתן בידי בעל רשיון או בידי מי שרשאי לתת שירות זה גם ללא רשיון. עוד הובהר באותו פרוטוקול (ראו עמ' 16-17 לפרוטוקול), כי הגוף שפונה בהצעה למתן שירותים יכול להיות ללא רשיון כל עוד הוא מציע שירות שניתן על ידי בעל רשיון (או על ידי מי שרשאי לתת שירות זה גם בלי רשיון).

[6]. סעיף 19 לתיקון לחוק וסעיף 28(ד) לחוק הייעוץ גופו.

[7]. כך למשל, תיקון סעיף 1 בנוגע להגדרת "ניירות ערך חוץ" והגדרת "נכסים פיננסיים", וכן תיקון סעיף 4 בנוגע לפעילות אסורה על בעל רשיון.

[8]. לעניין עמדת הרשות, ראו תזכיר חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (תיקון מס' 11), התשס"ז-2006 (להלן: "תזכיר החוק"), עמדת הרשות לניירות ערך לפנייה מקדמית מיום 29 בנובמבר, 2010, כפי שבאה לידי ביטוי בתשובתה מיום 27 בינואר, 2011, הזמינה בקישור הבא: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_5484.pdf, ופרופ' עמיר ליכט "רישום כפול של ניירות ערך" משפטים לב(3) תשס"ב 561, ה"ש 28 בעמ' 569-570. לעניין עקרון הטריטוריאלי, ראו דברי הנשיא ברק ברע"פ (עליון) 1178/97 **גדליהו כהנא נ' מדינת ישראל**, נא(3), 266, פסקה 3 לפסק דינו של הנשיא ברק (1997) וכן את ע"א (עליון) 1432/03 **ינון יצור ושיווק מוצרי מזון בע"מ נ' מאג'דה קרעאן**, פ"ד נט(1), 345, פסקה 28 לפסק דינו של השופט ריבלין (2004).

[9]. ראו סעיף ג' לתזכיר החוק.

[10]. עניין זה תוקן במסגרת התיקון לחוק, כך שחלף דרישת הסף להיותו של אותו יחיד "אזרח או תושב ישראלי", הוא יכול להיות גם מי שאינו תושב ישראל אם הוכיח "שאף שאינו תושב ישראל ביכולתו לקיים את כל ההוראות לפי חוק זה וניתן לאכוף אותן לגביו".

[11]. חוק הייעוץ מתייחס בהקשר של פנייה לקבלת רשיון ישראלי "למבקש שהוא חברה" (ראו למשל, סעיפים 7(ג) ו-8(ב) לחוק הייעוץ). "חברה", על פי חוק הייעוץ, הינה "חברה כהגדרתה בפקודת החברות", היינו חברה שנוסדה ונרשמה לפי פקודת החברות.

[12]. גם עניין זה תוקן במסגרת התיקון לחוק, אשר קבע, כי חברה בעלת רשיון ישראלי רשאית להעסיק בשמה לא רק בעלי רשיון ישראלי, אלא גם עוסקים זרים הרשאים לתת שירותים אלו לפי הוראות סעיף 10 לחוק, ובלבד שבחברה זו מועסק עובד אחד לפחות שהוא בעל רשיון ישראלי.

[13]. ראו למשל, פרוטוקול ישיבת ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 7 (12.1.2010), פרוטוקול ישיבת ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 23 (26.10.2010) ודברי יו"ר רשות ניירות ערך (דאז), מר משה טרי, בהודעה לעיתונות מאת משרד האוצר מיום 21.1.2008. ההודעה זמינה בקישור הבא:

<http://www.isa.gov.il/Default.aspx?Site=MAIN&ID=8,175,2506>

[14]. ראו למשל, ההודעה לעיתונות מיום 21 בינואר 2008, הערת שוליים 13 לעיל.

[15]. יצוין, כי בהצעת החוק נכללו שתי חלופות לפעילות של עוסק זר בישראל ללא צורך בקבלת רשיון ישראלי: החלופה האחת - מתן שירותים בידי עוסק זר, בעל היתר זר למתן שירותים במדינת מוצאו, ללקוחות של "תאגיד מורשה" שעיסמו התקשר העוסק הזר, תחת פיקוחו ואחריותו של התאגיד המורשה (בדומה להוראות פרק ב' לחוק); החלופה השנייה - ביצוע פעולות התקשרות לניהול תיקי השקעות ללקוחות כשירים בידי תאגיד זר (שלא באמצעות תאגיד מורשה) אשר מדינת מוצאו מנויה בתוספת השנייה להצעת החוק (ארה"ב ומדינה החברה באיחוד האירופאי שנתנה את ההיתר הזר לפי הוראות הדירקטיבה האירופאית). נקודת המוצא במועד הגשת הצעת החוק הייתה, שלא ניתן להעניק שירותי ניהול תיקי השקעות ללא רשיון ישראלי גם ללקוחות כשירים. עם השנייה בגישה זו בהמשך הדרך, והרחבת הפטור הקבוע בסעיף 3(א)(11) גם לניהול תיקי השקעות ללקוחות כשירים (על ידי גופים ישראלים וזרים כאחד), ממילא כבר התייתר הצורך בחלופה השנייה.

- [16]. [כהגדרת מונחים אלו בחוק הבנקאות \(רישוי\)](#).
- [17]. [סעיפים 2\(א\), 2\(ב\) ו-2\(ג\) לחוק הייעוץ](#).
- [18]. [סעיף 10 לחוק הייעוץ](#). בהקשר זה נציין, כי לפי הוראות סעיף 3 לחוק הייעוץ, ניתן לפנות בהצעה למתן שירותים אם השירות יינתן בידי מי שרשאי לתיתו גם ללא רשיון לפי הוראות פרק ב'1 לחוק.
- [19]. [סעיף 10א לחוק הייעוץ](#).
- [20]. [לעניין זה, לא יראו כהחזקת ניירות ערך או רכישתם יחד עם אחרים - החזקה עם תושב ישראל \(ראו הגדרת "תאגיד זר" בסעיף 10א לחוק\)](#).
- [21]. [ראו דברי ההסבר לסעיף 10א בהצעת החוק](#).
- [22]. [מטרת התנאים הללו הינה לזהות את הגופים המורשים הזרים ולא לאפשר לגופים ישראלים לעקוף את חובת הרישוי במצעות שימוש במנגנון הקבוע בפרק ב'1 לחוק בעניין עוסק זר](#). ראו גם דברי ההסבר לסעיף 10א בהצעת החוק.
- [23]. [סעיף 10ב\(א\)\(1\) לחוק הייעוץ](#).
- [24]. [סעיף 10ב\(א\)\(2\) לחוק הייעוץ](#).
- [25]. [ראו בהקשר זה דברי ההסבר לסעיף 10ב בהצעת החוק](#).
- [26]. [סעיף 10ב\(א\)\(3\) לחוק הייעוץ](#).
- [27]. [ראו פרוטוקול ישיבת וועדת הכספים, הכנסת ה-18, 24 \(19.1.2010\)](#). במקרה זה, העוסק הזר ממילא לא יוכל להעניק את השירותים הללו ללקוחות התאגיד המורשה, שכן זה האחרון אינו רשאי להעניק אותם בעצמו ללקוחותיו.
- [28]. [סעיף 10ב\(א\)\(4\) לחוק הייעוץ](#). סעיפים ח10 ו-ט10 לחוק הייעוץ קובעים הוראות בדבר אופן הגשת בקשת הרישום והנחיות לעניין רישום ומחיקה מהמרשם על ידי הרשות.
- [29]. [תקנה 2\(א\) לתקנות העוסקים הזרים](#). יצוין, כי תקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (בקשה לרשיון, בחינות, התמחות ואגרות), התשנ"ז-1997, ק"ת 5808, מורות, כי תאגיד מורשה המבקש להירשם במרשם העוסקים הזרים, ישלם לרשות לניירות ערך אגרה בסך 1,156 ש"ח בעבור כל עוסק זר שאתו התקשר.
- [30]. [הגדרת "בנק זר" בסעיף 10ב\(ב\) לחוק הייעוץ, לעניין סעיף זה: "בנק במדינת חוץ בעל רשיון לפעול כבנק חוץ בישראל לפי חוק הבנקאות \(רישוי\)"](#).
- [31]. [סעיף 10ב\(ב\) לחוק הייעוץ](#).
- [32]. [עוסק זר העוסק בייעוץ בהשקעות, לא יעניק לגוף מוסדי או לתאגיד הקשור אליו, שירותים שאינם במהלך העסקים הרגיל של יועץ ההשקעות, שאינם בתנאי שוק או שהם עשויים להשפיע באופן מהותי על רווחיות יועץ ההשקעות, רכשו או התחייבויותיו, אלא אם כן קיבל לכך אישור מראש ובכתב של יושב ראש הרשות לניירות ערך](#). "גוף מוסדי" מוגדר בסעיף 1 לחוק הייעוץ "חברה מנהלת, מנהל קרן ומבטח"; "חברה מנהלת" הינה חברה שקיבלה רשיון חברה מנהלת לפי חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005, ס"ח 2024. ראו סעיף 17 לחוק הייעוץ.
- [33]. [עוסק זר לא יעסוק בחיתום. כמו כן, עוסק זר העוסק בניהול תיקים לא יעסוק בכל עיסוק נוסף שאינו מן העיסוקים הבאים: ניהול תיקי השקעות, ייעוץ השקעות, שיווק השקעות או ייעוץ פנסיוני או שיווק פנסיוני \(כהגדרתם בחוק הפיקוח](#)

על שירותים פיננסיים (ייעוץ, שיווק ומערכת סליקה פנסיוניים), התשס"ה-2005, ס"ח 2024) או ביצוע פעולות בבורסה, ובביצוע פעולות נלוות הדרושות לשם כך. ראו סעיפים 220 ו-8(ב)(1) לחוק הייעוץ.

[34] הוראת סעיף 20 לחוק הייעוץ, המסדירה נושא זה, נוספה במסגרת חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011 (תיקון מס' 16 לחוק הייעוץ). לאור ההפניה בסעיף 20 הנ"ל לסעיפים 7 ו-8 לחוק הייעוץ, אשר אינם חלים על העוסק הזר, לא ברור אם הוראה זו חלה אף היא על העוסק הזר.

[35] ניתן להסיק זאת מלשון סעיף 10 לחוק הייעוץ הקובע: **"בלי לגרוע מאחריות העוסק הזר, אחראי התאגיד המורשה באחריות אזרחית למעשיו של העוסק הזר שעמו התקשר לצורך מתן שירותים ללקוחותיו..."**. כמו כן, ראו בעניין זה פרוטוקול ישיבת ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 10 (12.1.2010).

[36] היינו, התנאים האמורים בסעיף 1, פרק זה, לעיל. ראו סעיף 10 לחוק הייעוץ. תשומת לב, כי הסעיף קובע, שאם חדל להתקיים לגבי עוסק זר או לגבי תאגיד מורשה תנאי מתנאי סעיף 10 לחוק - רשאית הרשות "למחקו". "למחקו" כתיב ולא "למחקם". אנו מניחים שהכוונה היא, שניתן למחוק את הרישום של "הזוג", ומכל מקום, המשמעות המעשית היא, כי במחיקת אחד מהללו אין נפקות לרישומו של האחר במרשם.

[37] כגון: פרטי הזיהוי והנתונים של הלקוח, הצרכים וההנחיות של הלקוח, כאמור בסעיף 12 לחוק הייעוץ, שכן והחזר הוצאות שיחויב בהם הלקוח ודרך חישובם, קביעה כי הלקוח רשאי לבטל בכל עת את ההתקשרות עם בעל הרשיון, ועוד.

[38] כפי שיבואר להלן, בהסכם זה נדרש התאגיד המורשה לציין, במפורש, את השירותים שלגביהם התקשר בהסכם עם העוסק הזר, שיינתנו בידי העוסק הזר, וכן את הנכסים וניירות הערך שלגביהם יינתנו השירותים הללו.

[39] תקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (רישום עסקאות ורישום פעולות ייעוץ), התשס"ח-2007, ק"ת 6634, קובעות הנחיות לעניין אופן הרישום.

[40] כניסתן לתוקף של הוראות אלו, בד בבד עם ביטול פרק ז' לחוק הייעוץ אשר עוסק בעבירות משמעת ושיפוט משמעתי, תהיינה במועד קביעת סדרי דין לעבודת ועדת האכיפה המינהלית לפי סעיף 52ל(א) לחוק ניירות ערך. ראו תיקון מס' 16 לחוק (במסגרת חוק ייעול הליכי האכיפה ברשות ניירות ערך (תיקוני חקיקה), התשע"א-2011, ס"ח 2274). נכון למועד כתיבת שורות אלו ולמיטב ידיעתנו, לא נקבעו סדרי הדין האמורים.

[41] נראה לנו, כי **בנוגע להפרה של 'תנאי הסף'** למתן שירותים על ידי היועץ הזר בישראל, הקבועים בסעיף 10(א) לחוק הייעוץ (כגון: הדרישה כי התאגיד הזר התאגד מחוץ לישראל, אינו נשלט על ידי תושבי ישראל, יש בידו היתר זר לעסוק במתן שירותים במדינה זרה לפי הדין באותה המדינה, ועוד) יחולו הוראות פרקים ז' (עיצום כספי), ז"ב (אמצעי אכיפה מינהלית) ו- ח' (עונשין) על העוסק הזר, שכן הפרה מסוג זה 'משליכה' למעשה את העוסק הזר אל מחוץ לימטריית פרק ב' לחוק הייעוץ, בחזרה אל ההוראות הכלליות של החוק הדורשות, כי לא יעסוק אדם במתן שירותים אלא אם קיבל לצורך כך רשיון כדן. בהעדר רשיון כדן בידי העוסק הזר, ממילא יחולו לגביו הכללים 'הרגילים' הקבועים בחוק הייעוץ, לרבות סעיפי האכיפה המינהלית והעונשין. יחד עם זאת, **לגבי הפרות של הוראות החלות על עוסק זר אשר התקיימו לגביו 'תנאי הסף' הקבועים בסעיף 10(א) לחוק** (כגון: הפרת חובות האמון, הגילוי הנאות, חובות הדיווח ועוד), קיים חוסר בהירות מסוים לגבי תחולת הפרקים הנ"ל על העוסק הזר, שכן לא זו בלבד שהתיקון לחוק אינו קובע הוראות ברורות ומפורשות לעניין תחולת פרקים אלו על העוסק הזר, אלא אף מחיל על העוסק הזר באופן מפורש וברור **הוראות אחרות** של חוק הייעוץ (כגון: הוראות סעיפים 10 ו-10 לחוק הייעוץ), ומכלל הן זה ייתכן שניתן ללמוד על הלאו. נציין, כי עמדת הרשות, לפי מיטב ידיעתנו, היא, שהוראות הפרקים הנ"ל חלות על העוסק הזר גם מקום בו עסקינו בהפרות שאינן חלק מתנאי הסף. יש כמובן לזכור, כי האחריות בגין הפרות שבוצעו על ידי העוסק הזר, אחריות אזרחית, מינהלית ופלילית כאחד, מוטלת בכל מקרה גם על התאגיד המורשה באמצעותו פועל העוסק הזר (אלא אם כן יוכיח, כי עשה כל שניתן כדי למלא את חובת הפיקוח המוטלת עליו).

[42] סעיף 10 לחוק הייעוץ. מטרתה של הוראה זו היא להביא לידיעת לקוחו של התאגיד המורשה, כי חלק מהשירותים יינתנו על ידי העוסק הזר. יחד עם זאת, ייתכן שנכון יותר היה לבקש גם את הסכמתו המפורשת ובכתב של הלקוח למתן שירותים אלו על ידי העוסק הזר וכך להבטיח, שעניין זה לא ייבלע בין שאר הוראות ההסכם בין התאגיד המורשה ללקוחו.

- [43]. סעיף 10 לחוק הייעוץ.
- [44]. סעיף 10(א) לחוק הייעוץ.
- [45]. סעיף 10(ב) לחוק הייעוץ.
- [46]. תקנה 2(א)(10) לתקנות העוסקים הזרים.
- [47]. סעיף 38א(א) לחוק הייעוץ, סעיפים (2) ו-(3) לחלק א' לתוספת השנייה לחוק הייעוץ וסעיף (6) לחלק ב' לתוספת השנייה לחוק הייעוץ. כמו כן, ראו סעיף 138(1) לחוק הייעוץ וסעיפים (1) ו-(2) לתוספת הרביעית לחוק הייעוץ.
- [48]. התנאים האמורים בסעיף 1, פרק ב', לעיל.
- [49]. סעיף 10ז לחוק הייעוץ.
- [50]. נוסח סעיף 3(א)(11) לחוק, עובר לתיקון לחוק, קבע כי בין העיסוקים אשר אינם טעונים רשיון לפי החוק ייכלל: **"ייעוץ השקעות לתאגיד הנמנה עם סוג שנקבע בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך"**. הנוסח בעקבות התיקון לחוק הינו: **"ייעוץ השקעות, שיווק השקעות או ניהול תיקון השקעות, ללקוח כשיר"**. "לקוח כשיר" הינו: **"לקוח שבעת ההתקשרות עמו למתן שירותים, היה מנוי בתוספת הראשונה והתקיימו בו התנאים המנויים בה"**.
- [51]. יש לשים לב, כי החובה של נותן השירות לבחון את היותו של לקוח "לקוח כשיר", תחול רק בעת ההתקשרות עם הלקוח ולא בכל עת.
- [52]. סעיף 9 לתוספת הראשונה לחוק. תשומת לבכם, כי אותו יחיד אשר מתקיימים בו שניים מתוך שלושת התנאים הכלולים בסעיף 9 לתוספת לחוק, נדרש ליתן את הסכמתו בכתב לכך שייחשב כלקוח כשיר לעניין חוק הייעוץ.
- [53]. ראו גם בפרוטוקול ישיבת ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 12 (12.1.2010) ובדברי ההסבר לסעיף 1 בהצעת החוק.
- [54]. בהתאם להוראת סעיף 3(א)(1) לחוק הייעוץ, יחולו על נותן השירותים הוראות פרק ג' לחוק למעט סעיפים 12 (התאמת השירות לצורכי הלקוח), 13 (הסכם בכתב), 14 (גילוי נאות), 16 (איסור העדפה) ו-18 (סיכונים מיוחדים), ולגבי מי שעוסק בנייהול תיקי השקעות – גם הוראות פרק ד' לחוק למעט סעיף 24 (שכר והוצאות). שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, רשאי לקבוע פטור מהוראות נוספות, כולן או חלקן, לגבי השירותים האמורים, הניתנים לגבי כלל הלקוחות הכשירים או לגבי סוג מסוים שלהם. למיטב ידיעתנו, טרם הותקנו תקנות בנושא.
- [55]. ואם היה בעבר בעל רשיון, יציין גם את הנסיבות שבשלהן חדל להיות בעל רשיון, וכן יציין בהודעתו אם הוא מבוטח בביטוח מתאים. ראו סעיף 3(א)(2) לחוק הייעוץ.
- [56]. סעיף 10(ב) לחוק הייעוץ. כאמור לעיל, הטלת האחריות על התאגיד המורשה נעשית במתכונת של "חזקה", לפיה אם הפר העוסק הזר את הוראות החוק, חזקה כי התאגיד המורשה הפר את חובתו (אלא אם כן הוכיח, כי עשה כל שניתן כדי למלא את חובתו זו) ואחת דינו - סנקציה כספית, מינהלית או פלילית, כקבוע בחוק.
- [57]. סעיף 10(א)(4) לחוק הייעוץ קובע, כי הרשות רשאית לבטל רשיון, לאחר שניתנה לבעל הרשיון הזדמנות להביא בפניה טענותיו, אם בית משפט קבע, כי בעל הרשיון הפר הוראה לפי חוק הייעוץ או הוראות כל דין אחר הנוגע לניירות ערך.
- [58]. יש לזכור בהקשר זה, כי אחריות התאגיד המורשה אינה רק אזרחית אלא כפוף גם לסנקציה מינהלית ולענישה פלילית וזהו סיכון שלא ניתן לתמחרו, אם בכלל, בקלות.
- [59]. במקרים מסוימים, במיוחד כאשר עסקינן בעוסק זר שהינו גוף מוכר ומוביל בתחום מתן שירותים אלו בעולם (והלוא לגופים כאלו פיללנו), ייתכן שהתאגיד המורשה יידרש לעדכן ואולי אף להחליף את נהליו הפנימיים ואת מסמכיו

המשפטיים על מנת להתאימם לנהליו ולמסמכיו של העוסק הזר, עניין שכרוך בעלות לא מבוטלת ובשינוי מהותי של התנהלות הגוף הישראלי.

[60]. בעניין זה יש גם לזכור, שבעלי הרשיון הישראליים מפנים (או יכולים להפנות) את הלקוח הישראלי גם לאפיקי השקעה בינלאומיים תחת 'המטרייה' והיעוץ שלהם.

[61]. באותה נשימה יש לציין, כי קיימות מדינות בהן החובות המוטלות על בעלי הרשיון לפי דיני אותן מדינות הינן רבות ומכבידות ממילא, כגון החובות שמטילה רשות ניירות הערך האמריקאית על בעלי רשיון אמריקאי, ולדידם של אלו, ייתכן שהוראות חוק הייעוץ שתחולנה עליהם, כבר מיושמות וחלות על ידם בכל מקרה.

[62]. סעיף 24 לחוק הייעוץ אוסר על מנהל תיקים להתנות את שכרו ברווח שהפיק הלקוח מעסקה. לא ניתן למצוא איסור דומה, למשל, **בחוק האנגלי ובחוק האיטלקי** (הגם שהתנתה השכר ברווח וגביית "דמי הצלחה" על ידי מנהל תיקים לפי דינים אלו כפופה בדרך כלל לתנאים שונים הנוגעים לחובת גילוי מפורשת ללקוח, איסור על ניגוד עניינים, אי נטילת סיכונים מיוחדים ועוד), והוראות הרשות לניירות ערך **הצרפתית** אף מתירות מפורשות למנהל תיקים להתנות שכרם ברווח, ראו: General Regulation of the Autorité des Marchés Financiers (AMF), Book III, Service Providers, Article 78-314 (2007).

[63]. אנו מניחים שהמחוקק לא התכוון לשנות את אופן התנהלותו של מנהל תיקים גם ביחס ללקוחות שאינם ישראלים.

[64]. הצעת חוק להסדרת המתווכים בהשקעות, התש"ע-2010. הטיטה הועמדה להערוך הציבור עד ליום 10 באוקטובר 2010.

[65]. סעיף 29 להצעת חוק הסדרת המתווכים בהשקעות, התש"ע-2010 קובע: **"שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות, רשאי לפטור את מי שעוסק בתיווך השקעות מחובת חברות במועצה, מחובת רישוי או מהוראות החוק כולן או מקצתן, אם ראה כי נכון לעשות כן בנסיבות העניין, לרבות מטעמים הנוגעים לזהות לקוחותיו או למספרם או מטעמים הנוגעים להיתר זר שברשותו של מתווך בהשקעות"**.

[66]. ראו למשל, בפרוטוקול ישיבת ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 8-9 (12.1.2010) ובפרוטוקול ישיבת ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 3 (19.1.2010).

[67]. ראו בהקשר זה פרוטוקול ישיבת ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 10-11 (12.1.2010) ופרוטוקול ישיבת ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 3 (19.1.2010). לשם הדוגמה, על פי הדין **באנגליה**, ככלל, בעל רשיון ישראלי אינו יכול להעניק שירותים באנגליה בהתבסס על רשיונו הישראלי בלבד באמצעות בעל רשיון מקומי, אלא חייב לקבל לצורך כך רשיון מקומי, למעט מקרים חריגים הנכנסים תחת הפטור מרישוי המוענק לעוסקים זרים בפעילותם מול סוגי לקוחות מסוימים (ראו לעניין זה The Financial Services & Markets Act 2000 (FSMA), c.8 § 19 (Eng)). עוד יצוין, כי הדירקטיבה של **האיחוד האירופאי** קובעת, ביחס למדינות האיחוד בלבד, כי על כל מדינה להבטיח את פעילותו החופשית של גורם הכפוף לרשיון ולפיקוח של רשות מוסמכת במדינה אחרת באיחוד, וכי יתקיים שיתוף פעולה בין מדינות האיחוד לעניין פיקוח וענישה (ראו עוד בעניין זה The Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC).

[68]. עם זאת, יש לזכור, כי עסקינן בגופים שונים המאוגדים במדינות שונות, תחת חוקים שונים, ונטילת האחריות בגין פעילות הגוף הזר, הגם שהוא נמנה על אותה קבוצה, אינה עניין פשוט המובן מאליה.

[69]. ראו בהקשר זה את הצעת נציג איגוד הבנקים בפרוטוקול ישיבת ועדת הכספים, הכנסת ה-18, 10-11 (27.1.2010), להקטין את סכום 'החוסך הפיננסי' הנדרש לשם מתן שירותים ליחיד לסכום שהוא שווה ערך למיליון דולר, כמקובל בארה"ב (סכום זה עמד על 15 מיליון ש"ח בהצעת החוק ובנוסח הסופי של החוק נקבע על 12 מיליון ש"ח).