



**דוח ביניים לקבלת התייחסות מהציבור -  
מודלי תגמול בפעילות הציבור בניירות ערך**

**נוסח להערות הציבור**

הצוות מזמין את הציבור הרחב להגיב ולהעביר התייחסויות לנושאים המפורטים בדוח הביניים, ובכך לתרום לקידום התחרות בתחום פעילות הציבור בניירות ערך.

**נודה לקבלת התייחסויות בנושא בכתב עד ליום 30.11.2025.**

את ההתייחסויות יש להעביר תחת הכותרת: "דוח ביניים - מודלי תגמול בפעילות הציבור בניירות ערך" לכתובות הדוא"ל הבאות -

**[Hashkaot@isa.gov.il](mailto:Hashkaot@isa.gov.il), [Pikuah\\_directive\\_drafts@boi.org.il](mailto:Pikuah_directive_drafts@boi.org.il)  
[budgets\\_finance@mof.gov.il](mailto:budgets_finance@mof.gov.il)**

## 1. רקע

לאור ההתפתחויות העסקיות בשוק ההון הישראלי, לצד התפתחויות טכנולוגיות רבות בתחומי הפיננסים בכלל, והמסחר וההשקעות בניירות ערך בפרט, מצאו בנק ישראל, רשות ניירות ערך ואגף התקציבים במשרד האוצר כי בשלה העת לבחון ולעדכן את מודל התגמול הקיים<sup>1</sup> באופן אשר יסייע בהגנה על הצרכנים ויעודד את פתיחת התחרות בין השחקנים השונים. מתווה מודל התגמול החדש מיועד להביא לשיפור הבהירות ויכולת ההשוואה עבור המשקיע, לשפר את יכולתו לבצע בחירה מושכלת ומותאמת עבורו, לדייק את הלימת התגמול לשירות הניתן ולהגביר את התחרות בקרב השחקנים השונים לרווחת הלקוחות.

לאורך השנים מנגנון המסחר בניירות ערך התפתח במקביל לשינויים והתפתחויות העסקיות, הרגולטוריות והטכנולוגיות שחלו בשוק ההון. אגב כך, נציין את ועדת בכר אשר קבעה את מנגנון תשלום עמלות ההפצה לבנקים. אופן פעילות השחקנים ותפקידיהם נקבע על ידי שורה של הוראות דין שנועדו להגן על המשקיעים ולקדם סביבת פעילות תחרותית, הוגנת ושקופה ללקוחות, ובכלל זה קודמו מהלכים לפישוט מנגנוני התגמול בעד השירותים והוזלתם.<sup>2</sup> נכון להיום, עבור בנקים, מנגנוני העמלות המותרות לגבייה הוסדרו בכללי הבנקאות (שירות לקוחות)(עמלות), התשס"ח-2008, כאשר עבור חברי בורסה שאינם בנקים לא קיימת הסדרה מקבילה ונדרשת חקיקה שתוכל לעסוק בהסדרת עניין זה (לעניין זה ראו תזכיר חוק "ברוקר דילר" אשר פורסם להערות ציבור).<sup>3</sup> שונות רגולטורית זו משליכה, בין היתר, על מודלי התגמול והעמלות הנגבות בגין השירותים הניתנים ללקוחות, ועל יחסי הגומלין וההסדרים שבין השחקנים לבין עצמם.

---

<sup>1</sup> פעילות ההשקעה בניירות ערך ובנכסים פיננסיים של לקוחות יחידים ומשקי בית בישראל מתבצעת כיום באמצעות מספר סוגי שחקנים (חברי בורסה בנקאים ושאינם בנקאים, יועצים ומשווקים, הבורסה לניירות ערך ויצרני הנכסים הפיננסיים - לרבות מנהלי קרנות נאמנות המציעים לציבור את יחידות הקרנות), לרוב תוך שיתוף פעולה עסקי ותפעולי ביניהם.

<sup>2</sup> לדוגמה, התערבות בנק ישראל במבנה עמלות בגין פעילות בני"ע להגברת השקיפות ויכולת ההשוואה בין מתחרים ונקיטת צעדים להגברת גילוי מחירי השירותים ללקוחות, וכן קידום רשות ניירות ערך את המתווה להגבלת העלאת דמי הניהול בקרנות נאמנות.

<sup>3</sup> [תזכיר חוק ניירות ערך \(הסדרת פעילות ברוקר דילר\)\(תיקון מס'...\), התשפ"ד-2024.](#)

## הקמת צוות עבודה בין-משרדי ופרסום קול קורא :

ביום 9.7.23 התקיים דיון בוועדת הכלכלה במנגנון עמלת דמי הניהול הנגבית על ידי בנקים. בסיכום הדיון התבקש בנק ישראל לגבש מתווה שיוזיל עלויות ללקוחות בנקים שמחזיקים תיקי ני"ע<sup>4</sup> בשווי נמוך, ובנוסף, להיפגש עם הגורמים הרלבנטיים למיפוי החסמים בשוק וההצעות לטיפול בהם. בהתאם לסמכותו ולצורך יישום הנחיה זו, בנק ישראל התחיל לקדם תיקון בכללי העמלות. כחלק מהליך התייעצות עם רשות ניירות ערך, ובהמשך לכוונתה לבחון את היבטי התגמול שתחת סמכותה, הוחלט להקים בחודש פברואר 2024 צוות עבודה בין-משרדי המשותף לבנק ישראל, רשות ניירות ערך ואגף התקציבים במשרד האוצר (להלן: "**צוות העבודה המשותף**" או "**הצוות**"). מטרת צוות העבודה המשותף הינה לבצע בחינה מעמיקה של מודלי התגמול והעמלות הקיימים, לנתח את מרכיבי התגמול השונים ולגבש פתרון רוחבי וכולל, במטרה לייצר מענה הולם, בר קיימא וצופה פני עתיד לטובת כלל הלקוחות וכלל השחקנים בשוק.

בחודש נובמבר 2024 פרסם צוות העבודה המשותף קול קורא לקבלת התייחסות הציבור בנושא "מודלי תגמול בפעילות הציבור בניירות ערך" (להלן: "**הקול הקורא**").<sup>5</sup> מטרתו של הקול הקורא הייתה לזהות ולבחון אפשרויות לשיפור מנגנוני התגמול הקיימים בשוק ולקבל את התייחסות הציבור והשחקנים הפעילים בשוק להנחות, לאתגרים ולעקרונות המוצעים לצורך מתן מענה לאתגרים שזוהו. כחלק מפרסום הקול הקורא קיבל צוות העבודה המשותף התייחסויות רבות ומגוונות מהציבור לשאלות שנכללו בו ונפגש עם מספר רב של גורמים הלוקחים חלק בפעילות שוק ההון בישראל, לרבות: בעלי רישיון יעוץ ושיווק השקעות, בנקים ובכלל זה מערכי הייעוץ הבנקאיים, חברי בורסה שאינם בנקים, מנהלי קרנות נאמנות וגופים המייצגים את הציבור. בנוסף למפגשים אלו נפגש צוות העבודה המשותף עם רשות התחרות לצורך קיום דיון מקצועי בנושא.

ככלל, התייחסויות הציבור לקול הקורא העלו שונות גבוהה בין המגיבים השונים, כאשר לצד מגיבים אשר תמכו בהותרת המצב הקיים על כנו, מגיבים אחרים תמכו בשינוי מנגנון התגמול המקובל כיום והציעו מודלים שונים.

<sup>4</sup> לעניין דוח זה, המושגים תיק ניירות ערך, חשבון ניירות ערך ופיקדון ניירות ערך זהים.

<sup>5</sup> [קול קורא לקבלת התייחסות מהציבור – מודלי תגמול בפעילות הציבור בניירות ערך](#)



## מטרת דוח הביניים :

בהמשך לפרסום הקול הקורא ושמיעת עמדות הציבור בנושא, התכנס צוות העבודה המשותף להמשך בחינת הצורך בעדכון מודלי התגמול הקיימים והקשר בין השחקנים השונים ובחינת מידת התאמתם לעקרונות הבסיסיים אותם סבור הצוות שיש לקיים במודל תגמול ראוי והולם.

בהתאם לכך גיבש צוות העבודה המשותף מתווה מוצע לעדכון מודל התגמול כך שזה יהיה שקוף יותר, בר השוואה וישפר את ההלימה שבין השירות לתגמול ואת התחרות בין השחקנים השונים, וזאת באופן שיטיב עם הלקוח ויחזק את כוחו. בדוח זה יפרט צוות העבודה המשותף את מתווה התגמול המעודכן המוצע, את העקרונות המרכזיים העומדים בבסיסו ואת היתרונות והאתגרים המרכזיים אותם מזהה צוות העבודה המשותף ביחס למתווה המוצע.

מתווה התגמול המוצע מפורסם כעת להערות ציבור, תשומת הלב גם לשאלות ספציפיות להתייחסות השזורות בו.

## 2. עקרונות מרכזיים בבסיס המתווה המוצע

לצורך גיבוש מודל תגמול אשר יענה על האתגרים המרכזיים אותם זיהה צוות העבודה המשותף במודל הנוכחי<sup>6</sup> ואשר יהווה פתרון הולם הן לציבור המשקיעים והן לכלל השחקנים המעורבים בפעילות המסחר בני"ע ובנכסים פיננסיים, גיבש צוות העבודה המשותף מספר עקרונות מרכזיים עליהם מתבסס מודל התגמול המוצע במסגרת דוח זה:

### 2.1. מנגנון עמלה פשוט וקל להבנה של גובה התשלום בעד השירות

הגדרת מודל תגמול פשוט וקל להבנה, במטרה לחזק את יכולת הלקוח להבין מהו המחיר בפועל של השירות שהוא יקבל. מודל כזה יאפשר ללקוח לבצע בקלות השוואה למחירים של ספקי שירות שונים בתחום שוק ההון, יכולת שתעצים את מעמדו של הלקוח ותתרום להגברת התחרות בין ספקי השירות. במודל הנוכחי מצא הצוות מספר נקודות בהם עקרון זה אינו מתקיים במלואו. כך לדוגמה, דמי ניהול חשבון ני"ע המחושבים כשיעור משווי ניירות הערך המוחזקים, מקשים על המשקיע לייצר וודאות לגבי גובה התשלום הצפוי מבחינתו בעבור השירות, דבר אשר פוגע ביכולתו להשוות בצורה פשוטה בין הגופים השונים.

### 2.2. חיזוק ההלימה בין השירות לבין העמלה

עמלה שקופה וברורה המקושרת באופן ישיר לשירות בגינה היא נגבית מהווה עקרון בסיסי שלראיית צוות העבודה נכון שיתקיים בעבור כלל השירותים הכרוכים בביצוע פעולות מסחר בני"ע ובנכסים פיננסיים ובגין ניהול חשבון ני"ע. הלימה ברורה בין העמלה לשירות מגבירה את מודעות הצרכן, מאפשרת לו להתמקח על גובה העמלה ולבחון את טיב השירות המתקבל. כמו כן, קיומה של הלימה ברורה בין העמלה לבין השירות מצמצמת את האפשרות לקיומו של סבסוד צולב בין לקוחות שונים ובין שירותים שונים.

במודל התגמול הנוכחי מצא הצוות כי במקרים מסוימים לא מתקיימת הלימה בין העמלות המשולמות לבין השירותים המתקבלים, ולאור זאת מעוניין הצוות להבטיח כי היבט זה יקבל מענה במודל התגמול החדש המוצע. שירות ייעוץ ההשקעות מדגים את חוסר ההלימה הקיים בין השירות שניתן במערכת הבנקאית לבין העובדה שתאגידים בנקאיים

<sup>6</sup> להרחבה אודות אתגרים אלו, ראו במסגרת הקול הקורא.

אינם רשאים לגבות במישרין מהלקוח עמלה עבור השירות. שירות ייעוץ השקעות הינו מרכיב מרכזי בתהליך קבלת החלטות ההשקעה בשוק ההון. תשלום ייעודי בעד מתן שירות ייעוץ, ולא כחלק משירות דמי ניהול ני"ע ועמלת ההפצה, עתיד לסייע במיצוב שירות הייעוץ כמרכיב אינטגרלי ובעל חשיבות בקרב המשקיעים ובחיזוק הנגשת שוק ההון למשקיעים נוספים.

### 2.3. העברת הדגש לעמלות ישירות מהצרכן חלף עמלות עקיפות מהיצרן

מעבר למודל של תשלום ישיר מהצרכן מאפשר מערך תמריצים שקוף לחלוטין בו כל לקוח משלם באופן ישיר עבור השירותים אותם הוא מקבל מבלי שישנן עלויות עקיפות שהוא לא מודע להן. כך הלקוח מבין את עלות השירות באופן מלא ויכול להשוות ולהתמקח בין נותני השירות השונים. במודל התגמול הנוכחי, בגין קרנות מנוהלות פתוחות (להלן: "קרנות אקטיביות") משולמת עמלת הפצה מיצרן הנכס הפיננסי אל הבנק או אל חבר בורסה שאינו בנק, המהווה תשלום עקיף אשר הלקוח איננו מודע לו.

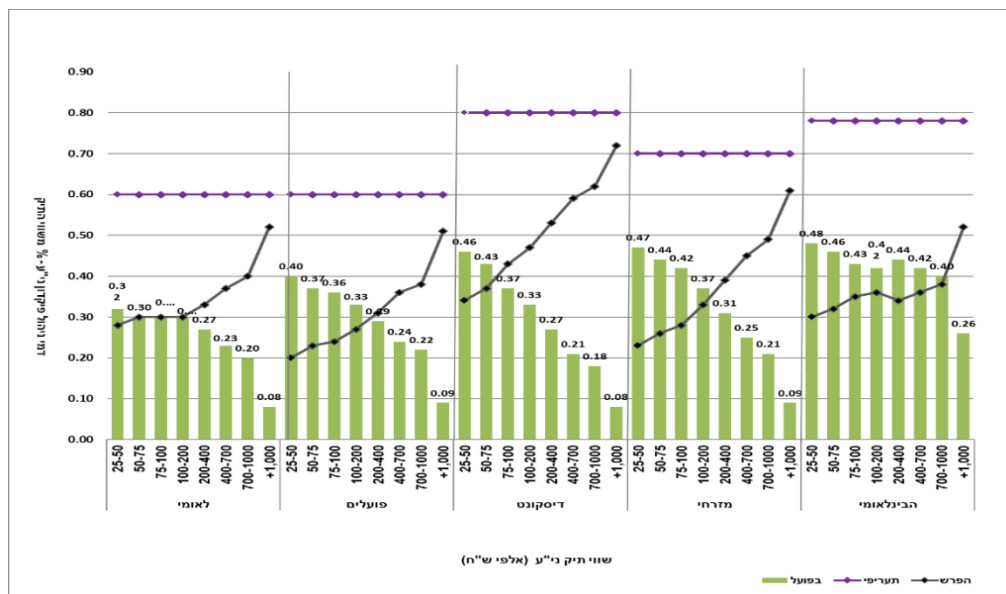
בהקשר זה יצוין כי בשנים האחרונות בחרו מספר מדינות לאמץ מודל של תגמול ישיר מהלקוח עבור שירותים בשוק ההון, חלף המודלים המסורתיים המבוססים על עמלות ותמריצים מיצרני המוצרים הפיננסיים.<sup>7</sup> אומנם נקודת המוצא במדינות אלו ובישראל אינה זהה, אך ניתן ללמוד ממקרי בוחן אלו הן על היתרונות הגלומים בשינוי זה והן על כך שמודל כאמור נושא עמו גם מספר לא מבוטל של אתגרים. העיקרי בהם הוא החשש מפני הקושי של לקוחות לשנות את הרגליהם הצרכניים ולהתחיל לשלם על שירותים באופן ישיר ומודע, כאשר עד כה שילמו עליהם באופן עקיף בלבד, לעיתים מבלי שיהיו מודעים לכך. עם זאת, על אף האתגרים הקיימים במעבר למודל תגמול ישיר מהצרכן, צוות העבודה המשותף מצא כי בראייה ארוכת טווח, היתרונות הפוטנציאליים הגלומים במודל זה עולים על האתגרים הפוטנציאליים, וכי נכון לשאוף שיקרון זה יעמוד בבסיס מודלי התגמול העתידיים שייקבעו.

<sup>7</sup> להרחבה בדבר הרפורמות שבוצעו באנגליה ובהולנד ולמעבר המתוכנן לתגמול ישיר באיחוד האירופאי, ראו נספח א'

## 2.4. הגנה על לקוחות בעלי שווי תיק ני"ע נמוך

אחת המטרות שהוגדרו לצוות העבודה הבין-משרדי היא לשמור על עניינם של לקוחות בעלי שווי תיק נמוך. מנתונים הנאספים על ידי הפיקוח, עולה כי ככל ששווי התיק הלוקח הוא גבוה יותר, כוח המיקוח של הלוקח מול הבנק הוא רב יותר בהשוואה ללקוח שבבעלותו שווי תיק ני"ע נמוך. בפועל, לקוחות בעלי שווי תיק נמוך מקבלים פחות הנחות וככלל לא ניתן להם שירות ייעוץ. במטרה להגן על לקוחות אלו ולמנוע סבסוד צולב בשל שווי החזקות נמוך וכוח מיקוח מצומצם, הצוות מציע לקבוע מדרג בדמי ניהול לפי גודל התיק ולהוסיף עמלת ייעוץ ייעודית, כאמור לעיל, אשר תוכל לחזק את התמריץ של הבנקים להמשיך ולספק את השירות ואף להרחיב את האוכלוסייה שמקבלת ייעוץ השקעות, בין היתר גם ללקוחות בעלי שווי תיק ני"ע נמוך יותר.<sup>8</sup>

### השוואת תעריפי דמי ניהול פיקדון ני"ע ישראלים - שנת 2024 חמשת הבנקים הגדולים



<sup>8</sup> על פי דוח פעילות מערכי הייעוץ בבנקים שפורסם על ידי רשות ניירות ערך בחודש יולי 2025, כ-28% בלבד מהחשבונות המיועצים הם חשבונות בעלי שווי נמוך (עד 300 אלף ₪), המהווים כ-9% מסך החשבונות למסחר בניירות ערך בבנקים בשווי זה.

## 2.5. אחידות במודלי התשלום בין מוצרים דומים (אקטיביות ופאסיביות)

אחידות במודלי התשלום בין מוצרים דומים מהווה עקרון בסיסי להגברת השקיפות ויכולת ההשוואה בקרב המשקיעים ויכולה לסייע בקבלת החלטות על בסיס מדיניות השקעה שאינה מוטה בשל מודלי תגמול שונים. עקרון האחידות לא מתקיים במנגנון התגמול הנוכחי, בו ישנה שונות בין קרנות "אקטיביות" לבין קרנות נאמנות "פאסיביות" - בעוד שעבור קרנות נאמנות "אקטיביות" מנהל הקרן משלם לבנק עמלת הפצה בעבור כל החזקה של יחידת קרן בחשבונות הלקוחות והלקוח איננו משלם עמלות קניה ומכירה, הרי שעבור קרנות נאמנות "פאסיביות" אין תשלום של עמלת הפצה ממנהל הקרן והלקוח משלם לחבר הבורסה באופן ישיר עמלות קניה ומכירה עבור כל פעולה שלו המבוצעת בקרנות אלו. שונות זו מגבירה את מורכבות היבטי התגמול בעיני הלקוחות ועשויה להשפיע על קבלת ההחלטות שלהם. צוות העבודה המשותף לא השתכנע כי השונות במאפייני המוצרים מצריכה בהכרח שונות במודל התשלום בגין ולכן, על מנת לפשט עבור המשקיע את מנגנוני התגמול ולהקל על יכולת ההשוואה, הצוות תומך בהאחדה של מודלי התשלום עבור קרנות נאמנות. מעבר לכך, כמובן שרכיב עמלת ההפצה המשולם על ידי מנהל הקרן בקרנות הנאמנות "האקטיביות" משפיע על תמחור דמי הניהול בקרנות אלה.

## 2.6. שמירת מוצר הקרנות הכספיות כמוצר חליפי לפיקדונות כספיים כחלק משוק הכסף<sup>9</sup>

קרנות כספיות מהוות אפיק השקעה סולידי חליפי לפיקדונות כספיים. נכון להיום, לקוח אשר רוכש ו/או מוכר בחשבון ניה"ע שלו בבנק יחידות של קרנות כספיות, איננו נדרש לשלם עמלות קניה ומכירה, ובנוסף קיים גם פטור מתשלום עמלת דמי ניהול ניה"ע<sup>10</sup>. מסגרת כללים זו מסייעת ביצירת מנגנון פשוט עבור הלקוח לביצוע השוואה קלה בין קרן כספית לפיקדון. הצוות מבקש לשמר את הכללים הנוכחיים, ולהחריג את הקרנות הכספיות מהשינויים שיבוצעו במודלי התגמול, כדי להמשיך ולתמוך בהגברת התחרות בין אפיקי השקעה סולידיים

<sup>9</sup> פיקדונות קצרי טווח, קרנות כספיות ומק"מ.

<sup>10</sup> בהתאם לתקנות עמלות ההפצה, רכישת/מכירת יחידות של קרן נאמנות מחויבת בתשלום עמלת הפצה לבנק על ידי מנהל הקרן. פטור מדמי ניהול ניה"ע מעוגן בכללי העמלות.





בשוק הכסף לרווחת הלקוח. לאור הנ"ל, הקרנות הכספיות מוחרגות מהשינויים שמוצעים להלן במודלי התגמול.

#### 2.7. אחידות במנגנוני תגמול של נותני שירותים

במטרה לאפשר ללקוח לבצע השוואה מושכלת בין שחקנים שונים, נדרש להחיל מנגנוני תגמול זהים על כלל נותני השירותים העוסקים בפעילות השקעה בניירות ערך ובנכסים פיננסים ללקוחות, תוך התאמת העקרונות שייקבעו למאפייני השחקנים השונים, פעילותם וקהלי היעד שלהם.

### 3. המתווה המוצע

בהתבסס על העקרונות המנויים בפרק 2 למסמך זה, ולאחר בחינה של מרכיבי מודל התגמול הנוכחי ותפקידם של השחקנים השונים בשרשרת הפעילות כיום, גיבש צוות העבודה המשותף שורה של הצעות לשינוי מודל התגמול והתאמתו לסביבה העסקית, הטכנולוגית והתפעולית המתפתחת בימים אלו.

ההצעות לשינוי אשר יפורטו בפרק זה נבחנו הן בהסתכלות פרטנית על כל סוג של שירות והעמלה הנגבית בגינו, והן כמכלול, קרי בהסתכלות על כלל מודל התגמול בשלמותו והקשרים שמודל תגמול זה מייצר בין השחקנים השונים.

ביחס לכל הצעה לשינוי יפורטו הצעד המוצע לקביעה, השינוי מהמצב הקיים והיתרונות והאתגרים בשינויים המוצעים. לשם הנוחות, הצגת מתווה העמלות תחולק לעמלות הנגבות ישירות מהלקוח ולעמלות עקיפות המשולמות על ידי יצרן הנכס הפיננסי:

#### 3.1. עמלות הנגבות במישרין מהמשקיעים:

##### א. עמלת דמי ניהול פיקדון ני"ע

**הצעד המוצע:** מנגנון דמי ניהול ני"ע ייקבע כסכום שקלי, שייגבה בתדירות חודשית עבור כלל החזקות ניה"ע והנכסים הפיננסיים של הלקוח, הן הישראליים והן הזרים. על מנת להגן על לקוחות בעלי שווי תיק ני"ע נמוך, ולהבטיח שתעריף השירות עבורם ישקלל כראוי את העלויות בפועל, יוגדרו מדרגות בעמלה בהבחנה לפי שווי תיק כדלקמן: דמי ניהול עבור תיקי ני"ע עד שווי של 100 אלף ₪; דמי ניהול עבור תיקי ני"ע מ- 100 אלף ₪ עד שווי של 400 אלף ₪; דמי ניהול עבור תיקי ני"ע מעל 400 אלף ₪. כחלק משינוי המנגנון, הבנקים יידרשו לתמחר את גובה העמלה ולהתאימה לסכום שקלי. יידרש שתמחור העמלה ייעשה באופן הוגן וככזה אשר משקלל כראוי את העלויות בפועל של ניהול תיק ני"ע, לרבות גם השינוי המתייחס לעמלת ייעוץ, המתואר להלן בסעיף ב.

**שינוי מהמצב הקיים:** כיום מנגנון גביית עמלת דמי ניהול ני"ע בבנקים מוסדר בכללי הבנקאות (שירות ללקוח)(עמלות), התשס"ח-2008 ומוגדר כשיעור משווי ניה"ע והנכסים הפיננסיים המוחזקים בחשבון ניה"ע של הלקוח עם סכום מקסימום שקלי, הנגבה אחת לרבעון, או בעת מכירת נייר הערך או הנכס הפיננסי, המוקדם

מביניהם. המצב הקיים מבוסס על התפיסה ששווי ההחזקות משליך על התשומות של הבנק במתן השירות.

**יתרונות ואתגרים מרכזיים:** היתרונות המרכזיים בשינוי המנגנון מעמלה המחושבת כשיעור משווי תיק הלקוח לעמלה הקבועה כסכום שקלי הם פשטות ושקיפות אשר יקלו על הלקוח להשוות בין שחקנים שונים ויצירת וודאות ללקוח אודות גובה התשלום הצפוי מבחינתו עבור השירות. זאת כיוון שהמודל הנוכחי מקשה על לקוחות להעריך מה יהיה סכום העמלה בפועל שיידרשו לשלם שכן סכום העמלה מתקבע בדיעבד על סמך שווי האחזקות של הלקוח. חוסר הוודאות הזה מקשה על הלקוחות לבצע השוואה מושכלת בין ספקי השירות. מנגנון זה יאפשר ביצוע השוואה קלה בין כלל ספקי השירות בשוק ההון. יתרה מכך, מחקרים מראים שלקוחות מעדיפים תשלום שקלי ולא אחוזי וכי מנגנון מסוג זה מקל על יכולת ההשוואה וקבלת ההחלטות.<sup>11</sup>

מנגד, קיים חשש שהגדרת העמלה כסכום שקלי, חלף שיעורי, תגרום להעלאת מחירים, אצל חלק מהלקוחות, כפועל יוצא מכך שהבנק יקבע את סכום העמלה כממוצע עבור כלל הלקוחות במצטבר. כמענה לאתגר זה נקבע שסכום העמלה יהיה בהתאם לשווי החזקות הלקוח, לפי המדרגות המוצעות.

ב. עמלת ייעוץ ייעודית מהלקוח

**הצעד המוצע:** יועץ, בין אם במערכי הייעוץ הבנקאיים ובין אם יועץ עצמאי, רשאי יהיה לגבות עמלה ייעודית בגין שירות הייעוץ. מאפייני העמלה יוכלו להיות מותאמים לאופי שירות הייעוץ שיינתן (מתמשך / חד פעמי, אנושי / דיגיטלי / היברידי וכו').

**שינוי מהמצב הקיים:** כיום, על אף כי סעיף 17 לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995 (להלן "חוק הייעוץ") מתיר לבעל רישיון לגבות שכר והחזר הוצאות מהלקוח, כללי הבנקאות (שירות ללקוח) (עמלות), תשס"ח-2008 (להלן: "כללי העמלות") אינם מתירים לתאגידים הבנקאיים לגבות עמלה ייעודית באופן ישיר מהלקוח בעבור מתן

שירותי ייעוץ השקעות. במסגרת השינוי המוצע יותר גם למערכי הייעוץ בתאגידים הבנקאיים לגבות עמלת ייעוץ ישירה מהלקוח, וזאת כמובן במידה וניתן על ידם שירות ייעוץ השקעות כאמור.

**יתרונות ואתגרים מרכזיים:** היתרונות המרכזיים במתן האפשרות לגביית עמלת ייעוץ ישירה וייעודית מהלקוח נוגעים בעיקרם לחיזוק ההלימה שבין השירות המתקבל לבין העמלה המשולמת. מצד המשקיעים, חיזוק ההלימה עתיד להביא להגברת המודעות לשירות עצמו, לעמלה המשולמת בעדו ולמיצוב שירות הייעוץ כחלק מרכזי בתהליך ההשקעות של המשקיע הקמעונאי. כמו כן, ההסדר החדש ירחיב את נגישות שירות הייעוץ למשקיעים רבים יותר. מצד מערכי הייעוץ הבנקאיים והיועצים החיצוניים, מתן האפשרות לגביית עמלת ייעוץ ייעודית יכולה להגביר את התמריץ לאספקת השירות ולשיפור איכות השירות<sup>12</sup>. מתן האפשרות לגבות עמלת ייעוץ ישירה מהלקוח צריכה להיות תואמת את אופי שירות הייעוץ שניתן, את ערוץ מתן השירות ואת גודל תיק הלקוח, במטרה להביא לשיפור הצעות הערך ללקוחות בתחום זה והתאמתם לצרכים המשתנים של סוגי הלקוחות (ייעוץ חד פעמי/מתמשך, ייעוץ

12

Daniel Hoechle, Stefan Ruenzi, Nic Schaub, Markus Schmid, Financial Advice and Bank Profits, The Review of Financial Studies, Volume 31, Issue 11, November 2018, Pages 4447–

4492, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy046>

Daniel Hoechle, Stefan Ruenzi, Nic Schaub, Markus Schmid, The Impact of Financial Advice on Trade Performance and Behavioral Biases, Review of Finance, Volume 21, Issue 2, March 2017, Pages 871–

910, <https://doi.org/10.1093/rof/rfw032>

Ma, Linlin, Yuehua Tang, and Juan-Pedro Gomez. "Portfolio manager compensation in the US mutual fund industry." The Journal of Finance 74, no. 2 (2019): 587-638.

Gaudecker, Hans-Martin Von. "How does household portfolio diversification vary with financial literacy and financial advice?." The Journal of Finance 70, no. 2 (2015): 489-507.

מהמאמרים המובאים עולה כי ייעוץ פיננסי בנקאי יכול לספק תועלת רבה ללקוחות. אך כאשר הוא מושפע מניגודי אינטרסים שנובעים מהבדלים בתמריץ שמגיע מהיצרנים (מה שנופץ בחו"ל) הייעוץ שהלקוח מקבל הוא לא מיטבי. חשוב לציין שבעקבות ועדת בכר, ניגודי האינטרסים בייעוץ הבנקאי בישראל שונים מבעולם ואינם סובלים מהטיות עבור מוצרים בנקאיים שלעיתים פוגעים באוכלוסייה המקבלת את הייעוץ. על כן, ככלל חלק מניגודי האינטרסים שמתוארים במאמרים האקדמאיים ובעולם אינם רלוונטיים לייעוץ הפיננסי הבנקאי בישראל.

אנושי/דיגיטלי, וכו'). כמו כן, הפיכתה של עמלת הייעוץ לעמלה ייעודית, לה מחיר ומנגנון גבייה נפרדים, יכולה להביא להסרת חסם כניסה משמעותי ולהגברת התחרות מצד היועצים החוץ-בנקאיים, שנכון להיום אינם יכולים להתחרות בשירות המתקיים במערכי הייעוץ הבנקאיים הנתפס על ידי המשקיעים כניתנים בחינם. לבסוף, הפיכתה של עמלת הייעוץ לעמלה ייעודית ונפרדת בעבור הלקוחות המקבלים את שירותי הייעוץ בפועל, עתידה להביא לצמצום פוטנציאל הסבסוד שבין לקוחות מיועצים לבין הלקוחות שאינם מיועצים.

מנגד, גביית העמלה באופן ישיר בעד שירות הייעוץ, שנכון להיום נגבית רק באופן עקיף באמצעות עמלות אחרות, עשויה להרתיע משקיעים, קיימים או פוטנציאליים, מקבלת שירותי ייעוץ.<sup>13</sup> להערכת צוות העבודה המשותף, גם אם יתממש החשש האמור, השפעתו תהיה לטווח הקצר, ובטווח בינוני-ארוך ייווצר שיווי משקל חדש מיטבי יותר בשוק הייעוץ.

#### ג. עמלות קניה ומכירה

**הצעד המוצע:** כצעד משלים לשינוי במודל עמלת ההפצה כמתואר להלן בסעיף 3.2, תקבע האחדה של מנגנון גביית עמלות קניה ומכירה ביחס לפעולות קניה ומכירה של יחידות קרנות נאמנות מסוגים שונים, דהיינו "פאסיביות" ו"אקטיביות", למעט

---

<sup>13</sup> במודל הייעוץ הישיר ישנם אתגרים במוטיבציה של לקוחות לשלם ישירות על השירות, אך במקביל ישנן אינדיקציות שהדבר נותן להם ערך. לדוגמה, ראו התייחסות מתוך פרסום ה-EUROPEAN COMMISSION (המובא בהרחבה בנספח א' למסמך זה) בדבר הערכת השפעות הרפורמה בהולנד:

In an evaluation of the ban on inducement carried out in 2018 the Dutch Ministry of Finance found an increase of the quality of advice and a better focus on the objectives of the clients. There were no major constraints to access advice, while at the same time consumers tended to underestimate the costs of advice prior to the reform. Once advisors get the opportunity to explain the value added of their services, the acceptance to pay for such fee-based services increases

בנוסף, ראו מחקרים אלו בנושא זה:

Hackethal. "Switching from commissions on mutual funds to flat-fees: How are advisory clients affected?." Journal of economic behavior & organization 209 (2023): 423-449.

Mugerman, Yevgeny, Orly Sade, and Eyal Winter. "Out-of-pocket vs. out-of-investment in financial advisory fees: Evidence from the lab." Journal of Economic Psychology 81 (2020): 102317.

קרנות כספיות. כלומר, בכל פעולה של מכירה או קניה של יחידת קרן נאמנות (מכל מסוג שהוא) תיגבה מהלקוח עמלת קניה/מכירה.

**שינוי מהמצב הקיים:** כיום, קיימת שונות לעניין גביית עמלות קניה ומכירה בגין פעולות של קניה ומכירה ביחידות קרנות נאמנות: בגין פעולות ביחידות קרנות נאמנות "פאסיביות" נגבות מהלקוח עמלות קניה ומכירה, ואילו בגין פעולות ביחידות קרנות נאמנות "אקטיביות" לא נגבות עמלות קניה ומכירה, אלא נגבות ממנהלי הקרנות עמלות הפצה (כמפורט גם בסעיף הבא). השונות הזו מעוגנת בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (עמלת הפצה), תשס"ו-2006 ובכללי הבנקאות (שירות ללקוח)(עמלות), התשס"ח-2008.

**יתרונות ואתגרים מרכזיים:** הצעד המוצע יבטל את המורכבות בהיבטי התגמול שקיימת היום כתלות בסוגי הקרנות, ויהפוך את מנגנון גביית העמלה לשקוף וברור יותר. ביטול השונות בין סוגי הקרנות והאחדה עם מנגנון התגמול המקובל והנפוץ בשוק ההון לפעולות קניה ומכירה, יתמוך במשקיע בתהליך קבלת ההחלטה במדיניות ההשקעה, כך שלא יילקחו בחשבון בעת קבלת ההחלטה ההבדלים במנגנון הגבייה ובגובה העמלות, אלא מדיניות ההשקעה בלבד.

מנגד, החלת גביית עמלות קניה ומכירה בגין פעולות של קניה ומכירה ביחידות קרנות נאמנות מסוג "אקטיביות" משמעה השתתפות נוספת ישירה על הלקוחות אשר עלולה לפגוע באטרקטיביות של קרנות אלו בעיני המשקיעים, אשר התרגלו לא לשלם עבור ביצוע פעולות אלו באופן ישיר. עם זאת, מהנתונים הנאספים נראה כי גביית עמלות קניה ומכירה איננה מהווה שיקול מכריע עבור ציבור המשקיעים בעת קבלת ההחלטה על השקעה בקרנות "פאסיביות", וזאת על אף שברכישה ובמכירה של קרנות אלו חלות כבר כיום עמלות קניה ומכירה<sup>14</sup>. על כן נראה שהחשש לגבי ההשלכה של גביית עמלות קניה ומכירה גם עבור פעולות בקרנות האקטיביות אינו גבוה. יובהר כי צעד זה כרוך יחד עם שינוי וצמצום מנגנון עמלות

---

<sup>14</sup> מדוח פעילות קרנות נאמנות בישראל שפורסם על ידי רשות ניירות ערך עולה כי בשנת 2023, לראשונה, שווי הנכסים המנוהלים בקרנות הפאסיביות (קרנות מחקות פתוחות וקרנות הסל), עבר את שווי הנכסים המנוהלים בקרנות אקטיביות מנוהלות (בנטרול קרנות כספיות). מובן מאליו שיש גורמים נוספים המשפיעים על קבלת החלטת ההשקעה, אולם נראה כי מנגנון העמלה הנוכחי איננו בעל השפעה משמעותית.

ההפצה, כפי שיפורט בהמשך דוח זה, שעשוי להתאים מנגד את עלויות דמי הניהול של קרנות הנאמנות. להערכת חברי הצוות, יישום שינוי זה, במשולב עם שאר ההמלצות בדוח הביניים כמכלול אחד, יתרום באופן חיובי לשוק ההון ולמשקיעים על ידי הגברת השקיפות, הגברת ההלימה שבין השירות לבין העמלה בגינו ועל ידי ביטול השונות בין סוגי הקרנות השונים.

#### ד. מסלולי השקעה

**הצעד המוצע:** יתאפשר לבנקים להציע ללקוחותיהם מסלולי השקעה שבמסגרתם לקוח ישלם עמלה בסכום כולל כנגד כלל סוגי השירותים בתחום הפעילות בני"ע ובנכסים פיננסים. הבנק יהיה רשאי לקבוע בהתאם לשיקול דעתו את סוגי השירותים שיוצעו במסלולים ואת מספר הפעולות שייכללו בו.

**שינוי מהמצב הקיים:** כיום, בהתאם למתכונת כללי העמלות, התאגידים הבנקאיים רשאים להציע ללקוחותיהם מסלול הכולל שירותים בתחום פעילות בני"ע, רק אם המסלול כולל גם פעולות בחשבון העובר ושב, כלומר קיימת חובה לכרוך ביחד שירותים בחשבון העו"ש ביחד עם פעילות בתחום ני"ע. מסלול זה מופיע בכללי העמלות תחת השם "מסלול מורחב פלוס". שירות זה התווסף במקור לכללי העמלות על מנת לאפשר לתאגידים הבנקאיים גמישות בהיצע השירותים ובגובה העמלות תוך התמקדות בעיקר בשירותים הניתנים ללקוחות בחשבון העובר ושב.

**יתרונות ואתגרים מרכזיים:** הצעד המוצע יאפשר ללקוח לקבל חבילת שירותים התואמת לצרכיו וכנגדה לשלם עמלה אחת בלבד. המשמעות עבור הלקוח הוא יצירת מנגנון עמלה פשוט וקל להבנה אשר יאפשר גם השוואתיות קלה בין ספקי השירות. זאת ועוד, מנגנון תשלום כאמור יסייע למשקיע להתמקד במדיניות ההשקעה בלבד.

מנגד, מאחר וכל בנק יחליט על מסלול השקעה שיכיל סוגי שירותים שונים ומספר פעולות משתנה, עולה חשש שיווצרו סוגי מסלולי השקעה רבים שיתכן ויקשו על ביצוע השוואה פשוטה של עלות השירותים בשוק ההון בין כלל נותני השירותים. עם זאת, מאחר והלקוחות נבדלים זה מזה במאפייניהם ובצרכי ההשקעה שלהם, להערכת צוות העבודה המשותף, העמדת אפשרות ללקוח לבחור בין ניהול חשבון המסחר שלו (עם או בלי שירות ייעוץ השקעות) במסגרת אחת כוללת וכנגד תשלום עמלה אחת בלבד ובין היכולת

לשלים בעבור כל שירות בנפרד טומנת בחובה יתרונות לסוגי לקוחות מסוימים ויש בה כדי לתרום להם.

#### שאלה להיוועצות עם הציבור

לעניין זה מבקש הצוות להתייעץ עם הציבור האם לצד מתן האפשרות לבנקים להציע ללקוחותיהם מסלולי השקעה, כמתואר לעיל, יש לחייב את הבנקים גם להציע בנוסף ללקוחותיהם את האפשרות לבחור במודל התגמול הפריק, קרי תשלום נפרד בעבור כל אחד מהשירותים הניתנים ללקוח?

### 3.2. עמלות הנגבות בין השחקנים:

#### עמלת תיווך

**הצעד המוצע:** מוצע לשנות את מנגנון התגמול הנוכחי, ולקבוע כי תשלום עמלת תיווך אחידה בשיעור מופחת של 0.2%<sup>15</sup> משווי היחידות הנרכשות, שתיגבה על פני משך ההחזקה, בכל סוגי קרנות הנאמנות, למעט קרנות כספיות. עמלת התיווך תיגבה רק במקרים בהם פעולות רכישה של הקרנות תבוצענה באמצעות יועץ השקעות.<sup>16</sup> על מנת להבטיח שהפחתת שיעור העמלה, בהשוואה לשיעורים הנגבים כיום, תשתקף בגובה דמי הניהול שגובות קרנות הנאמנות מהלקוחות, לצד המשך פיתוח השוק ועידוד כניסתם של יועצים נוספים, רשות ני"ע תפעל בשיתוף עם מנהלי קרנות הנאמנות לקידום מהלך להפחתת דמי הניהול האמורים.

לאור משמעותיות השינוי וההשפעה הפוטנציאלית על כלל השחקנים ועל ציבור המשקיעים, מוצע לקבוע תקופת מעבר, על פי המנגנון הבא:

#### יחידות קרנות נאמנות אקטיביות:

- בעבור פעולות רכישה חדשות – המתווה החדש יחול החל ממועד הכניסה לתוקף של המודל החדש.
- בעבור המלאי הקיים של יחידות קרנות נאמנות אקטיביות המוחזק בחשבונות הלקוחות ערב הכניסה לתוקף של המודל החדש – תיקבע

<sup>15</sup> המלצת הצוות לשיעור זה מתבססת על המלצות שפורסמו לאחר השלמת ועדת בכר, במסגרתן הוצע כי שיעור עמלת ההפצה יעמוד על כ-30% מגובה דמי הניהול שגובות קרנות הנאמנות. כיוון שממוצע גובה דמי הניהול, בנטרול קרנות כספיות, ליום 31.12.2024 עמד על כ-0.68%, המליץ הצוות על שיעור עמלת תיווך של 0.2% (שהם 30% משיעור דמי הניהול הממוצע). [https://www.gov.il/he/departments/units/bachar\\_reforma\\_committee](https://www.gov.il/he/departments/units/bachar_reforma_committee).

<sup>16</sup> לרבות מנהל תיקים בעל רישיון ייעוץ השקעות.



תקופת מעבר של שנה במהלכה עמלת ההפצה תוסיף להיות משולמת בהתאם למתכונת הנוכחית ובמקביל לא תגבה מהלקוח עמלת קנייה ומכירה בגין המכירה. בסיום תקופה זו, מלאי זה, שיוסיף להיות מוחזק בחשבונות יועבר למודל התגמול החדש, תוך הבחנה בין לקוחות מיועצים ללקוחות שאינם מיועצים.

#### יחידות קרנות נאמנות פאסיביות

■ בעבור המלאי הקיים של יחידות קרנות נאמנות פאסיביות המוחזק בחשבונות הלקוחות ערב הכניסה לתוקף של המודל החדש – תיקבע תקופת מעבר של שנה אחת במהלכה לא תשולם עמלת תיווך, בהתאם למתכונת החדשה. בסיום תקופה זו, מלאי זה שיוסיף להיות מוחזק בחשבונות יועבר למודל התגמול החדש, תוך הבחנה בין לקוחות מיועצים ללקוחות שאינם מיועצים.

למען הסר ספק, לצורך יישום מתווה זה, יועצי השקעות יידרשו להתקשר עם כלל מנהלי קרנות הנאמנות וזאת בכדי לאפשר את העברת עמלת התיווך אל יועצי ההשקעות. במקביל, מנהלי קרנות הנאמנות לא יוכלו לבחור שלא להתקשר עם יועץ השקעות מסוים, למעט במקרה של סירוב סביר כפי שתקבע הרשות באסדרה.

**שינוי מהמצב הקיים:** בהתאם לדינים החלים כיום, עמלת ההפצה היא עמלה המשולמת ממנהלי קרנות אקטיביות למפיץ – בנק, או חבר בורסה שאינו בנק (בכפוף לקיומו של הסכם הפצה<sup>17</sup>). העמלה נגבית עבור החזקת יחידות של קרנות אלו באמצעות המפיץ. עמלה זו משולמת על ידי מנהל הקרן כשיעור בגין שווי היחידות המוחזקות על פני משך ההחזקה<sup>18</sup>. גובה שיעור העמלה נקבע בהתאם לסוג קרן הנאמנות המוחזקת על ידי הלקוח. עמלה זו משולמת לבנקים הן עבור תשתית להפצת קרנות הנאמנות והן עבור שירות ייעוץ<sup>19</sup> שניתן ביחס ליחידות

<sup>17</sup> חבר הבורסה יכול לגבות עמלה זו ישירות מהלקוח אם לא נחתם הסכם כאמור מול מנהל הקרן.

<sup>18</sup> בהתאם לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (עמלת הפצה), תשס"ו-2006. שיעור העמלה שיגבה חבר בורסה בקשר עם מכירת יחידות של קרנות נאמנות, פדיון או החזקתן לא ישתנה עקב כך שהיא נגבית ממנהלי קרנות שונים.  
<sup>19</sup> כאמור בהערת שוליים 15, הייעוץ נכרך בעמלת ההפצה כתולדה מוועדת בכר אשר יצרה את הציפייה לכריכה זו. במסגרת המלצות שפורסמו לאחר השלמת וועדת בכר, הוצע כי גובה עמלת ההפצה יהווה כ-30% מגובה דמי הניהול המשולמים למנהל הקרן (ראו נתונים במצגת בנושא "רפורמה בשוק ההון תקנות עמלות הפצה, אוגוסט 2005"), ואילו כיום עמלה זו עומדת בממוצע על כ-35% מגובה דמי הניהול, וזאת לאור העובדה שלאורך השנים חלה ירידה עקבית בדמי הניהול של הקרנות (בין השנים 2015 ל-2024 חלה ירידה של כ-10% בגובה דמי הניהול בקרנות אקטיביות). לאור החובה החלה על המפיצים לאחידות בשיעור עמלת ההפצה בין היצרנים השונים, התגבשה פרקטיקה לפיה גובה עמלת

הקרן. במסגרת מתווה התגמול המוצע בנייר זה, ישונו הנסיבות בעדן תשולם העמלה וסוגי הקרנות שבעדן תשולם העמלה. עמלת התיווך לא תשולם כמקודם על ידי מנהל הקרן למפיץ היחידות בעד החזקת יחידות קרנות נאמנות אקטיביות בחשבון הלקוח, אלא מנהל הקרן יידרש לשלם ליועץ ההשקעות עמלה רק בעד פעולות בהן ניתן בפועל שירות של תיווך יחידות הקרן - אקטיבית ופאסיבית - שבניהולו לציבור המשקיעים, וזאת כחלק משירות הייעוץ.

**יתרונות ואתגרים מרכזיים:** השינוי המוצע נועד לייצר הלימה ברורה בין העמלה המשולמת לבין השירות הניתן, כך שמנהל הקרן יידרש לשלם עמלה רק בעד פעולות בהן הוא מקבל בפועל שירות של תיווך יחידות הקרן שבניהולו לציבור המשקיעים כחלק משירות הייעוץ. כמו כן, השינוי המוצע מחזק את עיקרון הסטנדרטיזציה בין סוגי קרנות הנאמנות.

שינוי מנגנון העמלה והתנייתה במתן שירות ייעוץ בפועל נושא עמו מספר יתרונות מרכזיים, הן בעבור הלקוחות והן בעבור השחקנים השונים בשרשרת הערך. בעבור הלקוחות, הקביעה כי העמלה תשולם רק בעבור פעולות בקרנות נאמנות מיועצות עתידה לצמצם את הסבסוד הקיים כיום בין לקוחות המקבלים שירות ייעוץ לכאלו שאינם מקבלים שירות זה. בעבור מנהלי הקרנות, שינוי זה מבטא גם את עיקרון ההלימה בין השירות לעמלה המשולמת, על פיו עמלה זו תשולם על ידי מנהל הקרן לגורם המספק בפועל את שירותי התיווך לרכישת יחידות הקרנות המנוהלות על ידו, אגב ייעוץ, וזאת ללא תלות בהבחנה אם מדובר בבעל רישיון מתוך מערך הייעוץ בנקאי או בעל רישיון חוץ-בנקאי.<sup>20</sup> חיזוק ההלימה בין העמלה לשירות התיווך כך שהתשלום יתבצע רק בעבור פעולות מיועצות עתיד "לפנות" למנהלי הקרנות תשומות כספיות להפחתת דמי הניהול בקרנות שבניהולם, ובמקביל צעד זה יכול שיעודד מתווכים חוץ בנקאיים להרחיב את פעילותם בתחום ייעוץ קרנות הנאמנות, אשר עד לשינוי זה הם התקשו למצוא בו מודל עסקי בר-קיימא.

---

ההפצה הוא כקבוע בתקנה 3 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (עמלת הפצה), תשס"ו-2006.<sup>20</sup> למען הסר ספק יובהר כי גם במקרה בו שירות הייעוץ נעשה על ידי יועץ עצמאי, שאינו מתוך המערכת הבנקאית, וחשבון ניה"ע של הלקוח מתנהל בבנק, עמלת התיווך תשולם ממנהל הקרן אל בעל רישיון הייעוץ עצמו.

<sup>20</sup> למען הסר ספק יובהר כי גם במקרה בו שירות הייעוץ נעשה על ידי יועץ עצמאי, שאינו מתוך המערכת הבנקאית, וחשבון ניה"ע של הלקוח מתנהל בבנק, עמלת התיווך תשולם ממנהל הקרן אל בעל רישיון הייעוץ עצמו.

כמו כן, השינוי המוצע מבטל את האבחנה שבין קרנות אקטיביות לקרנות פאסיביות לעניין עמלת ההפצה וקובע כללים אחידים בעבור כל סוגי הקרנות.

מנגד, יצוין כי שינוי מודל עמלות ההפצה הינו צעד משמעותי ובעל השפעות פוטנציאליות רחבות על מערכי הייעוץ הבנקאיים ופעילות קרנות הנאמנות. השינוי המוצע הכורך את תשלום העמלה במתן שירותי ייעוץ, חלף תגמול בגין כלל יחידות קרנות אקטיביות המוחזקות בחשבונות הלקוחות ללא הבחנה בין חשבונות מיועצים ללא מיועצים, מביא עמו חשש כי מודל זה לא יספק לתאגידים הבנקאיים תמריץ מספק לעידוד שירותי הייעוץ ואף מעלה חשש לפגיעה מסוימת בהיקף היצע שירותי הייעוץ של המערכת הבנקאית, לכל הפחות בתקופות הראשונות של שינוי זה.<sup>21</sup> בנוסף, יצוין כי שינוי זה אף מביא עמו חשש מסוים, מצד חלק מתעשיית מנהלי הקרנות, לפגיעה אפשרית בתעשיית הקרנות האקטיביות אשר נכון להיום "נהנית" מהעובדה כי רק בגין קרנות נאמנות מסוג זה זכאים הבנקים כמפיצים לעמלות הפצה, ובתמורה הם אינם נדרשים בגביית עמלות קניה ומכירה ישירות מהלקוח. עם זאת, להערכת הצוות, ובהתבסס על הנתונים המראים כי לאורך זמן משקלן של הקרנות האקטיביות<sup>22</sup> מתוך סך פעולות היצירה והפדיון בכלל קרנות הנאמנות במערכי הייעוץ הולך ויורד<sup>23</sup>, לא ניתן לומר כי שימור מנגנון עמלת ההפצה במתכונתו הנוכחית מבטיח את אי הפגיעה בסוג זה של קרנות. לעניין השפעת צעד זה על גובה דמי הניהול בקרנות הנאמנות, להערכת הצוות תיתכנה השפעות בכיוון שונה על דמי הניהול בהבחנה בין קרנות פאסיביות לבין קרנות אקטיביות. בעוד שהפחתת גובה עמלת ההפצה בקרנות האקטיביות ותשלום עמלת תיווך בעבור פעילות מיועצת בלבד צפויות להביא להפחתה בגובה דמי הניהול בקרנות האקטיביות, הרי שבקרנות הפאסיביות ההשפעה עתידה להיות הפוכה ויתכן צפי להעלאה מסויימת בגובה דמי ניהול בקרנות אלו. עם זאת, יצוין כי לאור השיעור הנמוך יחסית של הפעילות המיועצת בקרנות פאסיביות, הרי שהשפעה זו עתידה להיות מוגבלת.

<sup>21</sup> לעניין זה ראו את הסקירה אודות שינוי מודל התגמול ומעבר לגבייה ישירה מהלקוח שנעשה בבריטניה והתמורות בהיקף שירותי הייעוץ בתקופות העוקבות לשינוי זה.

<sup>22</sup> בנטרול קרנות כספיות.

<sup>23</sup> דוח פעילות מערכי הייעוץ בבנקים 2024, רשות ניירות ערך, עמוד 8.

### שאלות להיוועצות עם הציבור

1. לעניין קישור העמלה לפעולת הייעוץ, מבקש הצוות לבחון עם הציבור שתי חלופות:
  - (1) תשלום עמלת תיווך ממנהל הקרן לבעל רישיון הייעוץ ייעשה בעבור פעולות המבוצעות כפעולות מיועצות.
  - (2) תשלום עמלת התיווך ממנהל הקרן לבעל רישיון הייעוץ ייעשה ביחס לכלל יחידות קרנות הנאמנות המוחזקות בחשבון הלקוח אשר יוגדר כחשבון מיועץ ושנעשתה בו לפחות פעולה מיועצת אחת ב-12 החודשים האחרונים.
2. לעניין תשלום עמלת התיווך בעבור ייעוץ חד פעמי, הצוות מעוניין לקבל את עמדת הציבור באשר לאופן החישוב והתשלום של עמלת התיווך, בעבור בעלי רישיון ייעוץ אשר יבחרו לספק שירותי ייעוץ חד פעמיים. לעניין זה, מבקש הצוות לשמוע את עמדת הציבור ביחס למנגנונים הבאים, והיתרונות והחסרונות בכל אחד מהם:
  - (1) הגבלת תשלום עמלת התיווך ממנהל הקרן לבעל רישיון הייעוץ לתקופה של 12 חודשים וככל שלא נעשה ייעוץ חוזר במהלך תקופה זו, עם סיומה יסתיים התגמול ממנהל הקרן;
  - (2) ללא הבחנה במודל התשלום בין שירות חד פעמי לשירות מתמשך (קרי, ללא הגבלת משך התשלום).
3. החלת מנגנון עמלת התיווך על מתווכים פיננסיים נוספים – הצוות מבקש לקבל את עמדת הציבור ביחס לשאלה האם נכון להחיל את מאפייני מנגנון עמלת התיווך המתואר בסעיף זה, לרבות קביעת שיעור עמלה אחיד וקבוע מבלי שיתאפשר מתן תמריצים נוספים, גם על מתווכים פיננסיים נוספים בשוק ההון בישראל, לרבות משווקי השקעות.

#### 4. סיכום וצעדים להמשך

מודל התגמול הנוכחי בפעילות המסחר בני"ע ובנכסים פיננסיים בישראל נשען על הדינים והאסדרה הקיימים ועל פעילותם ארוכת השנים של השחקנים המשתתפים בשוק ומערכת היחסים בין שחקנים אלו. על אף כי בשנים האחרונות ישנה עדות לכניסתם והתחזקותם של שחקנים חדשים בפעילות הפצת ני"ע ונכסים פיננסיים,<sup>24</sup> הרי שחקנים חדשים אלו משפיעים בעיקר על משקיעים חדשים הנכנסים לשוק ההון, ועדיין אינם משפיעים בצורה משמעותית על מלאי המשקיעים הקיימים ונכסיהם. השפעה מוגבלת זו עשויה לנבוע הן מהקושי בשינוי הרגלי הצרכנים הקיימים, אך עשויה לנבוע גם ממנגנוני תגמול מורכבים ושאינם שקופים, ומהיעדר מוטיבציה כלכלית של השחקנים החדשים להציע ללקוחות הקיימים בשוק ההון את מכלול הצעות הערך אותם מציעים השחקנים הקיימים, ובפרט בכל הקשור למתן שירותי ייעוץ.

לאור זאת, צוות העבודה המשותף בחן וגיבש שורה של עקרונות שלראייתו נכון כי יעמדו בבסיס מודל התגמול החדש, ובכלל זה: קביעת מנגנון עמלה פשוט וקל להבנה של גובה התשלום בעד השירות; חיזוק ההלימה בין השירות לבין העמלה; העברת הדגש לעמלות ישירות מהצרכן חלף עמלות עקיפות מהיצרן; הגנה על לקוחות בעלי שווי תיק ני"ע נמוך; אחידות במודלי התשלום בין מוצרים דומים (אקטיביות ופאסיביות); שמירת מוצר הקרנות הכספיות כמוצר חליפי לפיקדונות כספיים כחלק משוק הכסף; אחידות במנגנוני תגמול של נותני שירותים.

להלן עיקרי המודל החדש שמציע הצוות -

- (1) דמי ניהול תיק ניירות ערך הנגבים מהמשקיעים יחושבו כסכום שקלי מדורג בהתאם לשווי התיק, אשר יגבה אחת לחודש;
- (2) תקבע עמלה נפרדת בגין שירות הייעוץ שתגבה מהמשקיעים. עמלה זו תחושב באופן שיעורי עבור ייעוץ מתמשך ובאופן שקלי עבור ייעוץ חד פעמי;
- (3) עמלת התיווך של 0.2% תשולם על ידי מנהלי הקרנות ליועצים רק על פעולות מיועצות בפועל, עבור כל סוגי הקרנות, למעט קרנות כספיות

---

<sup>24</sup> בשנת 2024, שיעור חשבונות המסחר בני"ע שנפתחו אצל חברי בורסה שאינם בנקים, מתוך כלל חשבונות המסחר בני"ע החדשים שנפתחו באותה תקופה, עמד על כ-47%, וזאת לעומת כ-7% בלבד בשנת 2019. להרחבה ראו תיבה ו-5, פרק ו', בדוח הסקירה השנתית לשנת 2024 של מערכת הבנקאות בישראל שפורסם על ידי הפיקוח על הבנקים בחודש מאי 2025.

לגביהן לא יחול שינוי מהמצב הקיים (עמלת הפצה של 0.1%). נקבעה תקופת מעבר של שנה למלאי הקיים.

4) עמלות קניה ומכירה ישלמו על ידי המשקיעים בגין פעולות בקרנות נאמנות, מבלי להבחין בין קרנות "פאסיביות" ל"אקטיביות". בגין פעולת קניה או מכירה של קרן כספית לא יחול שינוי מהמצב הקיים (לא תגבה עמלת קניה ומכירה). נקבעה תקופת מעבר של שנה למלאי הקיים.

לראיית הצוות, המודל המוצע מביא עמו מספר רב של יתרונות ומייצג נאמנה את העקרונות המרכזיים אותם מזהה הצוות כעקרונות אשר נכון שיעמדו בכל בסיס של מודל תגמול שיושם בשוק ההון בישראל. היתרונות המרכזיים במודל המוצע הם:

- מודל עמלות פשוט ושקוף אשר ישפר את יכולת ההשוואה של הלקוח, יסייע לו בתהליך קבלת ההחלטות וייצר עבורו וודאות;
- חיזוק ההלימה בין התשלום לבין השירות;
- הגברת מודעות הלקוח לשירות הייעוץ ומיצובו. הרחבת הנגישות לשירות ני"ע עבור משקיעים נוספים ותמריץ לשיפור איכות השירות;
- הסרת חסמי כניסה והגברת התחרות מצד יועצים חוץ בנקאיים;
- יצירת סטנדרטיזציה בין מוצרים אשר תשפר את יכולת ההשוואה של הלקוח.

מבחינת ההשפעות הפוטנציאליות של המתווה המוצע על מרכיבי התגמול השונים ושיעורם, השינוי המוצע בדמי ניהול פיקדון ני"ע, יחד עם קביעת עמלת הייעוץ צפוי להפחית את עלות דמי ניהול פיקדון ני"ע עבור הלקוחות ולשפר את יכולת ההשוואה שלהם בין השחקנים השונים. כמו כן, בשנים הראשונות צפוי שינוי מנגנון תשלום עמלת ההפצה להביא לירידה מסוימת בדמי הניהול בקרנות הנאמנות האקטיביות ולעליה קלה בדמי הניהול בקרנות הפאסיביות, ובמקביל לאור החלת עמלת קניה ומכירה בגין פעולות בקרנות אקטיביות, לעליה בסכומי עמלות אלו שישולמו ישירות על ידי המשקיעים. הגברת התחרות ומימוש הצעדים להגברת המודעות ויכולת ההשוואה של הצרכנים עתידים לחזק את יכולות המיקוח של הצרכן המודע בכל הנוגע לעמלות הישירות ולהביא לו בכך תועלות משמעותיות ולקזז במידה מסוימת השפעות פוטנציאליות אלו. כמו כן, להערכת הצוות, פתיחת האפשרות לבנקים להציע ללקוחותיהם מסלולי עמלות המותאמים לצרכיהם צפויה להגביר את ההתאמה ללקוח ולצמצם את הסבסוד בין הלקוחות השונים באופן משמעותי. הצוות סבור

שהמסקנות שגיבש יתרמו להמשך עידוד התחרות ופיתוחו של שוק ההון ולשיפור מצבם של הלקוחות.

בהסתכלות ארוכת טווח, צוות העבודה המשותף סבור כי מודל התגמול המתאים ביותר לפעילות משקיעים בשוק ההון בישראל, ובמסחר בני"ע ובנכסים פיננסיים בפרט, הוא מודל התגמול הישיר בו כלל העמלות משולמות על ידי המשקיע, וללא כל תשלום עמלות מיצרן המכשירים הפיננסיים. מודל זה, המיושם כיום באנגליה ובהולנד, ועתיד להיות מיושם באופן גורף בכלל האיחוד האירופאי, מייצג לראיית צוות העבודה המשותף בצורה הנכונה ביותר את מערכת היחסים שבין השחקנים השונים בשרשרת הפעילות בשוק ההון וממקסם את השקיפות הנדרשת במארג היחסים שבין המשקיעים לבין נותני השירות הפיננסיים השונים. בנוסף, מודל התגמול הישיר אף יכול לעודד את התחרות בין נותני השירותים השונים, להגביר את יכולת ההשוואה של הלקוחות בין הצעות הערך השונות ולהביא לשוק מתקדם, חדשני ותחרותי יותר.

יחד עם זאת, כפי שהוזכר בפרק 3 לעיל, מעבר למודל ישיר כאמור גם נושא עמו מספר אתגרים, כאשר המשמעותיים שבהם נוגעים לשינוי הרגלי הצרכנים תוך אימוץ התנהלות חדשה של תשלום בעד שירותים, אשר נכון להיום משולמים על ידם באופן עקיף, קרי נחזים ככאלו המתקבלים ללא תשלום נוסף. לאור כך, ולאור הלקחים הנלמדים מהמדינות בהם בוצע שינוי כאמור, מציע צוות העבודה המשותף שלא לעבור למודל ישיר מלא בשלב זה ולהותיר עמלת תיווך עבור הפעולות המיועצות. הנושא יבחן שוב בחלוף זמן מספק לצורך הערכת השפעות השינויים על השוק ומידת בשלותו להשלמת תהליך המעבר למודל ישיר מלא. לראיית הצוות, שינוי הדרגתי זה יאפשר תהליך של למידה הן בעבור השחקנים במערכת אשר יידרשו להתאים את המודלים העסקיים שלהם במידה מסוימת, והן בעבור ציבור המשקיעים אשר יידרש לשנות במידה מסוימת את הרגליו הצרכניים.

יצוין כי במסגרת הקול הקורא הובאה סוגיה נוספת להתייעצות עם הציבור – עלויות הנגבות על ידי יצרני הנכסים הפיננסיים. בשלב זה צוות העבודה המשותף מצא כי המתווה המוצע נותן מענה לממשקים העיקריים שבין השחקנים השונים ועל כן לא הרחיב את הבחינה מעבר לכך.

#### 4.1. סיכום גרפי של המתווה המוצע אל מול המתווה הקיים

| עמלות שגובה בנק מהלקוח                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                    |                                                                         | עמלה שמשלם מנהל הקרן                                                                                                                                                                                |                           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|
| דמי ניהול פיקדון ני"ע                                                                                                                                                     | עמלת ייעוץ                                                                                                                                                                         | עמלת קניה ומכירה                                                        | עמלת הפצה                                                                                                                                                                                           | המצב הקיים במערכת הבנקאית |
| עמלה המחושבת כשיעור משווי אחזקות, עם סכום מקסימום, גבייה רבעונית                                                                                                          | לא קיים - תעריפון ב"י אינו מתיר גבייה של עמלת ייעוץ ישירה מהלקוח                                                                                                                   | משולמת על קרנות "פאסיביות בלבד"                                         | משולמת על קרנות "אקטיביות בלבד", ללא תלות בקיומו של ייעוץ <ul style="list-style-type: none"> <li>0.1% על קרנות כספיות</li> <li>0.2% על קרנות אג"ח</li> <li>0.35% על קרנות אקטיביות אחרות</li> </ul> |                           |
| דמי ניהול פיקדון ני"ע                                                                                                                                                     | עמלת ייעוץ                                                                                                                                                                         | עמלת קניה ומכירה                                                        | עמלת תיווך                                                                                                                                                                                          | המודל המוצע               |
| סכום שקלי, מדרגות לפי שווי תיק: <ul style="list-style-type: none"> <li>עד שווי של 100 א' ₪;</li> <li>100 א' ₪ עד 400 א' ₪;</li> <li>מעל 400 א' ₪.</li> </ul> גבייה חודשית | באופן ישיר מהלקוח <ul style="list-style-type: none"> <li>בגין ייעוץ</li> <li>מתמשך – שיעור</li> <li>בגין ייעוץ חד פעמי – סכום</li> <li>בגין ייעוץ דיגיטלי – עמלה מופחתת</li> </ul> | קרנות "פאסיביות" ו"אקטיביות" (קרן כספית – לא תגבה עמלה, כפי שקיים היום) | עמלת תיווך רק על פעולות מיועצות בפועל, עבור כל סוגי הקרנות <ul style="list-style-type: none"> <li>0.2% על כל סוגי הקרנות האחרות</li> </ul> *בעבור קרנות כספיות, ללא שינוי המנגנון הנוכחי            |                           |



## נספח א'

### דוגמאות למעבר למודלי תגמול ישירים מהלקוח בעולם

בשנים האחרונות בחרו מספר מדינות לאמץ מודל של תגמול ישיר מהלקוח, עבור שירותים בשוק ההון, חלף המודלים המסורתיים המבוססים על עמלות ותמריצים מיצרני המוצרים הפיננסיים. שינויים אלו נבעו, בין היתר, מהרצון לצמצום ניגודי עניינים בין הגורמים המתווכים לבין לקוחותיהם, וכן מהרצון להגביר את השקיפות למבנה העלויות, לחזק את ההלימה בין השירות הניתן לבין התמורה המשולמת ומהצורך לשפר את איכות הייעוץ והתאמתו ללקוח.

על אף כי נקודת המוצא במדינות אלו ובישראל אינה זהה, בפרט לאור מודל העמלה העקיפה בישראל המשולמת למערכי הייעוץ באופן המצמצם את ניגודי העניינים הפוטנציאליים, מצאנו לנכון לרכז את עיקרי הרפורמות אשר בוצעו באנגליה ובחולנד בנושא זה, וכן את ההצעה המתגבשת לעניין זה באיחוד האירופאי, וזאת לטובת בחינת ההשפעות הפוטנציאליות גם על השוק בישראל.

#### אנגליה

רגולציית ה-Retail Distribution Review (להלן: "RDR"), שנכנסה לתוקף בשנת 2013 באנגליה, ביצעה שינויים מקיפים במודל העסקי של שירותי ייעוץ ההשקעות אותם מקבלים צרכני ה-retail הבריטים. הרפורמה נולדה כתוצאה מחשש של הרגולטור המקומי, ה-FSA,<sup>25</sup> כי הציבור סובל מייעוץ לא מספק והולם אותו הוא מקבל כתוצאה ממודל כלכלי שתגמל את מי שמכר מוצרי השקעה מסוימים על חשבון אחרים. הדבר הוביל את הציבור לרכוש מוצרי השקעה שלא ענו לצורכיהם.

ממחקר שביצעה פירמת הייעוץ Bovill, עולה שלתיקון היו שלוש תכליות, כשהצעדים למימוש נתפסו בזמן אמת כמרחיקי לכת<sup>26</sup>:

1. הפחתת ההטיה של יועצים בשיווק מוצרי השקעה: לקידום תכלית זו, נאסר על יועצי השקעות לקבל עמלות מצד שלישי בעבור שיווק מוצרי השקעה ללקוחות retail באנגליה. לאור הבדלים בגובה העמלות בין המוצרים השונים. במקום, הלקוח נדרש לשלם בעבור כל שירות ייעוץ שקיבל.
2. העלאת הסטנדרטים המקצועיים של יועצי ההשקעות: תכלית זו קודמה באמצעות הקשחת מבחני ההסמכה ליועצים, קידום הכשרות מקצועיות ויצירת פידבק שנתי ביחס למקצוענות היועצים.

<sup>25</sup> Financial Services Authority. לימים שונה שמה ל-FCA – Financial Conduct Authority.

<sup>26</sup> <https://www.bovill.com/uk-europe/consumer-duty-carries-the-torch-as-rdr-celebrates-ten-years>

3. הפרדה בין מודל ייעוץ "עצמאי" לבין מודל ייעוץ "מוגבל": יועץ מהמודל הראשון רשאי לתווך כל מוצר השקעה המתאים בעבור משקיעי retail, בעוד שיועץ מהמודל השני יתמקד בגזרה מסוימת של השוק או במוצרים שמקורם במפיץ או מפיצים ספציפיים.

### תוצאות השינוי

1. בחלוף עשור מתיקון ה-RDR בוצעה סדרה של מחקרים וסקירות אודות השפעותיו. לפי Bovill, בטווח הזמן המידי שלאחר השינוי חלה צניחה במספר יועצי ההשקעות ובמכירת המוצרים המיועצים. עם זאת, בין כניסת התיקון לשנת 2021 מספר יועצי ההשקעות התאושש, ומספר הפירמות שמציעות שירותי השקעות למשקיעי retail עלה ב- 11.27%.
2. בדצמבר 2020 ה-FCA פרסם דוח, Evaluation of the impact of the Retail Distribution Review and the Financial Advice Market Review, במטרה להציג את תוצאות הרגולציה:
  - מהמחקר עלה שלאורך שנות הרפורמה חלה עלייה במספר הלקוחות שזוכים לשירותי ייעוץ באנגליה – 4.1 מיליון לקוחות קיבלו שירות ייעוץ בשנת 2019, לעומת 3.1 מיליון בשנת 2017.
  - המידע מראה עלייה בכמות פירמות הייעוץ ובמספר נותני שירותי ייעוץ מאז 2017, ב- 1% וב- 5% (בהתאמה).<sup>29</sup>
  - המחקר מציע שלאורך השנים חלה עלייה באחוזי הצרכנים באנגליה שמקבלים שירותי ייעוץ – אך עדיין מדובר במעט מאד מהאוכלוסייה. ב-2020 8% מכלל המבוגרים באנגליה נעזרו בייעוץ, לעומת 6% ב-2017.<sup>30</sup>

### הולנד

בינואר 2013, נכנס לתוקפו בהולנד איסור על תשלום עמלות לנותני שירותים פיננסיים מצד שלישי. מטרת השינוי הייתה ליישר קו בין האינטרסים של משקיעים קמעונאיים ושל נותני השירותים, תוך שיפור השקיפות בנוגע

---

Initially, the number of financial advisers and product sales did fall after RDR was introduced. In 2015, <sup>27</sup> a study from IRN Research concluded that, between 2012 and 2015, 'had RDR not been introduced, another 1.8 million advised product sales would have taken place. However, it is of course unfair to lay all the challenges of the advice gap at the door of RDR. Since that initial drop the number of advisers has bounced back, and between 2013 and 2021 the number of firms offering retail investment services rose by 11%'. שם.

<sup>28</sup> <https://www.fca.org.uk/publication/corporate/evaluation-of-the-impact-of-the-rdr-and-famr.pdf>

<sup>29</sup> שם, עמ' 33.

<sup>30</sup> שם, עמ' 33.

לעלויות. האיסור חל על עמלות מצד ג' המשולמות לבנקים, מנהלי תיקים ויועצי השקעות עצמאיים בקשר לשירותי ברוקראז' וייעוץ, והתמקד במגוון רחב של מוצרים פיננסיים, כולל ביטוחים ומוצרים מורכבים.<sup>31</sup>

החוק נועד לבטל ניגודי עניינים בין נותני השירותים לצרכנים, כך שלא יהיה לנותני השירות אינטרס כלכלי להמליץ על מוצרים שאינם מיטביים לאור העובדה שבמצב הקודם היה ליועצים תמריץ להמליץ על מוצרים שרווחיים יותר ליועצים. בנוסף, המחוקק שאף לשפר את השקיפות בעלויות ולסייע למשקיעים לקבל החלטות מודעות ומבוססות יותר. עם זאת, הובע חשש שהאיסור יפגע בנגישות לייעוץ השקעות עבור הציבור. השינוי שנעשה בהולנד כלל תקופת מעבר של שנה אחת.

### תוצאות השינוי

1. ככלל, האיסור על תמריצים הפך את העמלות המשולמות על ידי המשקיעים הקמעונאיים בהולנד לתחרותיות יותר והגביר את החדשנות בערוצי ההפצה השונים.
2. הפופולריות של השקעות במוצרים פסיביים עלתה בצורה ניכרת, לצד ירידה מסויימת בהשקעה בקרנות מנוהלות אקטיביות.
3. התרחש מעבר של לקוחות משירותי ייעוץ מסורתי לשירותי ניהול תיקים (portfolio management), לרבות שירותי robo-advising ושירותי ניהול תיקים חצי אוטומטיים, ולביצוע פעולות באופן עצמאי.
4. רמת האמון של הלקוחות הקמעונאיים בייעוץ שקיבלו היא גבוהה ועומדת על כ- 82%.
5. הירידה בכמות היועצים בהולנד החלה כבר בשנת 2008 עם המשבר הכלכלי, כך שלראיית הרגולטור ההולנדי לא ניתן בהכרח לקשור את המשך הירידה בכמות היועצים במעבר לתגמול ישיר מהלקוח ואיסור התמריצים מהיצרנים. החל משנת 2013, עם הצגת הרפורמה, המחזור הממוצע של יועצים עצמאיים, המהווים כ- 85% אחוז מכלל היועצים בהולנד, עלה בכ- 5% בשנה ועומד היום על כ- 50% מכלל המחזור של שוק הייעוץ בהולנד.
6. מודלי עמלות שונים התפתחו בקרב היועצים, לרבות דמי מנוי, גבייה לפי שעה, עמלה קבועה לכל שירות וכן קומבינציות שונות של מודלים שונים.

<sup>31</sup> ביטוח תשלומים, ביטוח משכנתא, ביטוח חיים, ביטוח הלוויות, מוצרי השקעה, ומוצרים מורכבים.

## האיחוד האירופי

בחודש מאי 2023 פרסמה הנציבות האירופאית הצעה לגיבוש דירקטיבה בנושא הגנת משקיעים קמעונאיים.<sup>32</sup> צעד זה הוא חלק מאסטרטגיה להגנת המשקיעים הקמעונאיים המציבה את האינטרסים של הצרכן במרכז ונועדה להגביר את יכולתם של המשקיעים הקמעונאיים לקבל החלטות השקעה התואמות את הצרכים והעדפות שלהם ולהבטיח כי הם מקבלים יחס הוגן והגנה ראויה.

כחלק מהצעדים והאתגרים הנכללים במסגרת הרפורמה המוצעת, בחנו הנציבות האירופאית את שאלת התמריצים שבין יצרני המוצרים למפיצי המוצרים והצורך בשינוי הגישה והאסדרה הקיימים כיום. גם באירופה, בשונה מישראל, עיקר ניגוד האינטרסים נובע מכך שהיצרנים משלמים סכומים לא אחידים ליועצים עבור מוצרים שונים. שתי החלופות המרכזיות שנבחנו על ידי הנציבות האירופאית כללו מחד את האפשרות להשאיר את האסדרה הקיימת כיום המאפשרת תשלום תמריצים מהיצרנים יחד עם חיזוק דרישות הגילוי, ומנגד את האפשרות להחיל איסור מוחלט על תשלום תמריצים כאמור, קרי מעבר לתגמול ישיר מהלקוח בלבד. לעניין האפשרות לחיזוק דרישות הגילוי בלבד, לצד הסבירות כי השקיפות ומודעות הלקוחות לניגודי העניינים הפוטנציאליים יגברו, צוין כי צעד זה אינו צפוי לטפל בשורש הבעיה וגורמים רבים סבורים כי אפקטיביות הגילויים מוגבלת, בין היתר לאור המורכבות והיכולת של לקוחות לעבד את המידע ולהסיק את המסקנות הנדרשות באופן הנדרש.

בהתאם לכך, המלצת הנציבות האירופאית היא לאמץ את הגישה האוסרת באופן מוחלט על תשלום תמריצים מצד יצרני המוצרים אל הגורמים המפיצים. בהתאם לבחינת הנציבות האירופאית, על אף כי יישום גישה זו נושא עמו מספר אתגרים, לרבות החשש כי פחות לקוחות יבחרו לעשות שימוש בשירותי ייעוץ, היתרונות הגלומים בגישת איסור התמריצים גוברים על חששות אלו ומהווים את הצעד הנכון ליישום. בין היתרונות המצויינים בסקירת הנציבות האירופאית ניתן למצוא: הגברת המיקוד באיכות המוצרים והשירות ולא בעלויות; קידום חדשות ופיתוח מודלי הפצה דיגיטליים, אוטומטיים ויעילים; השוואת התנאים בין מוצרי ההשקעה השונים ובין תחומי השיפוט השונים באירופה.

<sup>32</sup> Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU, 2014/65/EU and (EU) 2016/97 as regards the Union retail investor protection rules

לאור המורכבות והאתגרים הפוטנציאליים בקביעת איסור תמריצים גורף, הנציבות האירופאית מעלה את האפשרות כי לפחות בתחילת הדרך, איסור התמריצים יחול בעבור פעולות המבוצעות ללא תיווך כלל (execution only). איסור חלקי זה יכול להוות אמצעי למעבר הדרגתי וחלק למודל התגמול החדש באופן שיצמצם את הזעזועים הפוטנציאליים בשוק ויאפשר בחינה מתמשכת של התהליך והשפעותיו.

#### מודלי תגמול קיימים במדינות נוספות:

מסקירה שנערכה אודות מודלי התגמול בפעילות לקוחות בשוק ההון בתחומי שיפוט נוספים עולה כי קיימים מגוון מתוויים שונים, כאשר בארצות הברית ובאירופה מבנה השוק והאסדרה הקיימים מאפשרים ליצרני המוצרים ולמתווכים השונים גמישות מסוימת באופן הקצאת העלויות ורמות התמחור בין סוגי הלקוחות והשירותים המוצעים.

כך למשל, בארצות הברית ישנה חלוקה בין עלויות הנגבות על ידי מנהל הקרן, לעיתים מתוך נכסי הקרן<sup>33</sup>, לבין עלויות המשולמות מהמשקיע לגורם המתווך בגין פעולת הרכישה<sup>34</sup>. בין העלויות הנגבות על ידי מנהל הקרן מתוך נכסי הקרן ניתן למצוא את "עמלת 12b-1" אשר מוסדרת במסגרת ה-Investment Company Act of 1940 והכללים של FINRA. עמלה זו מאפשרת למנהלי קרנות לשלם למתווכים (ברוקרים או מתווכים פיננסיים אחרים) על שירותי הפצה ושיווק של קרנות, מתוך נכסי הקרן, כל עוד התשלום נעשה בהתאם לתוכנית מוגדרת מראש שאושרה מראש על ידי דירקטוריון מנהל הקרן וכל עוד סך העמלה לא עולה על 1% מנכסי הקרן.

בתוך מסגרת זו של עמלות ומנגנוני תגמול מתאפשר לשחקנים השונים לגבש מסלולי תמחור המותאמים למאפייני המשקיעים ולשירותים אותם מקבל כל לקוח. מסלולים אלו המכונים "קלאסים" מאפשרים למנהל הקרן לגבות שיעור עמלה שונה מכל סוג לקוח ובהתאמה לשירותים אותם צורך הלקוח<sup>35</sup>, דבר המצמצם את הסבסוד הצולב שבין הלקוחות השונים.

באופן דומה, בשלב זה גם במדינות שונות באירופה, על אף ההפרדה בין עמלות המשולמות בגין המוצר וניהולו (Product cost) לבין עמלות המשולמות בעבור הפצת ותיווך המוצר (Distribution / Advice cost), במקרים רבים

<sup>33</sup> לדוגמה: דמי ניהול קרן ועמלת 12b-1 בגין עלויות הפצה, שיווק וניהול כללי.

<sup>34</sup> לדוגמה: עמלות Front-end load ו-Back-end load המשולמות לברוקר בעבור רגישה ומכירה של יחידות בהתאמה.

<sup>35</sup> כך לדוגמה, בקלאס בו המשקיעים משלמים עמלות Front-end loads (בדומה לעמלות קניה), עמלת ה-12b-1 לרוב תהיה נמוכה יותר. בקלאס בו אין עמלות קניה, עמלת ה-12b-1 לרוב תהיה גבוהה יותר.



עמלות אלו נגבות כולן על ידי מנהל הקרן ומועברות ככל ונדרש למפיצים עצמם. גם באירופה פעילותן של קרנות הנאמנות נעשית במקרים רבים באמצעות קלאסים שונים, כאשר קלאסים אלו יכולים לבדל את פעילות הקרן להשקעות שונות (לדוגמה, קלאסים לחלוקת דיבידנדים, קלאסים לסוגי מטבעות שונים וכו'), וכן יכולים לבדל את סוגי הלקוחות והשירותים המתקבלים (לדוגמה רכישה עם ייעוץ לעומת רכישה ישירה ממנהל הקרן).