



05/08/2026

כ"ב אב תשפ"ו

טיוטת הוראה לבעלי רישיון בדבר הצגת נתוני תשואות עבר למי שאינו בעל התיק ופרסום פומבי

של תשואות העבר – להערות ציבור

הוראה לפי סעיף 28(ב) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה – 1995

נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד ל-04/09/2026

אנשי קשר: עו"ד לירון שלו, עו"ד הילה פילכנפלד

דוא"ל: HilaF@isa.gov.il, LironS@isa.gov.il

להנחיות שפרסמה הרשות בעניין קביעת אסדרה, לרבות בנוגע להערות ציבור,

[ראו כאן](#)

דברי הסבר

רקע

חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: "חוק הייעוץ"), הוא חוק צרכני מעיקרו אשר מסדיר, בין היתר, את מערכת היחסים הישירה שבין בעל הרישיון לבין הלקוח המקבל את שירותיו. השירות שמוענק על ידי בעלי רישיון לפי חוק הייעוץ מיושם בדרכים שונות עבור כל לקוח בהתאם לצרכיו וטעמי הסיכון שלו ועל כן במהותו הוא שירות אישי ומותאם. יחד עם זאת, אופיו האישי של השירות אינו גורע מחשיבותה של שקיפות כלפי הציבור ואינו מייתר את הצורך בהנגשת מידע שיאפשר ללקוחות פוטנציאליים להעריך ולהשוות בין בעלי רישיון שונים.

בהקשר זה, לפרסום והצגת נתוני תשואות עבר עשויים להיות יתרונות ותועלות במספר מישורים משלימים. במישור השיווקי והתחרותי, הדבר מאפשר לבעלי הרישיון להציג פרמטר מדיד ואובייקטיבי המשקף נאמנה את ביצועיהם ואת איכות השירות שהם מעניקים לאורך זמן. במישור הצרכני, החצנת נתונים אלו מייצרת עבור לקוחות פוטנציאליים כלי השוואתי משמעותי, המסייע להם לקבל החלטות מושכלות ומבוססות מידע. מעבר לכך, מהלך כזה עשוי לתרום לשכלול שוק ההון, לעודד תחרות הוגנת ואף לצמצם את זליגת הציבור אל עבר גורמים אחרים, לרבות גורמים שאינם מפוקחים, אשר מפרסמים נתוני תשואה ללא כל מגבלה.

לצד יתרונות אלה, פרסום והצגת תשואות עבר מעוררים גם חששות ואתגרים משמעותיים. במישור הצרכני, קיים חשש מובנה כי נתוני התשואה יוצגו בצורה מוטית או סלקטיבית ("cherry picking"), באופן העלול להטעות לקוחות פוטנציאליים, ליצור ציפיות בלתי מבוססות או לטשטש את הקשר ההכרחי שבין פוטנציאל התשואה לבין רמת הסיכון שניתלה לשם השגתה. חשש נוסף הוא כי הדגש על ביצועי עבר יסיט את מרכז הכובד של השירות מהתאמה אישית לצרכי הלקוח – שהיא מאבני היסוד של ההסדרה בחוק הייעוץ – לעבר השוואה כללית ופשטנית של ביצועים. לצד זאת, קיימים גם אתגרים מתודולוגיים ותפעוליים, ובראשם הקושי לגבש שפה אחידה לסיווג רמות סיכון ולהבטיח השוואה הוגנת בין בעלי הרישיון הפועלים במודלים שונים.

אתגר נוסף נוגע למידת היכולת ללמוד מנתוני תשואה על איכות השירות שמעניק בעל הרישיון. גם כאשר מוצגים נתוני תשואה באופן מלא ומדויק, אין בהכרח מדובר במדד המשקף באופן ישיר את ביצועיו המקצועיים של בעל הרישיון. כך, אצל מנהלי תיקי השקעות התשואות מושפעות ממאפייניהם וממטרותיהם של הלקוחות השונים, ואילו אצל יועצי השקעות ומשווקי השקעות מתווסף קושי הנובע מכך שהלקוחות אינם מחויבים לפעול בהתאם להמלצות שניתנו להם, באופן שעלול להחליש את הקשר בין ההמלצות לבין התשואה שהושגה בפועל.

על רקע היתרונות והאתגרים שתוארו לעיל, ראוי לבחון את ההסדר הקיים בתחום ואת המענה שהוא מספק לסוגיה זו, זאת תוך הבחנה בין מנהלי תיקי השקעות לבין יועצי ומשווקי השקעות.

ביחס למנהלי תיקים, במישור היחסים הישיר שבין בעל הרישיון לבין לקוח קיים שמקבל ממנו שירות, הדין הקיים קובע כי על בעלי רישיון לניהול תיקי השקעות חלות חובות דיווח רבעוניות מכוח תקנות דיווחים שהותקנו לפי חוק הייעוץ, אשר נועדו לשקף ללקוח את ביצועי תיק ההשקעות המנוהל עבורו.¹ לצד ההסדרים כאמור העוסקים במסירת מידע ללקוח ביחס להשקעותיו הקיימות, הסדירה הרשות באופן ייעודי בעבור מנהלי תיקים גם את האפשרות להצגת מידע בדבר ביצועי עבר של לקוחות אחרים. בהקשר זה, החילה הרשות על בעלי רישיון ניהול תיקים גם את "ההוראה בדבר הצגת תשואות תיקים מנוהלים למי שאינו בעל התיק המנוהל ופרסומן" (להלן: "**ההוראה הקיימת**"), אשר פורסמה בשנת 2011. ההוראה מסדירה את אופן הצגתן של תשואות עבר של תיקים מנוהלים למי שאינו בעל התיק, ובכלל זה מגבילה את האפשרות לפרסם תשואות כאמור. ואולם, ההוראה הקיימת הוחלה על מנהלי תיקי השקעות בלבד.

בבסיס ההוראה הקיימת עמדה התפיסה כי בהיעדר סטנדרט אחיד להצגת תשואות ולסיווג לקוחות, הצגת נתוני עבר ללקוחות פוטנציאליים עלולה שלא לשקף באופן מהימן את איכות השירות שיקבל הלקוח בפועל ואף להקשות על השוואה בין בעלי רישיון שונים. בנוסף, הובע חשש כי הצגת תשואות ללא ההקשר המתאים, ובפרט ללא הבהרת הזיקה בין רמת הסיכון לבין התשואה, עלולה ליצור אצל לקוחות ציפיות שאינן מבוססות ביחס לביצועים עתידיים, ולפגוע הן בתהליך בחירת מנהל התיקים והן בהבנת טיב השירות המוצע. על רקע זה נקבע בהוראה הקיימת

¹ ראו פרק ב' לתקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (דוחות), תשע"ב-2012 (להלן: "תקנות הדוחות").

כי הצגת תשואות תתאפשר במסגרת שיח אישי בלבד עם לקוח, שבו ניתן להציג לצד נתוני התשואה גם את מאפייני הסיכון והמידע הנדרש להבנתם, ואילו פרסום פומבי של תשואות עבר נאסר. כמו כן, נדרש מנהל התיקים להציג ללקוח את התשואה הגבוהה ביותר והנמוכה ביותר שהושגו בדרגת הסיכון הרלוונטית וכן לציין את מספר התיקים הנכלל בכל דרגת סיכון. לצד נתונים אלו, ההוראה התירה למנהל התיקים להציג גם את התשואה הממוצעת שהשיגו התיקים בכל דרגת סיכון. דרישות אלו נועדו להבטיח כי תהליך ההצגה והפרסום של נתוני העבר ישקף באופן נאמן את המציאות המקצועית ויאפשר ללקוח לקבל החלטה מושכלת.

ביחס ליועצי ומשווקי השקעות, במישור היחסים הישיר שבין בעל הרישיון לבין לקוח קיים שמקבל ממנו שירות, על מערכי הייעוץ הבנקאיים חלה חובה לשקף ללקוח את נתוני פעילותו ותשואותיו בחשבון ניירות הערך שלו, מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין מס' 460 שעניינה "הצגת נתוני פעילות בפקדון ניירות ערך".² ביחס לאפשרות להצגת מידע בדבר ביצועי עבר של לקוחות אחרים, ההוראה הקיימת אינה מסדירה באופן דומה את יכולתם של יועצי השקעות ומשווקי השקעות להציג או לפרסם מידע הנוגע לביצועיהם המקצועיים למי שאינו בעל התיק, אף לא במסגרת שיח אישי עם לקוח קיים או פוטנציאלי.³ אתגר משמעותי ביחס להיבט זה של הצגת נתוני תשואה של לקוחות אחרים לצורך שיח עם לקוח פוטנציאלי הוא שעל אף שבשירות ייעוץ השקעות או שיווק השקעות בעל הרישיון אומנם מספק את המלצותיו המקצועיות, אך הביצוע בפועל כפוף להחלטת הלקוח שלעיתים מקבל את ההמלצה ולעיתים לא. אתגר זה מביא לכך שבמקרים מסוימים התשואות המושגות בתיקים מיועצים או משווקים לא בהכרח מייצגות את המלצותיו של בעל הרישיון ובכך למעשה לא מייצגות את יכולותיו המקצועיות ואת טיב השירות שניתן על ידו.

האסדרה הקיימת המתוארת לעיל מותירה אפוא פער משמעותי. חובות הדיווח החלות על בעלי רישיון לפי חוק הייעוץ מתמקדות במסירת מידע ללקוח ביחס להשקעותיו האישיות בלבד ואינן נועדו לשמש בסיס להשוואה בין בעלי רישיון שונים. בנוסף, ההסדר הייעודי הקיים ביחס להצגת תשואות למי שאינו בעל התיק מוגבל למנהלי תיקי השקעות ואוסר פרסום פומבי של התשואות. יתרה מזאת, המתודולוגיה הקבועה בהוראה הקיימת, ובפרט חובת הצגת תשואות הקצה לצד ממוצע פשוט, יצרה בפועל חסמים המרתיעים מנהלי תיקים מלעשות בה שימוש. התוצאה היא היעדר מסגרת אחידה ואפקטיבית המסדירה את אופן הצגת ביצועיהם המקצועיים של בעלי הרישיון, באופן שיאפשר שכלול תחרות, השוואה מושכלת בין נותני שירות ויכולת שיווק הוגנת.

על רקע זה בחנה הרשות מחדש את האיזון הראוי בין הצורך להגן על ציבור המשקיעים מפני הטעיה ומפני הסתמכות על נתונים שאינם מותאמים לשירות המוצע ללקוח, לבין הצורך לקדם שקיפות ותחרות באמצעות העמדת מידע רלוונטי לציבור על ביצועי בעלי הרישיון במתן השירותים לפי חוק הייעוץ (להלן: "נותני שירות"), וזאת כדי לסייע לציבור לקבל החלטה מושכלת באשר לנותן השירות המתאים למימוש צרכיו. יודגש כי ההוראה אינה משנה את אופיים האישי של השירותים

² קישור

³ יצוין כי מנוסח סעיף 4 לנוסח הקיים הקובע את המקרים בהם יותר לבעל רישיון להציג תשואות למי שאינו בעל התיק עולה כי האיסור על פרסום פומבי חל על כל בעל רישיון, ולא רק על מנהלי תיקים, ולכן גם על יועץ או משווק השקעות.

הניתנים על ידי בעלי רישיון אשר נותרים מותאמים לצרכיו ומאפייניו של כל לקוח, אלא היא מציעה לקבוע לכלל בעלי הרישיון מסגרת אחידה לפרסום של נתוני תשואות עבר, באופן היוצר סטנדרטיזציה בהצגת המידע בלבד, מבלי לפגוע באופי השירות האישי. בהקשר זה יובהר כי כחלק מהתפישה המבקשת להנגיש לציבור מידע מקצועי, ההוראה אינה אוסרת על בעל הרישיון להציג גילויים המתייחסים לענפים כלליים בשוק ההון (כגון הצגת ביצועי ענף האנרגיה, ענף הנדל"ן וכדומה). ככל שמידע כאמור נועד להעשיר את הבנתו של המשקיע ביחס לשוק ההון, ואינו כולל התייחסות לנכסים פיננסיים ספציפיים או לניירות ערך מסוימים, במישרין, בעקיפין או באופן מרומז הוא לא ייחשב כמתן ייעוץ אישי המצריך הסכם התקשרות.

ההוראה המוצעת מחליפה את ההוראה הקיימת משנת 2011 ומבקשת לאפשר ולהסדיר פרסום והצגה של נתוני תשואות עבר של כלל בעלי הרישיון ללקוחות שאינם בעלי התיק המנוהל או המיועץ, בשני מקטעים שונים: מקטע ראשון של פרסום פומבי ומקטע שני של הצגת נתוני התשואה בשיח אישי בין בעלי רישיון לבין לקוחות פוטנציאליים ומאופיינים. במקטע השני מציעה טיוטת ההוראה לייצר הבחנה בין לקוח שעבר הליך של הכרת מאפייניו וצרכיו, לבין הצגת נתוני תשואה ללקוח שטרם עבר הליך כאמור. זאת בכפוף למתודולוגיה אחידה, ברורה ומבוקרת, אשר תצמצם את הסיכונים להטעה, לסלקטיביות ולחוסר השוואתיות, כמפורט להלן.

ביסוד ההוראה המוצעת עומדת ההבחנה המהותית בין הצגת תשואות במסגרת שיח אישי לבין פרסום פומבי של תשואות. הצגת תשואה בשיח אישי נועדה לספק מידע כבסיס למתן שירות מותאם אישית ללקוח, ליווי הנתונים בהסברים מקצועיים, הבהרת הקשר שבין סיכון לתשואה ואפשרות למתן מענה לשאלות, אשר משתקפים גם בציפיות הלקוח.⁴ לעומת זאת, כאשר מדובר בפרסום פומבי, המידע מוצג כשהוא עומד בפני עצמו, בדרך כלל ללא תיווך מקצועי וללא אפשרות לאינטראקציה מיידית עם בעל הרישיון ועל כן יש להתייחס אליו באופן שונה. יובהר כי ההוראה המוצעת קובעת מסגרת נורמטיבית המאפשרת הצגה ו/או פרסום פומבי של נתוני תשואה, אך היא אינה מחייבת את בעלי הרישיון להציג או לפרסם את נתוני התשואה. קביעת המסגרת להצגת נתוני תשואה ופרסומן באופן פומבי נועדה לשמש את בעלי הרישיון שיבחרו להחציף את הביצועים אותם השיגו בפועל בעבור לקוחותיהם ולשווק את יכולותיהם. בעל רישיון שיבחר להציג או לפרסם תשואה, יידרש לשמור על הכללים שמוצע לקבוע בהוראה זו, ביניהם שנתוני התשואה שיוצגו יתייחסו לתשואות עבר שהושגו בפועל בתיקי לקוחות, ולא לתשואות של תיקים תיאורטיים. כמובן שכל הבטחה או התבטאות המשתמעת בנוגע להשגת תשואות עתידיות היא אסורה וכך גם פרסומן.

פרסום פומבי של נתוני תשואות עבר

⁴ נציין כי כפי שפורסם בשו"ת 2.5.24 מיום 03.02.2021, כבר כיום ניתן להציג תשואות עבר של תיקי השקעות גם בדרך של היוועדות חזותית, בכפוף לתנאים המפורטים בשו"ת.

פרק ב' להוראה זו מסדיר את התנאים והמגבלות לפרסום נתוני תשואה על-ידי בעל רישיון בערוצים פומביים. מוצע לקבוע בפרק זה מתודולוגיה ברורה ואחידה, במטרה לייצר סטנדרטיזציה של נתוני התשואה המוצגים שתהיה רלוונטית לעניין הצגת התשואה מבלי לפגוע בחובת ההתאמה האישית שחלה על בעל הרישיון במתן השירות ללקוחותיו. סטנדרטיזציה כאמור תצמצם את החשש מהצגה סלקטיבית ומטעה של נתונים ותשפר את יכולת הציבור לבצע השוואה מושכלת בין בעלי רישיון שונים על בסיס "שפה מקצועית" משותפת וברורה.

ההוראה המוצעת מגדירה מהו "תיק לקוח" שאותו ניתן לכלול בחישוב לצורך הצגת או פרסום תשואה, וקובעת שעל בעל הרישיון לכלול את כל התיקים המייצגים באופן נאות את סוג השירות הניתן על ידו בתקופה הנבחרת. לעניין זה, מוצע לקבוע כי התקופה הנבחרת תהיה חמש השנים האחרונות שקדמו למועד הפרסום. קביעה זו עולה בקנה אחד עם הגישה המקובלת בשווקים מובילים בעולם ביחס להצגת ביצועי עבר, ונועדה ליצור תקופת מדידה אחידה שתאפשר בסיס השוואתי בין כלל בעלי הרישיון. בנוסף, תקופה של חמש שנים היא ארוכה דיה כדי לשקף ביצועים לאורך תנאי שוק משתנים ולבסס נתוני תשואה מהימנים ומייצגים, ובכך לצמצם את החשש מהסקת מסקנות על בסיס תקופות קצרות או חריגות. לצד זאת, מוצע לאפשר לבעל רישיון שתקופת פעילותו קצרה מחמש שנים להציג נתוני תשואה ביחס למלוא תקופת פעילותו, ובלבד שלא תפחת מ-12 חודשים. הסדר זה נועד לאפשר גם לבעלי רישיון חדשים יחסית לעשות שימוש בנתוני תשואה ככלי תחרותי ושיווקי לגיטימי, ובכך להימנע מיצירת חסם כניסה או פגיעה ביכולתם להתחרות בבעלי רישיון ותיקים. מנגד, הדרישה לתקופת פעילות מינימלית של 12 חודשים נועדה להבטיח כי גם במקרים אלו יוצגו נתונים המבוססים על פרק זמן מספק לצורך יצירת בסיס נתונים מהימן ובעל משמעות.

בפרט, מוצע כי מנהלי תיקי השקעות יכללו ב"תיק לקוח" את כל תיקי ההשקעות של לקוחותיהם. באשר ליועצי השקעות ומשווקי השקעות מוצע כי אלו יכללו ב"תיק לקוח" רק תיקים שמתקיימת בהם הלימה מלאה בין תוכן הייעוץ שניתן לאורך התקופה הנבחרת לבין הפעולות שבוצעו בפועל על ידי הלקוחות בתיקי ההשקעות. קרי, שכל המלצה שניתנה על ידי יועץ השקעות או משווק ההשקעות תורגמה לביצוע פעולה תואמת בפועל על ידי הלקוח. דרישת ההלימה המלאה מהווה מענה ישיר לאתגר המובנה באופי שירותי ייעוץ ושיווק ההשקעות – היא מבטיחה כי התשואות המוצגות ישקפו את המלצותיו המקצועיות של בעל הרישיון בלבד, ולא את שיקול דעתו העצמאי של הלקוח. יישום מודל זה אמנם כרוך באתגרים תפעוליים, אך הוא מהווה תנאי הכרחי להצגת תשואות שישקפו נאמנה את ביצועיו המקצועיים של בעל הרישיון.

בנוסף, מוצע לקבוע כי רק תיקי ההשקעות הכוללים יותר מנכס אחד ייחשבו כ"תיקי לקוח" לצורך חישוב ופרסום תשואה. דרישה זו נועדה למנוע מצב של שימוש בהוראה זו על מנת לפרסם תשואה של נכס ספציפי.

יובהר כי לעניין הוראה זו, הנכסים שיכללו בחישוב נתוני התשואה הם כלל הנכסים שלגביהם ניתן שירות תוך הפעלת שיקול דעתו של בעל הרישיון, כפי שנקבע בהסכם ההתקשרות בינו לבין הלקוח.

היות שאחד מעקרונות היסוד לאי הטעיה בפרסום של תשואות עבר הוא הקשר הבלתי נפרד בין תשואה לסיכון, וכדי למנוע מצב שבו בעל רישיון מפרסם תשואות מבלי לשקף את הסיכון הכרוך בהשגתן, מוצע לקבוע בהוראה זו כי פרסום פומבי של התשואות ייעשה בחלוקה לשלוש רמות סיכון: נמוכה, בינונית וגבוהה. סיווג התיקים לרמות הסיכון ייעשה בהתאם למתודולוגיה הקבועה בהוראה, המביאה בחשבון את סטיית התקן של התיק, המשמשת מדד לתנודתיות התשואות, וכן מאפיינים נוספים הרלוונטיים להערכת הסיכון. קביעה זו של שלוש רמות הסיכון מייצרת סטנדרטיזציה בין בעלי הרישיון השונים אשר מקלה על הלקוחות לבצע השוואה בין בעלי הרישיון השונים ומצמצמת חששות הנוגעים לפרסום תשואות נבחרות ללא מתן גילוי למאפייני הסיכון הגלומים בהן. לעניין זה יובהר כי סיווג התיקים לרמות הסיכון לפי הוראה זו אינו מהווה מדד ממצה לכלל הסיכונים הגלומים בתיק השקעות, וכי רמת הסיכון בפועל עשויה להיות מושפעת ממאפיינים נוספים של התיק ונכסיו. המתודולוגיה שנקבעה בפרק ב' להוראה המוצעת לשם קביעת כל רמת סיכון, מחייבת חישוב של סטיית תקן של כל תיק על בסיס תשואות שבועיות והמרתן למונחים שנתיים באמצעות נוסחה מקובלת. יחד עם זאת, במקרים בהם תיק הלקוח כולל גם נכסים שאינם סחירים, קיים קושי בקביעת שווי הנכסים על בסיס שבועי, וכפועל יוצא קיים קושי בחישוב תשואות התיק וסטיית התקן שלו על בסיס שבועי. על כן, מוצע לקבוע כי בתיקי לקוח הכוללים נכסים לא סחירים – סטיית התקן תחושב על בסיס לפחות 12 תשואות חודשיות ותומר למונחים שנתיים. אופן חישוב זה נועד לאפשר בסיס אחיד ועקבי של מדד התנודתיות גם בתיקים הכוללים נכסים לא סחירים.

לצד זאת, הרשות סבורה כי בתיקים הכוללים נכסים לא סחירים אין די במדד התנודתיות לבדו לצורך שיקוף רמת הסיכון לציבור. היעדר מסחר שוטף ותמחור שוק רציף בנכסים אלה עלול להביא לכך שרמת הסיכון הגלומה בהם לא תבוא לידי ביטוי מלא בנתוני סטיית התקן. כתוצאה מכך, הסתמכות על מדד התנודתיות בלבד עלולה ליצור מצג שלפיו מדובר בתיקים בעלי רמת סיכון נמוכה יחסית, אף שאין בכך כדי לשקף את הסיכון בפועל.

אשר על כן, מוצע לקבוע כי לצורך סיווג התיקים בפרסום התשואות, יסווג לרמת הסיכון הגבוהה כל תיק הכולל אחד מאלה:

(1) ניירות ערך או נכסים לא סחירים, או ניירות ערך או נכסים פיננסיים שנכסי הבסיס שלהם הם נכסים כאמור;

(2) נכסים שהם עסקאות הכרוכות בסיכון מיוחד בהתאם לסעיף 18 לחוק הייעוץ; לעניין זה יובהר כי מדובר הן בנכסים שבעל הרישיון הגדיר כעסקאות הכרוכות בסיכון מיוחד בהתאם לסעיף 18(א) ו-18(ב) לחוק הייעוץ, והן בנכסים הנמצאים בחזקה כעסקאות כאמור בהתאם לסעיף 18(ג) לחוק הייעוץ.

זאת, אף שסטיית התקן של התיק תחושב בהתאם למתודולוגיה האמורה לעיל.

יובהר כי על מנת שתיק לקוח יוכל להיות מסווג לרמת סיכון, על הלקוח לקבל את השירות מבעל הרישיון לאורך כל התקופה הנבחרת. רק לאחר סיווג תיקי הלקוחות לרמות סיכון אלו, יאתר בעל

הרישיון את התשואה החציונית בכל רמת סיכון ויורשה לפרסמה. התשואה החציונית תחושב מבין כלל התשואות השנתיות הממוצעות בתקופה הנבחרת של תיקי הלקוחות בכל אחת מרמות הסיכון. בנוסף, מוצע לקבוע כי בעל הרישיון לא יהיה רשאי לפרסם רק רמת סיכון מסוימת, אלא יהיה עליו להציג בפרסום נתונים של שלוש רמות הסיכון השונות בו זמנית. דרישה זו מבטיחה כי הציבור יקבל תמונה רחבה ומאוזנת של ביצועי בעל הרישיון ברמות סיכון שונות, ומפחיתה את הסיכון להצגה סלקטיבית של נתונים מטיבים בלבד. עם זאת, בעל רישיון שלא נתן בפועל שירות לתיקים המשוויכים לרמת סיכון מסוימת בתקופה הנבחרת יפרסם את התשואה רק עבור רמות הסיכון האחרות, שאליהן משויכים לקוחותיו בצירוף הסבר לפיו לא ניהל, ייעץ או שיווק תיקים ברמת הסיכון המסוימת בתקופה הנבחרת.

בנוסף, מוצע לקבוע כי פרסום תשואה ביחס לרמת סיכון מסוימת יתאפשר רק מקום שבו קיימים באותה רמת סיכון חמישה תיקי לקוחות או יותר. דרישה זו נועדה למנוע מצב שבו בעל רישיון יבסס פרסום תשואה ביחס לרמת סיכון מסוימת על מספר מצומצם של תיקים בלבד, אשר אינם משקפים פעילות ממשית באותה רמת סיכון.

בנוסף לתשואה, נדרש בעל הרישיון להציג גם את מדד סטיית התקן של התיק המייצג בכל אחת מרמות הסיכון שלגביהן מפורסמים נתונים. מוצע לעשות שימוש בסטיית תקן של 7.5%, המייצגת את חציון קבוצת הסיכון האמצעית במפת סטיות התקן שנקבעה באיחוד האירופאי לצורך סיווג רמות הסיכון של קרנות ה-UCITS (סטיית תקן שבין 5%-10%), כעוגן אובייקטיבי. תוצאה זו תאפשר לקבוע את היחס בין רמת הסיכון של התיק המייצג לבין רמת הסיכון הממוצעת.

מוצע להקנות לבעל הרישיון גמישות באופן הצגת מדד סטיית התקן, כך שהמדד יוצג באמצעות הערך המספרי שלו, ולצידו יהיה רשאי בעל הרישיון לעשות שימוש באמצעי המחשה לבחירתו. כגון סרגל חזותי, מדרג או כל אופן הצגה אחר שימצא לנכון, ובלבד שההצגה תהיה ברורה, מובנת ואפקטיבית עבור הלקוח. בדרך זו, הפרסום הפומבי אינו מתמקד בתשואה בלבד, אלא מספק לציבור גם מידע בדבר רמת הסיכון שנלוותה להשגתה, ובכך מאפשר השוואה מושכלת יותר בין בעלי רישיון שונים תוך התחשבות במאפייני הסיכון של תיקי הלקוחות. אופן חישוב תשואות העבר המוצע לפי פרק זה מפורט בנספח ב'.

עוד מוצע לקבוע כי נתוני התשואה המפורסמים יוצגו באופן שאינו מייצר הטיה, למשל ללא הדגשות או עיצובים העלולים להטות את הנחשף אליהם או לייחס לנתון מסוים משקל יתר. הצעה זו נועדה להתמודד עם החשש שהצגת נתונים בצורה מוטה תביא את הלקוח לייחס לעצמו מאפייני סיכון או מדיניות השקעה שאינם תואמים את צרכיו.

הצגת נתוני תשואה במסגרת שיח אישי

תהליך התקשרות בעל רישיון עם לקוחותיו יכול לכלול סוגים שונים של אינטראקציות, החל משיח ראשוני, שהוא שיווקי במהותו עם לקוחות פוטנציאליים שבעל הרישיון טרם השלים בעניינם הליך להכרת צרכיהם ומאפייניהם, וכלה בשיח מעמיק שמאפשר לבעל הרישיון להכיר את המאפיינים והצרכים של הלקוח שעומד מולו, ולהתאים לו המלצות השקעה. על פי עומק השיח ומהותו קמה

חובת חתימת הסכם למתן שירותים לפי החוק. במסגרת השיח האישי עיקר המוקד הוא בהמחשת אופן הפעילות המקצועית של בעל הרישיון בפועל, והאופן שבו מיושמת גישתו במסגרת השירות.

שיח אישי לעניין זה הוא תקשורת פרטנית בין בעל רישיון לבין לקוח מאופיין או לקוח פוטנציאלי, במסגרתה ניתן להציג מידע תוך מתן הסברים מקצועיים, הבהרת מאפייני הסיכון ומתן מענה לשאלות הלקוח. בכלל זה עשויות להיכלל, בין היתר, שיחות טלפון, פגישות וכן התכתבויות פרטניות באמצעי תקשורת דיגיטליים.

היות שמדובר בשני שלבים שונים במסגרת מתן השירות, הנבדלים ברמת ההיכרות של בעל הרישיון עם צרכי הלקוח ומאפייניו, ובהתאם גם ציפיות הלקוח, גלומים בהם סיכונים שונים. שונות זו מחייבת התאמה של אופן הצגת המידע וסוג התכנים שבעל הרישיון רשאי להציג בפני הלקוח בכל אחד מהשלבים. על כן פרק ג' בהוראה זו עוסק בהצגת המידע במסגרת שיח אישי עם לקוח פוטנציאלי, בעוד פרק ד' בהוראה זו קובע כללים לאופן הצגת המידע ללקוח שבעל הרישיון השלים לגביו תהליך של הכרת צרכיו, מאפייניו ומאפייני הסיכון שלו ואף גיבש בעבורו מדיניות השקעה מתאימה ככל שרלוונטי, בין אם מדובר בלקוח שכבר חתם עם בעל הרישיון על הסכם, ובין אם לאו.

פרק ג' – הצגת תשואה בשיח אישי עם לקוח פוטנציאלי

הצגת נתונים בשלב שבו בעל הרישיון טרם החל בתהליך להכרת צרכי ומאפייני הסיכון של הלקוח טומנת בחובה רגישות מיוחדת. לצד החשש מהצגה סלקטיבית של נתונים מיטביים ("Cherry picking"), עולה חשש נוסף כי בהיעדר ידיעת מאפייני וצרכי הלקוח, הצגת נתוני תשואה באופן שאינו מבוקר עלולה להוביל להטעיית הלקוח ולפיתוח ציפיות לא סבירות על ידי הצגת נתונים שאינם מותאמים עבורו. על כן, יש חשיבות בקביעת מגבלות על סוג והיקף הנתונים שבעל רישיון רשאי להציג במסגרת שלב זה.

מוצע לקבוע כי בשלב מקדים זה, בעל רישיון יהיה רשאי להציג ללקוח כל אחד מהסוגים הבאים של נתוני תשואת עבר:

1. נתוני תשואה המותרים לפי פרק ב', קרי נתוני תשואה המותרים לפרסום פומבי. מאחר שנתונים אלו נגישים ממילא לציבור הרחב תחת מגבלות המתודולוגיה והגילוי שנקבעו, אין מניעה להציגם גם בשיח האישי באופן דומה, לרבות לעניין הגילויים הנלווים. יתרה מכך, האינטראקציה הבין-אישית מאפשרת לבעל הרישיון לספק הסבר מעמיק ואיכותי יותר על אופן חישוב הנתונים, להבהיר את הקשר בין התשואה לרמת הסיכון ולחדד את העובדה שהנתונים הכלליים המוצגים לו אינם מהווים תחליף להתאמה האישית ללקוח שטרם נעשתה ושתבוצע בהמשך ככל שהלקוח יהיה מעוניין בכך.
2. בנוסף, מוצע לאפשר לבעל הרישיון להציג את התשואה של התיק החציוני בתקופה הנבחרת בכל אחת מהקבוצות אליהן הוא מסווג את לקוחותיו בהתאם למתודולוגיה שתקבע על ידי בעל הרישיון מראש. חלוקה לקבוצות כאמור יכול שתבצע לפי מאפייני לקוחות, מאפייני סיכון, מדיניות השקעה וכיו"ב. על הקבוצות המוצגות להיות תואמות לאופן מתן השירות בפועל של בעל הרישיון. הצגת הנתון החציוני נועדה לנטרל השפעות של תיקי קצה חריגים.

כדי להבטיח שהלקוח יקבל תמונה שלמה ולא מוטעה, מוצע לקבוע כי ככל שבעל הרישיון יבחר להציג נתונים אלו, עליו להציג את המנעד המלא של הקבוצות. דרישה זו מצמצמת את הסיכון לכך שיוצגו ללקוח רק הקבוצות שהשיגו ביצועים עודפים בתקופה הנבחרת. עם זאת, בדומה לפרק ב', גם כאן מוצע לקבוע כי הצגת נתוני תשואה ביחס לקבוצת לקוחות מסוימת תתאפשר רק במקום שבו קיימים באותה קבוצה חמישה תיקי לקוחות או יותר העומדים בתנאי ההוראה.

לצד הצגת נתוני התשואה, על בעל הרישיון להבהיר ללקוח הפוטנציאלי את מאפייני הסיכון של כל קבוצה, לדוגמה באמצעות מדד אובייקטיבי, כגון סטיית תקן, באמצעות המחשה של ההפסד הפוטנציאלי במקרה בו התשואה הייתה שלילית, או באמצעות הצגה גרפית של התשואה לאורך זמן באופן שישקף גם תקופות של תשואה שלילית. הצגה זו נועדה להמחיש את היחס בין התשואה של כל קבוצה לבין הסיכון הגלום בה, ולצמצם את המצב שבו הלקוח משיך את עצמו באופן מוטעה מראש לקבוצה מסוימת על בסיס התשואה שהוא שואף להשיג, ללא מתן מקום להיבטי הסיכון באותה קבוצה. בדרך זו תצומצם פגיעה בהליך הראוי של מתן שירות, לפיו ראשית יש להבין את מאפייניו של הלקוח הפוטנציאלי, ורק לאחר מכן ועל בסיס זאת בלבד, להתאים לו תיק השקעות.

בנוסף, בדומה לעיקרון שנקבע בפרק ב', מוצע לקבוע כי נתוני התשואה המפורסמים יוצגו באופן שאינו מייצר הטיה.

פרק ד' – הצגת תשואה בשיח עם לקוח שבעל הרישיון השלים לגביו תהליך של הכרת צרכיו ומאפייני הסיכון שלו

בבסיס התיקון המוצע עומדת ההבחנה המהותית שבין השלב המקדים המתואר בפרק ג', בו הקשר בין בעל הרישיון ללקוח הפוטנציאלי הוא ראשוני בלבד, לבין השלב שלאחר השלמת הליך הכרת הלקוח. בעוד שבשלב המתואר בפרק ג' המידע המצוי בידי בעל הרישיון הוא מוגבל וכללי, הרי שעם סיום הליך הכרת הצרכים וגיבוש מדיניות השקעה מותאמת במקרים הרלוונטיים, משתנה מערכת היחסים בין הצדדים. בנקודת זמן זו, בין אם כבר נחתם הסכם התקשרות בין בעל הרישיון לבין הלקוח ובין אם לאו, בעל הרישיון מחזיק בתמונת מצב רחבה המאפשרת לו להתאים את השירות ואת המלצות ההשקעה למאפייניו הייחודיים של הלקוח, ומתחזקת גם ציפיית הלקוח לקבל מידע רלוונטי ומותאם עבורו.

היכרות מעמיקה זו מעניקה לגיטימציה למתן שיקול דעת רחב יותר לבעל הרישיון בהתאמת נתוני התשואה המוצגים ללקוח. בבסיס ההצעה עומדת השאיפה לעודד קיום שיח אקטיבי בין בעל הרישיון ללקוח, אשר יאפשר דיוק של צרכיו והבנה מעמיקה של חלופות ההשקעה העומדות בפניו. כדי לשפר את איכות הדיאלוג האמור ולהפוך אותו לאפקטיבי יותר, מוצע לאפשר לבעל הרישיון להציג מנעד רחב של נתוני תשואה המותאמים לצרכיו ולמאפייני הסיכון של הלקוח שיוצגו במסגרת השיח האישי המתקדם. כך למשל, יוכל בעל הרישיון להציג נתוני תשואה של תיק השקעות ספציפי בעל מאפייני טווח השקעה, מטרות וסבילות לסיכון הדומים לאלו של הלקוח. הצגה כזו עשויה לשמש ככלי עזר להמחשת פוטנציאל ההשקעה מחד ולהמחשת הסיכונים הגלומים בו מאידך, ובכך

לעודד את הלקוח לקיים בחינה מושכלת וישירה של האפשרויות המוצעות לו. יודגש כי גם במקרה זה הצגת נתוני התשואה צריכה להתייחס לפרק זמן העונה על הגדרת תקופה נבחרת, ונתוני התשואה שיוצגו נדרשים להיות נתונים של תיק לגביו נתן בעל הרישיון שירות לכל אורך התקופה הנבחרת.

יובהר כי בשיח כאמור, במקרה בו הלקוח טרם חתם על הסכם מול בעל הרישיון, מנוע האחרון ממתן המלצות השקעה. על כן, במקרה זה רשאי בעל הרישיון להציג ללקוח את הקצאת הנכסים (האלוקציה) בתיקים המוצגים, באופן שלא ישקף ללקוח את זיהוי הנכסים הספציפיים שבתיקים המוצגים.

הצגת הנתונים בהתאם לפרק זה תתאפשר גם ללקוחות שכבר מקבלים שירות בידי בעל הרישיון. הרחבה זו נועדה לאפשר לכלל הלקוחות המאופיינים, לקיים דיון מושכל וישיר על אודות אפשרויות ההשקעה שלהם מול בעל הרישיון.

לצד הגמישות המוקנית לבעל הרישיון, ומתוך מודעות לאסימטריה המובנית בידע ובמידע בין הצדדים, מוצע לקבוע מנגנוני הגנה שיצמצמו את החשש להצגת נתוני תשואה מטעים. לפיכך, מוצע כי ככל שבעל הרישיון יבחר להציג נתוני תשואה כאמור, הוא יחויב בהצגת נתונים משלימים המשקפים את הסיכונים הגלומים בתיק באופן מאוזן. לדוגמה, סטיית התקן של התיק, מדדי סיכון רלוונטיים, המחשות של הפסד פוטנציאלי בתרחישים שונים וכו'. חובה זו נועדה להביא לכך שהמידע המובא לידיעת הלקוח המאופיין יהיה שלם ומבוסס יותר, באופן שיאפשר לו להבין את מכלול ההיבטים הכרוכים בהשקעה ולקיים קבלת החלטות מושכלת. יובהר כי הגמישות המוקנית לבעל הרישיון בפרק זה כפופה לחובות הכלליות החלות עליו מכוח חוק הייעוץ ולהוראות הכלליות המפורטות בפרק ה' להוראה זו.

פרק ה' – הנחיות כלליות

כעיקרון בסיס לכל פרסום או הצגת נתוני תשואה, מוצע לקבוע איסור רחב על הצגה מטעה של נתוני תשואה. על בעל הרישיון להציג את הנתונים בתוך הקשר מתאים, ללא יצירת מצג מטעה בדבר התאמת התשואה למאפייני הלקוח הספציפי העומד מולו. יובהר כי עיקרון זה חל גם על מי שמפרסם או מציג נתוני תשואה מטעים בעל הרישיון, לרבות צד שלישי כמפורט מטה.

נוכח החשיבות בבקרת הנתונים המוצגים, מוצע לקבוע חובות תיעוד מפורטות ודרישה לקביעת נהלים. על בעל הרישיון לשמור למשך שבע שנים את האסמכתאות ששימשו בבסיס הצגת הנתונים, ובכלל זה הקריטריונים לסיווג קבוצות הלקוחות והנמקתם, פירוט החישובים שבוצעו ואופן הזיהוי של התיק החציוני בתוך כל קבוצה.

נוסף על כך, לצד הקביעות המתודולוגיות, ההוראה המוצעת מציעה לקבוע גם מערך כללים מקביל, שמטרתו להגביר את אמינות הנתונים המתפרסמים ולצמצם אפשרות למניפולציות. ההוראה קובעת כי הצגת או פרסום נתוני התשואה תהיה כפופה לגילויים מתאימים המסבירים כי אין בתשואות המוצגות כדי לשקף את התשואה הצפויה ללקוח מסוים וכי אין בהצגת תשואות העבר להעיד על יכולתו של בעל הרישיון להשיג תשואות דומות בעתיד. כמו כן, מוצע לקבוע כי לצד כל

פרסום או הצגת תשואה יכלול בעל הרישיון גם גילוי ברור ביחס לתקופה הנבחרת לגביה מוצגים נתוני התשואה. כמו כן, מציעה ההוראה לקבוע כי על בעל הרישיון להציג גם גילויים נוספים המבהירים כי רמת הסיכון של תיק השקעות נקבעת על בסיס מגוון פרמטרים, ובכלל זה מאפייני התנודתיות והנזילות של הנכסים הכלולים בתיק, ואינה משתקפת בהכרח באמצעות מדד יחיד; וכן גילוי המבהיר כי חישוב סטיית התקן בתיקי השקעות עשוי להיות מושפע, בין היתר, מקיומם של נכסים שאינם סחירים, מאופן הערכת שוויים, מתקופת המדידה וממספר התצפיות שנכללו בחישוב.

בנוסף, יובהר כי בעל רישיון רשאי להציג נתוני תשואה ברמת התאגיד או ברמת היחיד המעניק את השירות, לפי בחירתו, ובלבד שיוצג גילוי ברור באשר לרמת הנתונים המוצגת. גישה זו נועדה לאפשר הצגת נתונים המשקפים באופן מיטבי את הגורם האחראי בפועל לקבלת החלטות ההשקעה, בשים לב למאפייני הפעילות השונים של בעלי הרישיון. דרישת הגילוי נועדה לסייע לציבור להבין אם התשואות המוצגות מיוחסות לפעילותו של בעל רישיון יחיד או לפעילות התאגיד בכללותו.

עוד מוצע לקבוע כי בעל רישיון יוכל להעביר רק נתונים שנערכו בהתאם לפרק ב' לצד שלישי, המציג את תשואות העבר של תיקי הלקוחות של בעל רישיון (דוגמת חברה העוסקת בהפניית לקוחות לקבל שירות ייעוץ או ניהול תיקים). הצגת תשואות העבר על ידי צד שלישי ללקוחות פוטנציאליים תיחשב כהצגה מטעם בעל הרישיון, ועל כן חייבת לעמוד בדרישות ההוראה. יובהר כי על בעל הרישיון לנקוט באמצעים סבירים לרבות במסגרת ההתקשרות החוזית עימו, כדי להבטיח כי ההצגה תיעשה בהתאם לדרישות ההוראה.

יובהר כי הוראה זו אינה חלה ביחס ללקוחות כשירים כהגדרתם בחוק הייעוץ אשר בעל הרישיון בחן את כשירותם וקיבל את הסכמתם לכך כנדרש. קביעה זו אינה גורעת מהחובות הכלליות החלות על בעל הרישיון מכוח חוק הייעוץ ובכללן חובת אmon והזהירות.

לעניין אופן חישוב נתוני התשואה על ידי בעל הרישיון לצורך הצגת או פרסום הנתונים, מוצע לקבוע כי נתוני התשואה יחושבו על פי נוסחת ה-TIME WEIGHTED RATE of RETURN (להלן: "נוסחת ה-TWR"), כפי שזו מוצגת בנספח א' להוראה זו. נוסחת ה-TWR מאפשרת חישוב תשואות התיק בנטרול השפעת עיתוי הפקדות ומשיכות כספים מתיק ההשקעות של הלקוח במהלך התקופה הנבחרת. בצורת חישוב זו נמדדת הרווחיות על הסכום שהיה בפועל בתיק בכל נקודת זמן על ידי סיכום תשואות התיק והתחלת חישוב מחודש בכל עת בה הייתה הפקדה או משיכה. בדרך חישוב זו, מהווה התוצאה אינדיקציה לאיכות ניהול התיק, והיא אף בת השוואה טובה יותר למדדי שוק רלוונטיים.

השימוש בנוסחת ה-TWR תואם את שיטת החישוב הקבועה בהוראת ניהול בנקאי תקין מס' 460 בנושא "הצגת נתוני פעילות בפקדון ניירות ערך", וכן את ה"חוזר לחברות ניהול תיקי השקעות בדבר דיווח ללקוחות אודות תשואות תיק ההשקעות", המאפשר לחשב נתוני תשואה בנוסחת ה-TWR לצד אופן החישוב המעוגן בתקנות. בהקשר זה יצוין כי שיטת החישוב המוצעת בהוראה זו שונה מזו הקבועה בתקנה 8 לתקנות הדוחות. ואולם, אין בשוני זה כדי להקים קושי, שכן מדובר

בשתי תכליות נפרדות. הדיווחים הרבעוניים האישיים נועדו לשקף ללקוח את ביצועי תיקו הספציפי, ואילו נתוני התשואה המוצגים או המפורסמים לפי הוראה זו נועדו לשמש אינדיקציה לאיכות שירותו של בעל הרישיון באופן כללי ומתבססים על נתוני התשואה של לקוחות אחרים. לאור השוני המהותי בתכליות אלו, אין ציפייה כי הנתונים יהיו זהים. עם זאת, על מנת להתמודד עם חשש זה, מציעה ההוראה לקבוע כי מקום שבו מוצגים נתונים כאמור ללקוח קיים, יידרש בעל הרישיון לתת גילוי והסברים מתאימים בדבר פערים אפשריים בין הנתונים המוצגים לפי הוראה זו לבין מידע המוצג ללקוח מכוח הוראות דין אחרות, כגון דיווחים רבעוניים הנמסרים לו.

להלן נוסח טיוטת ההוראה המוצעת

טיוטת הוראה לבעלי רישיון בדבר הצגת נתוני תשואות עבר למי שאינו בעל התיק ופרסום פומבי

של תשואות העבר

הוראה לפי סעיף 28(ב) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה – 1995

פרק א': הגדרות

"**התקופה הנבחרת**" – תקופה של חמש השנים האחרונות שקדמו למועד הפרסום או ההצגה. מקום שבו בעל הרישיון פועל תקופה קצרה מחמש שנים, יוצגו נתוני התשואה עבור מלוא תקופת פעילותו, ובלבד שתקופה זו אינה קצרה מ-12 חודשים.

"**לקוח מאופייין**" – לעניין הוראה זו, אדם שלגביו השלים בעל הרישיון תהליך של הכרת צרכיו, מאפייניו ומאפייני הסיכון שלו וייחס לו מדיניות השקעה מתאימה, בין אם חתם עם בעל הרישיון על הסכם, ובין אם לאו.

"**לקוח פוטנציאלי**" – אדם אשר בעל הרישיון טרם השלים בעניינו תהליך להכרת צרכיו, מאפייניו ומאפייני הסיכון שלו, טרם גיבש בעבורו מדיניות השקעה מתאימה ולא נחתם עימו הסכם למתן השירותים לפי חוק הייעוץ.

"**נתוני תשואה**" – נתוני תשואות עבר המשקפים את הביצועים בפועל בתיקי לקוחות בעל הרישיון, בהתאם למתודולוגיות המפורטות בהוראה זו.

"**פרסום**" – פרסום בין במישרין בין בעקיפין, ובכל דרך, ובכלל זה באמצעות רשת האינטרנט.

"**פרסום תשואה**" – פרסום הכולל תשואות עבר שהושגו בפועל על ידי בעל הרישיון בתיקי לקוחותיו הפעילים בתקופה הנבחרת.

"**קבוצת לקוחות**" – קבוצת לקוחות אשר סווגו מראש על ידי בעל הרישיון, לצורך מתן השירות השוטף על ידו, בהתאם לקריטריונים שונים, לרבות מאפיינים וצרכים משותפים, פרופיל סיכון ומדיניות השקעה.

"**רמת הסיכון הממוצעת**" – סטיית תקן של 7.5%, המשקפת את נקודת האמצע של טווח סטיות התקן ברמת הסיכון הבינונית.

"**רמת סיכון**" – אחת מהרמות הבאות שאליהן מסווג בעל הרישיון את תיק הלקוח בהתאם לסטיית התקן השנתית שלו, כמפורט להלן:

- (1) רמת סיכון נמוכה – תיק לקוח שסטיית התקן השנתית שלו אינה עולה על 5 ;
- (2) רמת סיכון בינונית – תיק לקוח שסטיית התקן השנתית שלו עולה על 5 ואינה עולה על 10 ;
- (3) רמת סיכון גבוהה – תיק לקוח שסטיית התקן השנתית שלו עולה על 10.

"**שיח אישי**" – אינטראקציה אישית בין בעל הרישיון, לבין לקוח מאופייין או לקוח פוטנציאלי, למעט פרסום.

"תשואה חציונית" – הערך החציוני בהתפלגות התשואות של תיקי לקוחות בתקופה הנבחרת, המחושבות על בסיס תשואה שנתית ממוצעת בתקופה הנבחרת.

"תיק לקוח" – תיק העומד בכל אלה:

- (1) התיק היה פעיל לאורך כל התקופה הנבחרת;
 - (2) התיק כולל יותר מנכס אחד;
 - (3) לעניין שירות ייעוץ השקעות או שיווק השקעות בלבד – התקיימה הלימה מלאה בין תוכן הייעוץ שניתן לבין הפעולות שבוצעו בפועל על ידי הלקוח במהלך התקופה הנבחרת.
- "תיק מייצג"** – תיק המשתייך לרמת סיכון, שתשואתו בתקופה הנבחרת היא התשואה החציונית מבין כלל התיקים המשתייכים לאותה רמת סיכון.

פרק ב': פרסום פומבי

1. בעל רישיון רשאי לפרסם תשואות עבר של תיקי לקוחות, רק בכפוף להוראות פרק זה.
2. פרסום תשואות על ידי בעל רישיון או מי מטעמו, יכלול נתוני תשואה של תיק לקוח מייצג אחד, בעבור כל אחת מרמות הסיכון.
3. בעל רישיון לא יפרסם נתוני תשואה ביחס לרמת סיכון מסוימת, אלא אם כן קיימים באותה רמת סיכון חמישה תיקי לקוחות או יותר שלגביהם נתן שירות במהלך כל התקופה הנבחרת. לא התקיים תנאי זה, לא יפרסם בעל הרישיון נתוני תשואה ביחס לאותה רמת סיכון, ויציין במסגרת הפרסום כי אין בידיו מספר מספק של תיקי לקוחות באותה רמת סיכון לצורך הצגת נתונים.
4. סיווג תיקים לפי רמת סיכון:
 - 4.1. בעל רישיון יחשב את סטיית התקן של כל תיק לקוח על בסיס התשואות השבועיות בתקופה הנבחרת.
 - 4.2. כלל תיק לקוח גם נכסים שאינם סחירים, יחשב בעל הרישיון את סטיית התקן של תיק הלקוח על בסיס לפחות 12 תצפיות של תשואות חודשיות.
 - 4.3. סטיית התקן כאמור בסעיפים 4.1 או 4.2 תומר לסטיית תקן שנתית באמצעות הכפלת סטיית התקן בשורש מספר השבועות בשנה או מספר החודשים בשנה, בהתאמה, בהתאם לנוסחה שלהלן:

$$\sigma_a = \Sigma w \times \sqrt{52}$$

המרת סטיית תקן שבועית למונחים שנתיים

$$\sigma_a = \Sigma m \times \sqrt{12}$$

המרת סטיית תקן חודשית למונחים שנתיים

כאשר:

σ_a – סטיית התקן השנתית.

Σw – סטיית התקן השבועית.

Σm – סטיית התקן החודשית.

- 4.4. בעל רישיון יסווג כל תיק לקוח לפי רמת סיכון כהגדרתה בהוראה זו.
- 4.5. על אף האמור בסעיפים 4.4-4.1, תיק לקוח שנעשתה בו עסקה בסיכון מיוחד, כאמור בסעיף 18 לחוק הייעוץ, או תיק לקוח הכולל ניירות ערך ונכסים לא סחירים, או תיק לקוח הכולל ניירות ערך או נכסים פיננסיים שנכסי הבסיס שלהם הם ניירות ערך או נכסים לא סחירים, יסווג לקבוצה המייצגת את רמת הסיכון הגבוהה. לעניין זה, "ניירות ערך ונכסים לא סחירים" - ניירות ערך ונכסים פיננסיים שאינם נסחרים בבורסה או בשוק מוסדר, ואינם חלק משוק הכסף, וכן הלוואות, זכויות במקרקעין או לגבי מקרקעין, נכסים דיגיטליים, וכן כל נכס אחר בעל מאפייני סחירות דומים.
5. חישוב התיק המייצג בכל רמת סיכון ומדד סטיית התקן לרמות הסיכון :
- 5.1. בעל רישיון יאתר, לכל רמת סיכון, את תיק הלקוח שתשואתו היא התשואה החציונית, בתקופה הנבחרת, מבין כלל התיקים באותה רמת סיכון. תיק זה יהיה התיק המייצג באותה רמת סיכון.
- 5.2. בעל רישיון יחשב את מדד סטיית התקן של התיק המייצג על ידי חילוק סטיית התקן השנתית של התיק המייצג בערך ייחוס של 7.5%.
6. בכל פרסום תשואה או הצגתה ללקוח פוטנציאלי יכלול בעל הרישיון את הנתונים הבאים עבור כל אחת משלוש רמות הסיכון :
- (1) תשואת התיק המייצג, במונחים שנתיים ; הערך המספרי של מדד סטיית התקן של התיק המייצג ; ולצד הצגת נתוני התשואה במונחים שנתיים, בעל הרישיון רשאי להציג את התשואה המצטברת בתקופה הנבחרת.
- (2) הסבר בדבר משמעות מדד סטיית התקן בנוסח שלהלן :
- מדד סטיית התקן קטן מ-0.667 – משקף סיכון נמוך מהממוצע ;
 - מדד סטיית התקן 0.667-1.333 – משקף סיכון דומה לממוצע ;
 - מדד סטיית התקן גדול מ-1.333 – משקף סיכון גבוה מהממוצע.
7. על נתוני התשואה להיות מוצגים באופן זהה ואחיד, שאינו מכווין את הנחשף אליהם לייחס חשיבות או משקל יתר לנתון תשואה מסוים.

פרק ג': הצגת תשואה בשיח אישי עם לקוח פוטנציאלי

8. בעל רישיון רשאי להציג במסגרת שיח אישי עם לקוח פוטנציאלי את נתוני התשואה הבאים בלבד :
- 8.1. נתוני תשואה שנערכו, בהתאם להוראות פרק ב' ;
- 8.2. בעל רישיון המסווג את לקוחותיו מראש לקבוצות לקוחות רשאי להציג את התשואה החציונית של כל אחת מהקבוצות כאמור בתקופה הנבחרת, ובלבד שהצגת הנתונים תכלול את המנעד המלא של הקבוצות כאמור.

- 8.3. בעל הרישיון המציג נתוני תשואה, כאמור בסעיף 8.2, יציג לצידם את היבטי הסיכון המאפיינים כל קבוצה.
- 8.4. בעל רישיון לא יציג ללקוח נתוני תשואה ביחס לקבוצת לקוחות מסוימת, אלא אם כן קיימים באותה קבוצה חמישה תיקי לקוחות או יותר, אשר ביחס אליהם ניתן על ידו השירות במהלך התקופה הנבחרת.
- 8.5. על נתוני התשואה להיות מוצגים באופן זהה ואחיד, שאינו מכווין את הלקוח הפוטנציאלי לייחס חשיבות או משקל יתר לנתון תשואה מסוים.

פרק ד': הצגת תשואה בשיח אישי עם לקוח מאופיין

9. בעל רישיון רשאי להציג במסגרת שיח אישי עם לקוח מאופיין נתוני תשואה של תיקים להם נתן בעל הרישיון שירות לאורך התקופה הנבחרת, ובלבד שמצא בעל הרישיון כי תיקים אלו תואמים את מאפייני וצרכי הלקוח המאופיין.
10. בעל רישיון המציג נתוני תשואה כאמור בפרק זה, יציג לצידם את היבטי הסיכון הגלומים בתיקים שנתוני התשואה שלהם מוצגים.
11. בשיח אישי עם לקוח מאופיין שטרם חתם עם בעל הרישיון על הסכם למתן השירות, לא יציג בעל הרישיון ללקוח את הנכסים הספציפיים בתיקים המוצגים.

פרק ה': הוראות כלליות

12. חישוב התשואה לצורך הצגתה או פרסומה לפי הוראה זו, יעשה על פי נוסחת ה-TWR TIME WEIGHTED RATE of RETURN, כפי שמפורט בנספח א'.
13. בעל הרישיון, או מי מטעמו, לא יציג או יפרסם נתוני תשואה באופן שעלול להטעות לקוח סביר, לרבות:
- 13.1. מסירת מידע כוזב או מטעה בכל הנוגע לתיקי הלקוחות המוצגים, לביצועיהם ולרמת הסיכון שלהם;
- 13.2. הצגת התשואה באופן מוטעה, או חסר הקשר מתאים;
- 13.3. יצירת מצג מטעה לגבי התאמת התשואה המוצגת למאפייניו של הלקוח או הבטחה להשגת תשואה זו בעתיד.
14. בעל רישיון המפרסם או המציג נתוני תשואה, או מי מטעמו, יתעד באופן מלא ומסודר את תהליך הצגת התשואה ואת כלל הפעולות והחישובים שבוצעו לצורך חישוב נתוני התשואה בהתאם להוראות פרק ב', פרק ג' ופרק ד', וישמור באופן הניתן לאחזור העתק של התיעוד כאמור ושל כל מסמך שהוצג או פורסם, לרבות תקופת ההצגה או הפרסום, נתוני התשואה הכלולים בו, חישובי סטיות התקן, דרך סיווג התיקים לרמות סיכון כאמור בסעיף 5 או קבוצות הלקוחות כאמור בסעיף 8.2, איתור התיק החציוני וחישוב מדדי סיכון לרבות מדד סטיית התקן; והכל למשך שבע שנים מהמועד האחרון שבו הוצגו או פורסמו הנתונים.
15. בעל הרישיון יקבע נהלי עבודה המסדירים את אופן החישוב, הפרסום או ההצגה, והתיעוד של נתוני התשואה, וכן את הגישה לתיעוד הנדרש על פי הוראה זו לצורכי בדיקה ובקרה.

16. על בעל רישיון הבוחר להציג נתוני תשואה בהתאם להוראה זו, לכלול מעבר לאמור בהוראה זו גם את הדברים הבאים, בכל פרסום או הצגה של נתוני תשואה:
- 16.1. הבהרה כי אין בתשואות המוצגות כדי לשקף את התשואה הצפויה ללקוח מסוים, אשר תיק השקעות שלו נקבע בהתאם למאפייניו האישיים, לצרכיו ולהעדפותיו;
- 16.2. הבהרה כי אין בהצגת תשואות העבר להעיד על יכולתו של בעל הרישיון להשיג תשואות דומות בעתיד;
- 16.3. גילוי ביחס לתקופה הנבחרת לגביה מוצגים נתוני התשואה;
- 16.4. הבהרה כי רמת הסיכון של תיק השקעות נקבעת על בסיס מגוון פרמטרים, ובכלל זה מאפייני התנודתיות והנזילות של הנכסים הכלולים בתיק, ואינה משתקפת בהכרח באמצעות מדד יחיד;
- 16.5. הבהרה כי חישוב סטיית התקן בתיקי השקעות עשוי להיות מושפע, בין היתר, מקיומם של נכסים שאינם סחירים, מאופן הערכת שוויים, מתקופת המדידה וממספר התצפיות שנכללו בחישוב. לפיכך, נתוני סטיית התקן עשויים שלא לשקף את כלל הסיכונים הגלומים בתיק.
17. בעל רישיון המציג נתונים לפי הוראה זו ללקוח שאיתו התקשר בהסכם למתן שירות, ימסור ללקוח גילוי והבהרות לעניין הפערים בין נתונים אלו לבין מידע המוצג לו מכוח הוראות דין אחרות.
18. בעל הרישיון רשאי להעביר לצד שלישי רק נתוני תשואה שנערכו בהתאם להוראות פרק ב' להוראה זו. הצגת נתוני התשואה כאמור על ידי מי שאינו בעל רישיון תיחשב כהצגה מטעם בעל הרישיון ועל כן חייבת לעמוד בדרישות הוראה זו. בעל הרישיון ינקוט באמצעים סבירים, לרבות במסגרת התקשרות חוזית עם צד שלישי, כדי להבטיח את האמור.
19. המידע והגילויים הנלווים לפרסום או להצגת נתוני התשואה יוצגו בפשטות ובאופן ברור, ללא הגדרות כוללניות או מעורפלות.

פרק ו': בחינה תקופתית

20. בחינה ראשונה של הוראות אלה לפי סעיף 36 לחוק עקרונות האסדרה, התשפ"ב-2021 תתבצע בתום 10 שנים מיום תחילתן.

פרק ז': תחילה

21. הוראה זו מחליפה את ה"הוראה לבעלי רישיון בדבר הצגת תשואות תיקים מנוהלים למי שאינו בעל התיק המנוהל ופרסומן של תשואות" משנת 2011.

שאלות לציבור

בנוסף לנוסח טיוטת ההוראה המצורף לעיל להערות הציבור, מבקש סגל הרשות לקבל את עמדת הציבור ביחס לנושאים הבאים באופן פרטני:

שאלה מס' 1 – אופן פרסום והצגת נתוני התשואה – ברוטו VS נטו

נוסח ההוראה הקיים קובע כי "חישוב תשואות העבר המוצגות או המפורסמות יעשה לאחר ניכוי דמי ניהול ועמלות ולפני ניכוי מיסים וכל הוצאה אחרת". כלומר, תשואות העבר יוצגו נטו. אופן הצגה זה הוא שהיה נהוג עד היום הן בהצגת תשואה על ידי בעלי רישיון במפגש פנים אל פנים והן בפרסום תשואותיהן של קרנות נאמנות. היתרון המרכזי בהצגת נתוני תשואה נטו נוגע לכך שהצגה זו מייצגת נאמנה יותר את התשואה אותה מקבל בסופו של דבר הלקוח, דבר המצמצם את החשש מהצגת מצג מטעה שבו עשוי להיות פער משמעותי בין הנתון המוצג לבין הנתון הרלוונטי בסופו של דבר לפעילות הלקוח.

יחד עם זאת, מתווכים שאינם בעלי רישיון ויצרני מוצרים פיננסיים אחרים בישראל, נוהגים להציג או לפרסם תשואה בחישוב ברוטו, כלומר, לפני ניכוי דמי ניהול ועמלות אחרות, ולפני ניכוי מיסים. היתרונות המרכזיים של הצגת תשואה ברוטו נוגעים הן לפשטות תפעולית והן לכך שהצגה זו מנטרלת את הפערים בתשואה שאינם נוגעים לאיכות השירות של בעל הרישיון, אלא לכושר המיקוח של כל לקוח ולקוח לעניין גובה עמלת השירות.

שוני זה באופן הצגת נתוני התשואה, מקשה על הצרכן לייצר השוואה בין המתווכים הפיננסיים השונים, הגם שיכולות להיות סיבות אובייקטיביות המצדיקות אופן הצגה שונה הנובעות ממאפיינים שונים של השירות, לדוגמה דמי ניהול אחידים בקרנות הנאמנות לעומת דמי ניהול פרסונליים במוצרים אחרים. פער בחישוב התשואה כאמור על פי רוב יטה לחובת בעלי הרישיון אשר נדרשים להציג תשואה נטו.

מסקירת האסדרה בארצות הברית עולה כי הותר ליועצי ההשקעות לפרסם את נתוני ביצועיהם באחת מהדרכים הבאות: (1) נטו בלבד; (2) ברוטו ונטו, כך ששני הנתונים יוצגו באופן בולט ואחיד, אשר יאפשר השוואה נוחה בין הנתונים.

בהתאם, סגל הרשות מבקש את התייחסות הציבור לסוגיה זו ולאופן בו נכון לאפשר לבעלי הרישיון להציג את תשואות העבר, במסגרת הוראה זו, וזאת בשים לב לעקרונות של שקיפות, הגנת הלקוח והוגנות ועל מנת לאפשר השוואתיות לטובת הצרכן בנוגע לשירותים אלו.

שאלה מס' 2 – הצגת מדד סטיית התקן בפרסום תשואות

סעיף 5 לטיטוט ההוראה קובע כי לצד פרסום תשואת התיק המייצג בכל אחת משלוש רמות הסיכון על ידי בעל הרישיון, יפרסם בעל הרישיון גם את מדד סטיית התקן בעבור כל תיק מייצג. מדד סטיית התקן מחושב באופן פשוט על ידי חילוק סטיית התקן של התיק המייצג בסטיית התקן של רמת הסיכון הממוצעת, כלומר 7.5%, המהווה את נתון האמצע של קבוצת הסיכון האמצעית (רמה 4) במפת סטיות התקן של ה-UCITS¹.

מטרתו של מדד סטיית התקן היא לפשט את השימוש בסטיית תקן כמדד לסיכון התיק המייצג המוצג, כך שבמקום שלצד כל תשואה תוצג סטיית התקן של התיק המייצג, יוצג לצדה מספר פשוט המתקן סביב "1" שנועד להבהיר למשקיע הסביר האם רמת הסיכון של התיק המוצג הוא גבוהה או נמוכה ביחס לרמת הסיכון הממוצעת. כך למשל, תיק מייצג שסטיית התקן שלו היא 1.5 – נחשב תיק המשקף סיכון גבוהה מהממוצע. סגל הרשות מבקש את התייחסות הציבור לנחיצות חישוב והצגת מדד סטיית התקן, חלף הצגת נתון סטיית התקן עצמו, בעת פרסום תשואות העבר באופן פומבי. בהקשר זה מבקש סגל הרשות לקבל את התייחסות הציבור הן ליתרונות של הצגת מדד סטיית התקן לצרכן בהיבטי שקיפות הוגנות ולהשוואה ובחירה מושכלת, והן לחסרונות ולאתגרים הכרוכים בחישוב ופרסום נתון זה.

¹ CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the Synthetic Risk and Reward Indicator

שאלה מס' 3 – קביעת רף מינימלי של תיקים לצורך פרסום או הצגת תשואה

נוסח ההוראה המוצעת קובע רף מינימלי של חמישה תיקי לקוח בכל אחת משלוש רמות הסיכון לפי פרק ב' וקבוצות סיכון לפי פרק ג'. משמעות הדבר היא כי בעל רישיון המבקש לפרסם או להציג נתון תשואה ברמת סיכון או קבוצה מסוימת יידרש להחזיק לפחות חמישה תיקי לקוחות העומדים בתנאי ההוראה, שעל בסיסם יבוצע חישוב. בעל רישיון שאינו עומד ברף המינימלי באחת מרמות הסיכון או קבוצות הלקוחות, לא יהיה רשאי לפרסם או להציג נתוני תשואה באותה רמה בלבד, אך יוכל לעשות כן ביחס לרמות הסיכון האחרות שבהן הוא עומד ברף הנדרש.

מטרת קביעת רף המינימום היא להגביר את מהימנות הנתונים המוצגים ולצמצם את הסיכון שמסקנות ייגזרו ממספר מצומצם של תיקים, אשר עלולים שלא לייצג את פעילותו המקצועית של בעל הרישיון באופן נאות.

סגל הרשות מבקש את התייחסות הציבור לשאלה האם רף של חמישה תיקים הוא רף ראוי, כמו כן, מבוקשת התייחסות לשאלה האם יש מקום לקבוע רף מינימלי כתנאי לפרסום או להצגת נתוני תשואה.

בנוסף, סגל הרשות מבקש את התייחסות הציבור לשאלה האם יש מקום לחייב בעל רישיון לגלות את מספר התיקים שעל בסיסם חושבו נתוני התשואה המוצגים. בפרט, מבוקשת התייחסות לשאלה האם יש לקבוע חובת גילוי ייעודית מקום שבו נתוני התשואה מבוססים על מספר תיקים נמוך יחסית, ואם כן – מהו מספר התיקים אשר מתחתיו תקום חובת גילוי כאמור.

שאלה מס' 4 – חישוב נתוני תשואה וסטיית תקן בעבור תיקי לקוחות הכוללים גם נכסים לא סחירים ואופן סיווגם לקבוצות השונות לצורך פרסום נתוני התשואה

במסגרת שירותיהם מספקים בעלי הרישיון לעיתים גם שירות בעבור נכסים שאינם סחירים. מתן שירות בעבור נכסים לא סחירים מציב אתגרים ביחס לחישוב סטיית התקן בתיקי הלקוחות בהם קיימים נכסים כאמור וכן ביחס לאופן ייצוג רמת הסיכון של נכסים אלו. בפרט, חישוב סטיית התקן בעבור תיקי השקעות הכוללים גם נכסים לא סחירים עשוי להיות מושפע מתדירות ואופן שיערוך הנכסים הלא סחירים, באופן שעשוי "להחליק" את תנודתיות התיק. יחד עם זאת, לראיית סגל הרשות, להכללת כלל הנכסים לגביהם נותן בעל הרישיון שירות ללקוח בחישוב נתוני התשואה קיימת חשיבות רבה. על כן טיוטת ההוראה מציעה להתמודד עם אתגר זה על ידי הוספת דרישה כי במקרה בו תיק לקוח כולל גם נכסים שאינם סחירים, חישוב סטיית התקן ותשואת תיק הלקוח תתבסס על מינימום של 12 תצפיות חודשיות של תשואת נכסי התיק. בנוסף מציעה טיוטת ההוראה לקבוע כי בעל הרישיון יוסיף גילוי ייעודי לעניין זה בדבר ההשפעה האפשרית של קיומם של נכסים לא סחירים בתיק על חישוב סטיית התקן ותשואת תיק הלקוח. סגל הרשות מבקש את התייחסות הציבור לשאלה האם הדרישה לפי סטיית התקן ותשואת הלקוח תחושב במתכונת המוצעת תואמת את המידע הקיים אצל בעלי רישיון ונותנת מענה מספק לאתגר המוצג. בנוסף, מבקש סגל הרשות את התייחסות הציבור להצעה שלפיה תיק לקוח הכולל נכסים לא סחירים, או מכשירים פיננסיים שנכסי הבסיס שלהם הם נכסים כאמור, יסווג לרמת הסיכון הגבוהה לצורכי פרסום התשואות. זאת נוכח החשיבות לשיקוף הסיכונים הנוספים הגלומים בהשקעה בנכסים לא סחירים והקושי לשקף את הסיכון הגלום בנכסים אלה באמצעות מדדי תנודתיות בלבד. בכלל זה, מבקש סגל הרשות לקבל התייחסות לשאלה האם הסיווג האמור משקף באופן ראוי את מאפייני הסיכון של תיקים הכוללים נכסים לא סחירים, והאם קיימים מבחנים או חלופות אחרות שעשויים לתת מענה מתאים יותר לסוגיה זו.

נספח א – נוסחת TWR

להלן נוסחת TWR (TIME WEIGHTED RATE of RETURN) חישוב תשואה נומינלית יומית נטו לתקופה - T :

$$Y = \left[\frac{V_T}{V_0 \times \left[\prod_{i=1}^T \left(1 + \frac{M_i}{V_{i-1}} \right) \right]} - 1 \right] \times 100$$

כאשר

Y – שיעור התשואה לתקופה T ;

V_T – ערך התיק בסוף תקופה, (בניכוי דמי ניהול) ;

V_i – ערך התיק בסוף יום i (בניכוי דמי ניהול) ;

V_0 – ערך התיק בתחילת תקופה, (בניכוי דמי ניהול) ;

M_i – סך כל הכספים שהופקדו בתיק הלקוח ביום עסקים i פחות סך כל הסכומים שנמשכו מתיק הלקוח בתחילת יום עסקים i ,

T – מספר הימים בתקופה.

נספח ב' – דוגמה למתודולוגיית סיווג תיקי הלקוחות לקבוצות הסיכון וחישוב נתוני התשואה, בעבור פרק ב' – פרסום פומבי

דוגמה לאופן חישוב נתוני תשואה – מנהל תיקי השקעות

שלב ראשון: מנהל תיקי ההשקעות ירכז את כלל התשואות שהשיג ללקוחותיו בפועל בכל התיקים המנוהלים לגביהם נתן שירות לאורך כל התקופה הנבחרת, ועומדים במגבלות הקבועות בטיטות הוראה.⁵ לצורך הדוגמה, נניח שלמנהל תיקי ההשקעות יש תשעה תיקים מנוהלים בלבד.

יצוין כי לצורכי פשטות הדוגמה, הדוגמה מציגה חישוב של סטיית התקן באמצעות חישוב המתבסס על תשואות חודשיות. עם זאת, יודגש כי אופן החישוב הנדרש על פי טיטות ההוראה הוא חישוב המתבסס על תשואות שבועיות.⁶

חודש	תיק 1	תיק 2	תיק 3	תיק 4	תיק 5	תיק 6	תיק 7	תיק 8	תיק 9
1	1.2%	0.4%	-0.2%	3.5%	3.2%	2.5%	8.5%	12.5%	2.0%
2	0.8%	0.2%	2.3%	-2.0%	-2.1%	-3.0%	-11.3%	6.2%	3.7%
3	1.5%	0.5%	1.8%	2.4%	4.0%	3.1%	10.2%	5.1%	9.0%
4	-0.6%	0.3%	1.2%	0.1%	-1.5%	-2.8%	5.0%	0.4%	-3.5%
5	2.1%	-0.1%	0.8%	2.4%	3.6%	2.9%	7.6%	4.3%	7.0%
6	0.5%	0.4%	-0.1%	-3.6%	-0.8%	-2.4%	-5.0%	5.7%	2.5%
7	-1.0%	0.3%	-1.4%	4.0%	2.9%	1.2%	6.9%	-2.1%	-3.3%
8	1.8%	0.2%	1.7%	1.2%	-2.4%	2.6%	-4.2%	-7.2%	1.6%
9	0.9%	0.5%	0.4%	4.1%	3.1%	1.7%	5.4%	3.6%	-0.8%
10	0.3%	0.1%	1.5%	-1.7%	-1.2%	-2.1%	-6.2%	-4.8%	4.0%
11	1.4%	0.2%	2.1%	2.6%	2.7%	2.4%	-4.8%	5.9%	-2.0%
12	0.7%	0.7%	-0.3%	-2.8%	-0.5%	0.0%	-6.7%	-3.5%	-5.0%

שלב שני: מנהל תיקי ההשקעות ימדוד את סטיית התקן השנתית של כל תיק:

חודש	תיק 1	תיק 2	תיק 3	תיק 4	תיק 5	תיק 6	תיק 7	תיק 8	תיק 9
1	1.2%	0.4%	-0.2%	3.5%	3.2%	2.5%	8.5%	12.5%	2.0%
2	0.8%	0.2%	2.3%	-2.0%	-2.1%	-3.0%	-11.3%	6.2%	3.7%
3	1.5%	0.5%	1.8%	2.4%	4.0%	3.1%	10.2%	5.1%	9.0%
4	-0.6%	0.3%	1.2%	0.1%	-1.5%	-2.8%	5.0%	0.4%	-3.5%
5	2.1%	-0.1%	0.8%	2.4%	3.6%	2.9%	7.6%	4.3%	7.0%
6	0.5%	0.4%	-0.1%	-3.6%	-0.8%	-2.4%	-5.0%	5.7%	2.5%
7	-1.0%	0.3%	-1.4%	4.0%	2.9%	1.2%	6.9%	-2.1%	-3.3%
8	1.8%	0.2%	1.7%	1.2%	-2.4%	2.6%	-4.2%	-7.2%	1.6%
9	0.9%	0.5%	0.4%	4.1%	3.1%	1.7%	5.4%	3.6%	-0.8%
10	0.3%	0.1%	1.5%	-1.7%	-1.2%	-2.1%	-6.2%	-4.8%	4.0%
11	1.4%	0.2%	2.1%	2.6%	2.7%	2.4%	-4.8%	5.9%	-2.0%
12	0.7%	0.7%	-0.3%	-2.8%	-0.5%	0.0%	-6.7%	-3.5%	-5.0%
סטיית תקן חודשית	1%	0%	0.0%	3%	3%	2%	7%	6%	4%
סטיית תקן שנתי	3.2%	0.7%	4.0%	9.6%	8.7%	8.4%	25.8%	19.7%	15.0%

⁵ תיקים שיכנסו לחישוב, יהיו תיקים המכילים לפחות שני נכסים.

⁶ בהתאם לטיטות ההוראה, במקרים בהם התיק כולל נכסים שאינם סחירים, חישוב סטיית התקן ותשואות התיק תבסס על לפחות 12 תצפיות חודשיות.

שלב שלישי: מנהל תיקי ההשקעות ישייך כל תיק לאחת משלוש רמות סיכון, בהתאם לסטיית התקן שהתקבלה:⁷

- רמת סיכון נמוכה (עד סטיית תקן של 5%).
- רמת סיכון בינונית (סטיית תקן בין 5% ל-10%).
- רמת סיכון גבוהה (סטיית תקן הגבוהה מ-10%).

לפי הדוגמה, נראה שלמנהל תיקי ההשקעות יש שלושה תיקים בכל רמת סיכון. תיקים 3-1 יסווגו כרמת סיכון נמוכה, תיקים 4-6 יסווגו כרמת סיכון בינונית ותיקים 7-9 יסווגו כרמת סיכון גבוהה.

שלב רביעי: לאחר שכל התיקים סווגו לשלוש הקבוצות, מנהל תיקי ההשקעות יאתר את התיק בעל התשואה החציונית השנתית שהושגה בכל קבוצה. בכל רמת סיכון, התיק בעל התשואה החציונית כאמור יוגדר כתיק המייצג וזהו למעשה התיק אשר נתוניו יפורסמו על ידי מנהל תיקי ההשקעות.

תיק 1	תיק 2	תיק 3	תיק 4	תיק 5	תיק 6	תיק 7	תיק 8	תיק 9
1.2%	0.4%	-0.2%	3.5%	3.2%	2.5%	8.5%	12.5%	2.0%
0.8%	0.2%	2.3%	-2.0%	-2.1%	-3.0%	-11.3%	6.2%	3.7%
1.5%	0.5%	1.8%	2.4%	4.0%	3.1%	10.2%	5.1%	9.0%
-0.6%	0.3%	1.2%	0.1%	-1.5%	-2.8%	5.0%	0.4%	-3.5%
2.1%	-0.1%	0.8%	2.4%	3.6%	2.9%	7.6%	4.3%	7.0%
0.5%	0.4%	-0.1%	-3.6%	-0.8%	-2.4%	-5.0%	5.7%	2.5%
-1.0%	0.3%	-1.4%	4.0%	2.9%	1.2%	6.9%	-2.1%	-3.3%
1.8%	0.2%	1.7%	1.2%	-2.4%	2.6%	-4.2%	-7.2%	1.6%
0.9%	0.5%	0.4%	4.1%	3.1%	1.7%	5.4%	3.6%	-0.8%
0.3%	0.1%	1.5%	-1.7%	-1.2%	-2.1%	-6.2%	-4.8%	4.0%
1.4%	0.2%	2.1%	2.6%	2.7%	2.4%	-4.8%	5.9%	-2.0%
0.7%	0.7%	-0.3%	-2.8%	-0.5%	0.0%	-6.7%	-3.5%	-5.0%
0.01	0.002	0.00	0.03	0.03	0.02	0.07	0.06	0.04
9.984%	3.761%	10.174%	10.232%	11.193%	5.930%	2.368%	27.269%	15.148%
0.032	0.007	0.04	0.096	0.087	0.084	0.258	0.197	0.150
סיכון גבוה	סיכון גבוה	סיכון גבוה	סיכון גבוה	סיכון גבוה	סיכון גבוה	סיכון גבוה	סיכון גבוה	סיכון גבוה
2	2.627	3.44	1.12	1.16	1.28	0.533	0.093	0.427
התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני

שלב חמישי: מנהל תיקי ההשקעות יוכל לפרסם באופן פומבי את נתוני התיק המייצג בכל רמת סיכון: תשואה ומדד סטיית התקן.⁸

תיק 1	תיק 4	תיק 9
9.984%	10.232%	15.148%
סיכון נמוך	סיכון בינוני	סיכון גבוה
0.427	1.28	2
התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני

⁷ בהתאם לטיוטת ההוראה, כאשר התיק כולל נכסים שאינם סחירים, התיק יסווג באופן אוטומטי לרמת הסיכון השלישית.

⁸ יודגש, כי בהתאם לטיוטת ההוראה בעל רישיון יכול לפרסם נתונים אודות רמת סיכון מסוימת, רק אם איתר לפחות חמישה תיקים, העומדים בתנאים הקבועים בטיטת ההוראה, בתקופה הנבחרת.

דוגמה לאופן חישוב נתוני תשואה – יועץ השקעות ומשווק השקעות

שלב ראשון: יועץ ההשקעות או משווק ההשקעות ירכז את כלל התשואות שהשיג ללקוחותיו בפועל בכל החשבונות שנתן לגביהם ייעוץ לאורך כל התקופה הנבחרת, ועומדים במגבלות הקבועות בטיטת הוראה.⁹ לצורך הדוגמה, נניח שליועץ ההשקעות או למשווק ההשקעות יש 15 לקוחות, מתוכם רק בתשעה תיקים הייתה הלימה מלאה בין הייעוץ שניתן על ידי היועץ או המשווק בתקופה הנבחרת, לבין הפעולות שבוצעו בפועל על ידי הלקוח. כפי שניתן לראות בדוגמה, בתיקים: 4,5,8,10,12 ו-15 לא הייתה הלימה מלאה. לכן, תיקים אלו לא יישמשו את יועץ ההשקעות לצורך חישוב התשואה שתפורסם.¹⁰

יצוין כי לצורכי פשטות, הדוגמה מציגה חישוב של סטיית התקן באמצעות חישוב המתבסס על תשואות חודשיות. עם זאת, יודגש כי אופן החישוב הנדרש על פי טיטת ההוראה הוא חישוב המתבסס על תשואות שבועיות.

חודש	תיק 1	תיק 2	תיק 3	תיק 4	תיק 5	תיק 6	תיק 7	תיק 8	תיק 9	תיק 10	תיק 11	תיק 12	תיק 13	תיק 14	תיק 15
1	1.2%	0.4%	-0.2%	1.2%	0.9%	3.5%	3.2%	2.5%	-1.8%	-1.2%	8.5%	12.5%	2.0%	8%	-5%
2	0.8%	0.2%	2.3%	0.8%	1.0%	-2.0%	-2.1%	-3.0%	0.5%	2.0%	-11.3%	6.2%	3.7%	-3%	10%
3	1.5%	0.5%	1.8%	0.0%	0.0%	2.4%	4.0%	3.1%	3.3%	1.0%	10.2%	5.1%	6.0%	5%	2%
4	-0.6%	0.3%	1.2%	1.1%	0.2%	0.1%	-1.5%	-2.8%	-0.8%	1.5%	5.0%	0.4%	-3.5%	-6%	-3%
5	2.1%	-0.1%	0.8%	0.9%	0.9%	2.4%	3.6%	2.9%	0.9%	2.2%	7.6%	4.3%	7.0%	7%	6%
6	0.5%	0.4%	-0.1%	-1.3%	1.0%	-3.6%	-0.8%	-2.4%	-2.0%	-1.8%	-5.0%	5.7%	2.5%	-2%	-4%
7	-1.0%	0.3%	-1.4%	1.0%	-0.8%	4.0%	2.9%	1.2%	1.5%	1.1%	6.9%	-2.1%	-3.3%	4%	3%
8	1.8%	0.2%	1.7%	0.7%	0.9%	1.2%	-2.4%	2.6%	0.9%	-2.2%	-4.2%	-7.2%	1.6%	-5%	-7%
9	0.9%	0.5%	0.4%	0.1%	0.8%	4.1%	3.1%	1.7%	2.7%	1.3%	5.4%	3.6%	-0.8%	6%	6%
10	0.3%	0.1%	1.5%	1.0%	0.7%	-1.7%	-1.2%	-2.1%	2.1%	1.7%	-6.2%	-4.8%	4.0%	-1%	-2%
11	1.4%	0.2%	2.1%	0.9%	2.1%	2.6%	2.7%	2.4%	1.4%	0.8%	-4.8%	5.9%	-2.0%	3%	5%
12	0.7%	0.7%	-0.3%	1.5%	1.0%	-2.8%	-0.5%	0.0%	-2.2%	1.9%	-8.7%	-3.5%	-3.0%	2%	-1%
האם מתקיימת הלימה מלאה	כן	כן	כן	לא	לא	כן	כן	לא	כן	לא	כן	לא	כן	כן	לא

שלב שני: יועץ ההשקעות או משווק ההשקעות ימדוד את סטיית התקן השנתית של כל תיק:

חודש	תיק 1	תיק 2	תיק 3	תיק 6	תיק 7	תיק 9	תיק 11	תיק 13	תיק 14
1	1.2%	0.4%	-0.2%	3.5%	3.2%	-1.8%	8.5%	2.0%	8%
2	0.8%	0.2%	2.3%	-2.0%	-2.1%	0.5%	-11.3%	3.7%	-3%
3	1.5%	0.5%	1.8%	2.4%	4.0%	3.3%	10.2%	6.0%	5%
4	-0.6%	0.3%	1.2%	0.1%	-1.5%	-0.8%	5.0%	-3.5%	-6%
5	2.1%	-0.1%	0.8%	2.4%	3.6%	2.2%	7.6%	7.0%	7%
6	0.5%	0.4%	-0.1%	-3.6%	-0.8%	-2.0%	-5.0%	2.5%	-2%
7	-1.0%	0.3%	-1.4%	4.0%	2.9%	1.5%	6.9%	-3.3%	4%
8	1.8%	0.2%	1.7%	1.2%	-2.4%	0.9%	-4.2%	1.6%	-5%
9	0.9%	0.5%	0.4%	4.1%	3.1%	2.7%	5.4%	-0.8%	6%
10	0.3%	0.1%	1.5%	-1.7%	-1.2%	2.1%	-6.2%	4.0%	-1%
11	1.4%	0.2%	2.1%	2.6%	2.7%	1.4%	-4.8%	-2.0%	3%
12	0.7%	0.7%	-0.3%	-2.8%	-0.5%	-2.2%	-6.7%	-3.0%	2%
סטיית תקן חודשית	1%	0%	0.0%	3%	3%	2%	7%	4%	5%
סטיית תקן שנתית	3.2%	0.7%	4.0%	9.6%	8.7%	6.6%	25.8%	12.7%	16.5%

שלב שלישי: יועץ ההשקעות או משווק ההשקעות יצטרך לשייך כל תיק לאחת משלוש רמות סיכון, בהתאם לסטיית התקן שהתקבלה:¹¹

⁹ תיקים שיכנסו לחישוב, יהיו תיקים המכילים לפחות שני נכסים.

¹⁰ בהתאם לטיטת ההוראה, במקרים בהם התיק כולל נכסים שאינם סחירים, חישוב סטיית התקן ותשואת התיק תתבסס על לפחות 12 תצפיות חודשיות.

¹¹ בהתאם לטיטת ההוראה, כאשר התיק כולל נכסים שאינם סחירים, התיק יסווג באופן אוטומטי לרמת הסיכון השלישית.

- רמת סיכון נמוכה (עד סטיית תקן של 5%).
- רמת סיכון בינונית (סטיית תקן בין 5% ל-10%).
- רמת סיכון גבוהה (סטיית תקן הגבוהה מ-10%)

לפי הדוגמה, נראה כי ליועץ ההשקעות או משווק ההשקעות יש שלושה תיקים בכל רמת סיכון. תיקים 1-3 יסווגו כרמת סיכון נמוכה, תיקים 4, 6, 7 ו-9 יסווגו כרמת סיכון בינונית ותיקים 11, 13 ו-14 יסווגו כרמת סיכון גבוהה.

שלב רביעי: לאחר שכל התיקים סווגו לשלוש הקבוצות, יאתר את התיק בעל התשואה החציונית השנתית שהושגה בכל קבוצה. בכל רמת סיכון, התיק בעל התשואה החציונית כאמור יוגדר כתיק המייצג וזהו למעשה התיק אשר נתוניו יפורסמו על ידי יועץ ההשקעות או משווק ההשקעות.

תיק 1	תיק 2	תיק 3	תיק 6	תיק 7	תיק 9	תיק 11	תיק 13	תיק 14
1.2%	0.4%	-0.2%	3.5%	3.2%	-1.8%	8.5%	2.0%	8%
0.8%	0.2%	2.3%	-2.0%	-2.1%	0.5%	-11.3%	3.7%	-3%
1.5%	0.5%	1.8%	2.4%	4.0%	3.3%	10.2%	6.0%	5%
-0.6%	0.3%	1.2%	0.1%	-1.5%	-0.8%	5.0%	-3.5%	-6%
2.1%	-0.1%	0.8%	2.4%	3.6%	2.2%	7.6%	7.0%	7%
0.5%	0.4%	-0.1%	-3.6%	-0.8%	-2.0%	-5.0%	2.5%	-2%
-1.0%	0.3%	-1.4%	4.0%	2.9%	1.5%	6.9%	-3.3%	4%
1.8%	0.2%	1.7%	1.2%	-2.4%	0.9%	-4.2%	1.6%	-5%
0.9%	0.5%	0.4%	4.1%	3.1%	2.7%	5.4%	-0.8%	6%
0.3%	0.1%	1.5%	-1.7%	-1.2%	2.1%	-6.2%	4.0%	-1%
1.4%	0.2%	2.1%	2.6%	2.7%	1.4%	-4.8%	-2.0%	3%
0.7%	0.7%	-0.3%	-2.8%	-0.5%	-2.2%	-6.7%	-3.0%	2%
1%	0%	0.0%	3%	3%	2%	7%	4%	5%
9.984%	3.761%	10.174%	10.232%	11.193%	7.869%	2.368%	14.336%	18.102%
3.2%	0.7%	4.0%	9.6%	8.7%	6.6%	25.8%	12.7%	16.5%
סיכון נמוך	סיכון נמוך	סיכון נמוך	סיכון בינוני	סיכון בינוני	סיכון בינוני	סיכון גבוה	סיכון גבוה	סיכון גבוה
התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני

שלב חמישי: יועץ ההשקעות או משווק ההשקעות יוכל לפרסם באופן פומבי את נתוני התיק המייצג בכל רמת סיכון: תשואה ומדד סטיית התקן.¹²

תיק 1	תיק 6	תיק 13
9.984%	10.232%	14.336%
סיכון נמוך	סיכון בינוני	סיכון גבוה
0.427	1.280	1.693
התיק החציוני	התיק החציוני	התיק החציוני

¹² יודגש, כי בהתאם לטיוטת ההוראה בעל רישיון יכול לפרסם נתונים אודות רמת סיכון מסוימת, רק אם איתר לפחות חמישה תיקים, העומדים בתנאים הקבועים בטיטת ההוראה, בתקופה הנבחרת.