

**טיוטת כללי הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות או בשיווק
השקעות (הסדרים למניעת ניגוד עניינים בעיסוק בייעוץ
השקעות או שיווק השקעות בקרן כספית), התשפ"ד-2024**

לפי סעיפים 3(א4)(1)(ב) ו- (2) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ
השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995

נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום ה- 01 באוגוסט 2024

אנשי קשר: אבי וורשביאק ורז יונאי

טל': 02-6556565, דוא"ל: Aviw@isa.gov.il, Razy@isa.gov.il

נבקש להפנות את תשומת ליבכם לנוהל שפרסמה הרשות בעניין ייזום אסדרה, ראו:
http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7067.pdf. בהתאם לנוהל זה ההערות
המרכזיות מאת הציבור יובאו במסמך המרכז את נוסח האסדרה שגובש, תוך ציון שמות
המגיבים מקרב הציבור. ראו גם סעיף 7 לאותו הנוהל, בדבר בקשות מיוחדות להימנע מפרסום
שמי כאמור.

רקע

ביולי 2024 אישרה מליאת הכנסת בקריאה שניה ושלישית את תיקון מס' 31 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן – "חוק הקרנות"), ובמסגרתו תיקון עקיף לחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן – "חוק הייעוץ")¹. מטרת האסדרה לאפשר השקת קרנות כספיות חדשות בישראל כחלק מ"שוק הכסף" המוגדר בעולם כשוק של מוצרים נזילים קצרי טווח עד שנה, בעלי סיכון אשראי נמוך, ובתוך כך להרחיב את אפשרויות התיווך של הקרנות הכספיות. קרנות כאמור יאפשרו השקעה סולידית ושקופה ביחס לתשואה הצפויה המשוערת, תוך הרחבת ערוצי התיווך של קרנות אלו, בין היתר גם לגורמים שאינם מחזיקים בהכרח ברישיון ייעוץ השקעות או שיווק השקעות לפי חוק הייעוץ, וזאת במטרה להנגישן לכלל הציבור, ללא הבחנה באשר לגובה ההשקעה וכושר המיקוח של המשקיע.

במסגרת החקיקה, הוסמכה רשות ניירות ערך (להלן – הרשות) לקבוע הוראות וכללים אשר יחולו ביחס לקרן כספית הן בצד המוצר והן בצד תיווכו לציבור. בצד המוצר, ההוראות והכללים כאמור עתידים לסייע באסדרת פעילותן של הקרנות הכספיות הקיימות, לצד השקתן של הקרנות הכספיות החדשות, קרנות המועדים הקבועים, ובכך לסייע בשכלול וקידום שוק הקרנות הכספיות בפרט, ושוק הכסף בישראל בכלל. בצד התיווך, קביעת ההוראות והכללים נועדה לייצר וודאות ולשקף בפני עוסק ללא רישיון בשיווק או יעוץ לגבי קרן כספית, או בפני בעל רישיון מוגבל העוסק בשיווק או יעוץ לגבי קרן כספית² (להלן ביחד – **נותן שירות בקרן כספית**), מהם מאפייני הקרן הכספית ושוק הכסף שעליו, לכל הפחות, להציג בפני הלקוח, מהם הסדרי ניגודי העניינים שעליו לנהל ולקיים ומהן חובות הדיווח שיחולו עליו. טיטות הוראות בעניינים אלו פורסמו לראשונה להערות הציבור באוגוסט 2023 עת שהאסדרה הייתה בהליכי חקיקה.

דברי הסבר

במסגרת החקיקה לפיתוח שוק הכסף, נקבע בסעיף 3(א4)(2) לחוק הייעוץ כי על נותן שירות בקרן כספית להודיע ללקוח על קיום ניגוד עניינים, והסמך

¹ לדוח עקרונות האסדרה אשר הוכן לצורך חקיקה זו, ר' הצעה לתיקוני חקיקה לפיתוח שוק הכסף שפרסמה הרשות ביום 13.6.23, [בקישור](#).

² עוסק בלא רישיון הוא גורם המנוי בתיקון לחוק הייעוץ אשר יוכל לעסוק ביעוץ השקעות או בשיווק השקעות לגבי קרן כספית בתחום שוק הכסף, קרי שמועד הפדיון שלה עד שנה, בפטור מרישיון (להלן – "עוסק בלא רישיון") לאחר מתן הודעה על כוונתו לעסוק בכך. בעל רישיון מוגבל הוא גורם אשר רישיונו מוגבל לעיסוק ביעוץ השקעות או שיווק השקעות בקרן כספית כאמור בלבד.

את הרשות לקבוע הוראות לעניין אופן הגילוי והפרטים שיכללו בגילוי כאמור. עוד קובע התיקון, כי יראו זיקה שיש לנותן השירות בקרן כספית שאותה הוא משווק כניגוד עניינים. בהקשר זה, התיקון האמור מחיל את סעיף 17 העוסק באיסור תמריצים, גם על נותן שירות בקרן כספית. בהתאם, תמורה שאינה מהלקוח שמקבל נותן שירות בקרן כספית העוסק בשיווק של הקרן, יכולה להקים לו זיקה לקרן הכספית, ולכן לייצר לו ניגוד עניינים. ואולם, זיקה יכולה להתקיים גם מקום שבו נותן השירות בקרן כספית משווק קרן כספית בניהולו של גורם קשור אליו, ללא קבלת תגמול ממנו, וזאת בשל קשרים מבניים. לכן, גם במקום שבו אין הסדר תגמול בין נותן שירות בקרן כספית לבין יצרן הקרן הכספית המקורב אליו, על נותן השירות בקרן כספית לגלות את דבר קיומה של הזיקה.

בהתאם לאמור, מוצע לקבוע בכללים כי על נותן שירות בקרן כספית לקיים הסדרי ניגוד עניינים אשר יבטיחו כי הזיקה שיש לנותן השירות לקרן כספית, בין אם בשל תמורה ובין אם בשל קשרים מבניים, לא תפגע בטובת הלקוח ולא תוביל להטיה בהצגת הקרנות הכספיות או להטעיה של הלקוח. לצורך כך יהיה על נותן השירות בקרן כספית לקבוע נהלים ולקיים בקרות שתכליתן לוודא כי אכן הזיקה אינה פוגעת הלכה למעשה בטובת הלקוח.

בהתאם לתיקון החוק נתונה לרשות גם סמכות לקבוע כללים לעניין קבלת תמורה, במישרין או בעקיפין, בעבור ייעוץ השקעות או שיווק השקעות לגבי קרן כספית ממי שאינו הלקוח (סעיף 3(א4)(1)(ב) לחוק הייעוץ). בענייננו, נבחנו מספר חלופות להסדרת מודל התגמול אשר מחד גיסא ייצר תמריץ חיובי וערך כלכלי לכניסת הגורמים המפוקחים החדשים לתיווך קרנות כספיות, ומאידך גיסא יצמצם את ניגוד העניינים אל מול הלקוח, שהרי כאמור קיים קשר אמיץ בין האפשרות לקבל תמורה שאינה מהלקוח לבין זיקה שיש לנותן השירות לקרן כספית ופוטנציאל לניגוד עניינים בין אינטרס הלקוח לבין האינטרס של הגורם המתווך בנוגע לתמורה שיקבל מביצוע פעולה עבור הלקוח.

על כן, נשקלו מספר חלופות בשאלה האם לקבוע הסדרי תמורה:

חלופה מספר 1 – לא לקבוע הסדרי תמורה ולאמץ עקרון למניעת ניגוד עניינים

במסגרת חלופה זו, מוצע בשלב זה לשמר את מנגנון התמורה הקיים על פי חוק המאפשר קבלת תמורה שלא מהלקוח, מבלי לקבוע תנאים מתערבים ביחס למודל התגמול עצמו. זאת בדומה למנגנון הקבוע בהוראה לבעלי רישיון למתן שירות מידע פיננסי – תמורה המתקבלת מאחר. בהוראה כאמור לנותן שירות מידע פיננסי, הוחלט בשלב ראשון לאפשר לבעל רישיון לקבל תמורה שאינה מהלקוח ונקבעו בה עקרונות למניעת ניגוד עניינים ולאחר מכן, לאחר התפתחות מודלים עסקיים, הרשות תבחן ותשקול בשנית סוגיה זו. זאת על

מנת שלא למנוע או להגביל מראש את פיתוחם של שירותים שונים שיוצעו ללקוחות בישראל ועל מנת שלא להתערב משמעותית וללא צורך במודלים העסקיים של בעלי הרישיון. בהתאם, בחלופה זו מוצע לקבוע את העקרונות הבאים:

- הגורמים הרלוונטיים יקבעו נהלים שמטרתם להבטיח שהסדרי התמורה שיקבעו לא יפגעו בטובת המשקיע ולא יובילו להטיה בהצגת הקרנות הכספיות, ויתחייבו לפעול על פיהם. כך לדוגמה, תיכלל בנהלים קביעה שמאפייני הצגת הקרנות הכספיות, כגון, גודל או בולטות אחרת, לא יותנו בגובה התמורה שתקבל מצדדים שלישיים.

- אחת לתקופה הגורם המפוקח יודא כי הסדרי התמורה לא פוגעים, הלכה למעשה, בטובת המשקיע.

- הגורם המפוקח יגלה בפני הלקוח כי הוא מקבל תמורה מצד שלישי ויפרט בפני הלקוח את הגורמים מהם הוא מקבל תמורה.

יתרונה של חלופה זו בכך שאינה מייצרת חסם להתפתחות מודל עסקי בכניסה של מתווכים חדשים לשיווק השקעות לגבי קרן כספית (כאמור, עצם קבלת התמורה מייצרת זיקה של נותן השירות לקרן הכספית). מאחר שמדובר בהוראת רשות, ניתן לבחון את אופן היישום בפועל ולהתאים את התנאים והדרישות בהמשך, ככל שימצא שאין בקביעת עקרונות אלה כדי לצמצם באופן מספק את ניגודי העניינים.

חסרונה של חלופה זו בכך שהיא אינה מספקת וודאות ביחס למודל עסקי מהיום הראשון לשחקנים החדשים אשר ייכנסו לשרשרת הערך בתיווך קרן כספית וגם לא לשחקנים הוותיקים הקיימים, דוגמת מנהלי הקרנות אשר יידרשו לתגמל עבור שירות תיווך זה. בנוסף, מרחב הגמישות עלול להיות מנוצל לרעה ולפגוע בסופו של דבר במשקיע.

חלופה מספר 2 – קביעה כי תמורה שיגבה נותן שירות בקרן כספית לא תשתנה עקב כך שהיא נגבית ממנהלי קרנות שונים או מחברי בורסה שונים

יתרונה של חלופה זו בכך שהיא מצמצמת ניגוד עניינים באופן משמעותי כל עוד הגורם המתווך פועל מול יותר מיצרן או חבר בורסה אחד. חסרונה בכך שהיא אינה מאפשרת גמישות ותחרות בתיווך ההשקעות. כמו כן, היא עלולה לעודד גורם מתווך לעבוד מול יצרן אחד או מול חבר בורסה אחד בכל פעם, כדי לאפשר מעבר עסקי בהתאם לגובה התגמול. התנית התמורה בהתקשרות עם יותר מיצרן או חבר בורסה אחד עלולה להוות חסם משמעותי בשוק ראשוני זה שבו נעשה מאמץ ליצר תמריץ לגורמים מפוקחים לתווך את הקרנות הכספיות.

יתר על כן, קביעת שיעור תמורה אחיד עלולה לייצר יתרון משמעותי בעבור מנהלי קרנות גדולים אל מול מנהלי הקרנות הקטנים יותר, כאשר מנהלי הקרנות הגדולים יוכלו להתקשר עם מתווכים גדולים תוך ניצול יתרון הגודל וקביעת תמורה גבוהה, ובכך לחסום את מנהלי הקרנות הקטנים יותר שיתקשו להתחרות עם שיעור התמורה הנקבע.

חלופה מספר 3 – קביעה רגולטורית מהו שיעור העמלה המרבי שמנהל קרן או חבר בורסה רשאים לשלם לנותן שירות בקרן כספית

יתרונה של חלופה זו ביצירת וודאות מלאה לשחקנים בשרשרת הערך, חדשים כישנים, באשר לגובה התמורה ועלות השירות, ומניעת תשלום מופרז. אך זהו גם חסרונה של חלופה זו, בהיותה שוללת גמישות להתפתחות של מודלים עסקיים שונים. קביעה של שיעור מסוים ברגולציה עלולה להוות חסם כניסה אם אין בשיעור בסיס עסקי מספק, לשני הכיוונים. כמו-כן, קביעת "תקרה" עלולה לגרום להפיכתה לסטנדרט המקובל בשוק ביחס לשיעור עמלה.

לאחר בחינת היתרונות והחסרונות הגלומים בכל אחת משלוש החלופות המוצגות לעיל, ועל מנת לשמור על איזון בין יצירת תמריץ חיובי וערך כלכלי לכניסת הגורמים המפוקחים החדשים לשיווק קרנות כספיות, לבין צמצום ניגוד העניינים אל מול הלקוח, מוצעת בשלב זה חלופה מספר 1 כחלופה העדיפה והכללים המוצעים מנוסחים על בסיסה.

**טיוטת כללי הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות או בשיווק השקעות
(הסדרים למניעת ניגוד עניינים בעיסוק בייעוץ השקעות או שיווק
השקעות בקרן כספית), התשפ"ד-2024**

בתוקף סמכותה לפי סעיפים 3(א)(1)(ב) ו-3(א)(2) לחוק
הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול
תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן – החוק), הרשות קובעת
כללים אלה:

הגדרות 1. בכללים אלה –

"בעל רישיון מוגבל" – בעל רישיון שרישיונו הוגבל
לעיסוק בייעוץ השקעות או בשיווק השקעות של קרן
כספית כאמור בסעיפים 3(א)(14)(ז) ו-8א(ב) לחוק;
"זיקה" – כמשמעותה בסעיף 3(א)(2) לחוק;

"עוסק בלא רישיון" – גורם המנוי בסעיף 3(א)(14) לחוק
העוסק בייעוץ השקעות או בשיווק השקעות בקרן
כספית כאמור באותו סעיף;

"נותן שירות בקרן כספית" – בעל רישיון מוגבל או
עוסק בלא רישיון;

"קרן כספית" – כמשמעותה בסעיף 3(א)(14) לחוק.

הסדרים 2. נותן שירות בקרן כספית שעיסוקו שיווק השקעות של קרן
למניעת ניגוד עניינים כספית ואשר יש לו זיקה לקרן כספית, יקיים כל אלה למניעת
עניינים ניגוד עניינים:

(א) שירות השיווק הניתן ללקוח לגבי קרנות כספיות,
לרבות אופן הצגת הקרנות ללקוח, לא יושפע מהסדרי
התמורה;

(ב) נותן שירות בקרן כספית יקבע נהלים שמטרתם
להבטיח שהסדרי התמורה שייקבעו לא יפגעו בטובת
הלקוח, לא יובילו להטיה בהצגת הקרנות הכספיות
ויצמצמו סיכון להטעיית הלקוח, ויפעל על פיהם; נהלים
כאמור, יקבעו, בין היתר, כי מאפייני הצגת הקרנות
הכספיות, ובכלל זה, גודל או בולטות אחרת, לא יותנו
בגובה התמורה שתתקבל מצדדים שלישיים;

(ג) אחת לתקופה, בתדירות אשר תיקבע בנוהל כאמור בסעיף קטן (ב), יקיים נותן שירות בקרן כספית בקרות במטרה לוודא כי הסדרי התמורה לא פוגעים בטובת הלקוח;

(ד) נותן שירות בקרן כספית יגלה ללקוח כי הוא מקבל תמורה מצד שלישי ויפרט לו את הגורמים מהם הוא מקבל תמורה; קיימת לנותן שירות בקרן כספית זיקה לקרן כספית מסוימת, ימסור ללקוח גילוי על אודות כך, אף אם זיקה זו לא נובעת מהסדרי תמורה מצד שלישי.

3. בחינה ראשונה של כללים אלה לפי סעיף 36 לחוק עקרונות האסדרה, התשפ"ב-2021, תתבצע לכל המאוחר, בתום 10 שנים מיום תחילתם.

4. תחילתם של כללים אלה עם פרסומם ברשומות. תחילה

ב _____ התש _____ (ב _____ ב _____ 20)

[תאריך עברי] (תאריך לועזי)

(חמ _____ -3)

[חתימה]

[שם מלא של

המתקין]

[התפקיד שמכוחו

מתקין]