רשות ניירות ערך
Israel Securities Authority
سلطة الأوراق المالية

05/08/2026

כ״ב אב תשפ״ו

טיוטת דוח הערכת השפעות האסדרה המוצעת (RIA) להצעה לפרסום הוראה לבעלי רישיון בדבר הצגת נתוני תשואות עבר למי שאינו בעל התיק ופרסום פומבי של תשואות עבר

חלק א׳ – החלטה על מידת הפירוט של הדוח (היקף ה-RIA)

טיוטת ההוראה המוצעת מבקשת לבצע שינויים עקרוניים ביחס לחובות החלות כיום על בעלי רישיון ייעוץ ושיווק השקעות וניהול תיקי השקעות (להלן: ״**נותני שירות**״), בבואם להציג בפני לקוחות, קיימים ופוטנציאליים, ביצועי עבר של תיקי לקוחות. שינויים אלו באים לידי ביטוי בקביעת כללים חדשים הנוגעים לאופן שבו נותן שירות יכול להציג תשואות עבר של תיקי לקוחות, שניהל או ייעץ לגביהם, במסגרת שיח אישי ובמתן האפשרות לראשונה לנותני השירות לפרסם באופן פומבי ביצועי עבר. בבסיס השינויים המוצעים עומדת התפיסה לפיה אין עוד לראות בהצגה של ביצועי עבר כמידע המייצג, או הנחזה לייצג, את השירות האישי אותו יקבל הלקוח, אלא כמידע המשקף את איכויותיו ומקצועיותו של נותן השירות. בשל היות שינויים אלו עקרוניים ומהותיים, מוצע לבטל את ״הוראה לבעלי רישיון בדבר הצגת תשואות תיקים מנוהלים למי שאינו בעל התיק המנוהל ופרסומן״ (להלן: ״**ההוראה הקיימת**״)[1] ולהסדיר את המוצע בהוראה חדשה.

פרסום תשואות עבר מהווה אמצעי חיוני לשיקוף יכולותיו המקצועיות של נותן השירות, ועל כן הוא רצוי ככלי לקידום שקיפות, הוגנות ותחרות לטובת הצרכן. אחת מהמטרות של טיוטת הוראה זו היא לאפשר לציבור הרחב לבחור את נותן השירות שלו בצורה מושכלת ומבוססת נתונים, תוך חשיפה למידע שקוף, בר-השוואה ושאינו מטעה. מעבר לערך הצרכני הישיר, הנגשת נתונים אלו בצורה מוסדרת עשויה להרחיב את מעגל הלקוחות המסתייעים בשירותים פיננסיים הכפופים לפיקוח.

יודגש כי ההוראה המוצעת אינה מטילה חובות באופן גורף, אולם כל נותן שירות שיבחר להציג נתוני תשואות עבר בין אם במסגרת שיח אישי, ובין אם במסגרת פרסום פומבי, יהיה כפוף באופן מחייב לחובות ולמגבלות הקבועות בה. לצד זאת, נוכח מורכבות התחום, הסיכונים האינהרנטיים הכרוכים בו וההשפעות הפוטנציאליות הישירות על הצרכן, טיוטת הדוח כוללת ניתוח מעמיק של המצב המשפטי, האתגרים בשוק והחלופות שנבחנו. בהתאם, מציגה טיוטת הדוח סקירה משווה מקיפה, הבוחנת את התנהלותם של רגולטורים פיננסיים מקבילים בארץ ובעולם, וזאת במטרה להבטיח איזון ראוי בין הקלה רגולטורית לשמירה על יציבות והגנת הצרכן.

חלק ב׳ – רקע, ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית

א. רקע

[1] קישור להוראה

הצגה ופרסום של תשואות עבר של נותני שירות טומנים בחובם מספר יתרונות ותועלות לציבור המשקיעים, אך לצידם קיימות מורכבויות וסיכונים מבניים. מורכבות זו מדגישה את הצורך באסדרה רגולטורית מאוזנת שתסייע להדגיש את היתרונות הקיימים במודל, לצד צמצום הסיכונים הכרוכים בו. מצד אחד, ביצועי העבר עשויים להעיד על יכולותיו המקצועיות של בעל הרישיון ולהוות שיקול מרכזי עבור לקוחות קיימים ופוטנציאליים בגיבוש החלטתם ובבחירת נותן השירות. אף שאין בנתונים אלו כדי להבטיח תשואות עתידיות, היבט אשר לעיתים אינו ברור דיו לכלל האוכלוסייה, התשואות שהושגו בעבר נתפסות כרכיב חשוב ומדיד להערכת רמת מקצועיותו של נותן השירות. לפיכך, הצגה ופרסום של נתונים אלו משמשים הן ככלי שיווקי עבור נותן השירות והן ככלי השוואתי עבור הלקוחות.

מצד שני, הצגה ופרסום של תשואות עבר שהשיג נותן שירות עבור לקוחותיו עלולים לייצר סיכון להטעיה והטיה של הצרכן. קושי זה נובע מכך שאין מדובר במוצר אחיד אלא בשירות אישי המותאם לצורכי כל לקוח, וכן נוכח השונות הקיימת בין נותני השירות השונים ביחס לאופן בו הם מגדירים רכיבים כגון רמות סיכון ומדיניות השקעה. בהיעדר הסדרה ברורה ואחידה של רכיבים כאמור, הצגה ופרסום של נתונים אלו עלולים להוביל להצגת מידע סלקטיבי או מוטה, אשר אינו משקף באופן מלא את טיב השירות שניתן.

כתוצאה מכך, עלולה להיפגע יכולתו של הלקוח להשוות בין נותני שירות שונים ולהעריך נכונה את רמת מקצועיותם ומידת התאמת השירות שלהם לצרכי הלקוח ומאפייניו. הדבר בא לידי ביטוי, למשל, במקרים בהם מוצגת ללקוח תשואה גבוהה בתיק שרמת הסיכון שלו אינה תואמת את צרכיו, או בעת הצגת נתונים המתייחסים לתקופות זמן סלקטיביות המדגישות רווחים בלבד. כמו כן, שימוש בשיטות חישוב שונות במסגרת הצגה ופרסום של התשואות עלול למנוע יכולת השוואה ממשית, ובכך להקשות על בחירה מושכלת בין נותני השירות השונים.

הסדרת התחום של הצגה ופרסום תשואות עבר של נותני שירות מבוססת כיום על הבחנה בין מסגרת השיח האישי לבין מרחב הפרסום הפומבי. חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: "**חוק הייעוץ**") מתמקד במסרים ובמידע המועברים מנותני שירות במסגרת ההתקשרות הישירה שבינם לבין הלקוח. בעוד שהחוק כולל הוראות ספציפיות הנוגעות לפרסום השירות,[2] הוא אינו כולל, נכון להיום, התייחסות מפורשת לפרסום פומבי של נותני השירות או גורמים מטעמם.

באשר להצגת תשואות עבר במסגרת שיח אישי עם לקוח קיים או פוטנציאלי, בשנת 2011 קבעה רשות ניירות ערך (להלן: "**הרשות**") את ההוראה הקיימת שהגדירה את התנאים המאפשרים למנהלי תיקים בלבד, להציג תשואות עבר שהשיגו ללקוחותיהם. מטרת ההוראה הקיימת הייתה להבטיח שהציבור ייחשף למידע הוגן, ברור ולא מטעה אודות ביצועיו של מנהל התיקים. בתוך כך, ההוראה הקיימת קבעה כי האפשרות להצגה של נתונים אלו תוגבל לשיח אישי בלבד, ואסרה על הצגה ופרסום של תשואות עבר באופן פומבי.

[2] סעיף 20א לחוק הייעוץ אוסר פרסום של גופים מוסדיים בידי יועץ השקעות וסעיף 20ב לחוק עוסק בהגבלת השימוש במילה ייעוץ בידי משווק השקעות בין היתר, בפרסום מטעמו. סעיף 3א לחוק הייעוץ אוסר על מי שאינו בעל רישיון לפנות לאחר בהצעה למתן שירותים, לרבות באמצעות פרסום.

על פי תנאי ההוראה הקיימת, מנהל תיקים רשאי לבצע הצגה ופרסום של תשואות עבר בכתב או בעל פה, ובלבד שהדבר נעשה במהלך פגישה פנים אל פנים עם הלקוח ובהתייחס לרמת הסיכון המותאמת לו. במעמד זה קיימת חובה לספק הסבר מפורט על היבטי הסיכון הרלוונטיים, ברמה שהותאמה ללקוח ועל ההשלכות האפשריות במקרה של התממשותם. כמו כן, נדרש מנהל התיקים להציג ללקוח את התשואה הגבוהה ביותר והנמוכה ביותר שהושגה בדרגת הסיכון הרלוונטית וכן לציין את מספר התיקים הנכלל בכל דרגת סיכון כאמור. לצד הצגת נתונים אלו, ההוראה הקיימת 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.

ביסוד ההוראה הקיימת עמדה ההכרה כי ניהול תיקי השקעות הוא שירות אישי ומותאם, אשר אינו ניתן להשוואה על בסיס סטנדרטים אחידים, ולפיכך תשואות עבר אינן משקפות בהכרח את איכות השירות שיינתן ללקוח. חשש זה עמד בבסיס ההגבלות שהוטלו על הצגת הנתונים, ובפרט האיסור על פרסומם באופן פומבי. עם זאת, סגל הרשות עמד על כך כי בפועל, במסגרת אינטראקציה עם לקוחות פוטנציאליים, שאלת תשואות העבר עולה לעיתים קרובות ומהווה רכיב משמעותי בשיח בין הצדדים. בהקשר זה, הוכרה החשיבות שבמתן מענה לשאלה זו באופן מבוקר, אשר מאפשר למנהל התיקים להציג לא רק את התשואה, אלא גם את מכלול הסיכונים והמאפיינים הנלווים לה. בהתאם לכך, ההוראה הקיימת אימצה גישה מאוזנת, שלפיה הצגת תשואות עבר לא נאסרה כשלעצמה, אלא הותרה בתנאים מצמצמים שנועדו להבטיח כי המידע יוצג בהקשר מלא, ועל מנת שלא יטעה את הלקוח.

כאמור, ההוראה הקיימת התייחסה לאופן פרסום תשואות בידי מנהל תיקים בלבד, ולכן נכון להיום הדין אינו מסדיר כלל את יכולתם של יועצי השקעות ומשווקי השקעות לפרסם את תשואות התיקים המיועצים על ידם.

ב. ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית

<u>הצגת נתוני תשואה במסגרת שיח אישי</u>

שירותים הניתנים על ידי נותני שירות לפי חוק הייעוץ הם מטבעם שירותים המותאמים אישית למטרות מגוונות, החל מהשאת תשואה ללקוח, דרך שמירה על ערך כספו ועד פיזור סיכונים. בתוך מארג זה, תשואות העבר שהשיג נותן השירות מהוות רכיב מרכזי ומדיד העשוי לשקף את איכות הביצועים ואת מקצועיותו של נותן השירות. לנתונים אלו מטרה כפולה: אמצעי שיווקי ופרסומי עבור נותן השירות, וכלי השוואתי המאפשר ללקוחות קיימים ופוטנציאליים לבחון את מיומנותו של נותן השירות, וכן לקבל מושג על התשואות בענף.

על רקע זה נקבעה ההוראה הקיימת, אשר ביקשה לאזן בין תכליות אלו באמצעות קביעת תנאים והגבלות על אופן ההצגה. אולם, בחינת אופן יישומה של מסגרת זו בפועל מעלה כי קיימים בה אתגרים מהותיים, הן במישור היישומי והן במישור התאמתה לאופיו האישי של השירות.

הסימן הבולט ביותר לבעייתיות ההוראה הקיימת הוא היעדר השימוש בה בפועל. למיטב ידיעת סגל הרשות, מיעוט מנהלי תיקים עושים שימוש בהוראה זו כיום. מצב זה מעיד כי הדרישות הקבועות בהוראה הקיימת והתשומות הנדרשות ליישומה עולות על התועלת אותה סבורים

שיפיקו מנהלי התיקים מהצגת תשואות העבר. תוצאתו המעשית של כשל זה היא שהלקוח נותר, הן ללא קבלת תמונה מלאה על אודות הסיכונים הגלומים בשירות ניהול התיקים והקשר שלהם לתשואות אותן השיג מנהל התיקים, והן ללא יכולת השוואה בין מנהלי תיקים שונים, כך שהוא נאלץ לקבל החלטות על בסיס פרמטרים שאינם מעידים בהכרח על איכות השירות, כגון מיתוג או היקף דמי הניהול. פירושו של דבר כי הוראה שאינה מיושמת בפועל אינה ממלאת את תכליתה הרגולטורית ואינה משרתת את האינטרס הציבורי שלשמו נקבעה.

בפרט, נוסח ההוראה הקיימת והמגבלות הקבועות בה מייצרים מספר חסמים ההופכים את השימוש בה למוגבל, לרבות בהתייחס להיבטים הבאים:

אחד מהכשלים המבניים בהוראה הקיימת טמון בחובת הצגת תשואות הקצה הקבועה בהוראה, לפיה על מנהל התיקים להציג את תשואת התיק בעל התשואה הגבוהה ביותר ואת תשואת התיק בעל התשואה הנמוכה ביותר שהושגו בדרגת הסיכון הנבחרת, לצד ממוצע פשוט בלבד. תשואות הקצה מושפעות לעיתים קרובות מאילוצים ספציפיים של לקוחות בודדים, כגון הנחיות הלקוח, שיקולי מס, או חשיפה לניירות ערך ספציפיים, וכן מאירועים נקודתיים שאינם מייצגים את אסטרטגיית ההשקעות הכוללת. חשיפת נתוני הקצה, ובפרט נתון התשואה הנמוכה ביותר, יוצרת עיוות או "רעש סטטיסטי" המרתיע מנהלים מהצגת נתונים מספריים כלל, ובכך מביאה לתוצאה ההפוכה מהמבוקשת.

יתרה מזו, ההוראה הקיימת אינה מבחינה בין לקוח שעבר הליך להכרת מאפייניו וצרכיו, לבין לקוח שטרם עבר הליך כאמור. ההוראה מתירה הצגת תשואות "במסגרת מפגש פנים אל פנים" תוך הנחה משתמעת כי כלל ההצגות יעשו ללקוחות שעברו הליך כאמור, אולם בפועל פגישות פנים אל פנים עשויות להתקיים גם עם לקוחות פוטנציאליים. עבור לקוחות אלו, לבעל הרישיון אין עדיין בסיס להתאמה אישית של המידע המוצג, ולכן הצגת תשואות ללא הבחנה זו עלולה להיות מטעה. בנוסף, ההוראה הקיימת מגבילה את ההצגה לדרגת הסיכון המתאימה ללקוח ואינה מאפשרת הצגת תיקים בדרגות סיכון אחרות, אף אם הלקוח עצמו מעוניין בכך ומבקש לקבל מידע נוסף. מגבלה זו עשויה לפגוע באיכות השירות הניתן ללקוח. בנוסף על כך, בחלוף השנים, הקביעה לפיה הצגת התשואות עשויה להתבצע רק במסגרת "מפגש פנים אל פנים" שמתקיים באופן פיזי, השתנתה. זאת, בשים לב לכך שהתקשורת בין נותני שירות לבין לקוחות מתקיימת כיום, בין היתר, באמצעות שיחות טלפון, התכתבויות פרטניות ובאמצעי תקשורת דיגיטליים, כפי שבא לידי ביטוי בשו"ת שפרסם סגל הרשות.[3] לכן, קיים צורך להתאים את ההוראה הקיימת, גם בהיבט זה, ולקבוע הוראות ביחס לשיח אישי פרטני בין נותן השירות ללקוח, ללא קשר לאופן בו הוא מתבצע. לצד זאת, ההוראה הקיימת מאפשרת הצגה של תשואות עבר על ידי מנהלי תיקים בלבד, ואינה מרחיבה אפשרות זו ליועצים ומשווקים. הבחנה זו נשענת על ההנחה כי אצל מנהלי תיקים קיימת תאימות מלאה בין החלטותיו המקצועיות של מנהל התיקים לביצועי התיק בפועל, בעוד שבקרב יועצים ומשווקים תאימות זו עשויה להיות נמוכה יותר באופן משמעותי. יחד עם זאת, תחולה מצומצמת זו מהווה חסם נוסף בהנגשת שירותים אלו לציבור הרחב, ולמעשה מדירה נותני שירות אלו ממרחב השיווק התחרותי, מבלי שהדבר מוצדק

[3] לפי שו"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.

בהכרח משיקולי הגנה על המשקיע וניתן לצמצם את החשש האמור באמצעות חובות גילוי במסגרת השיח האישי.

קושי נוסף נובע מהניסיון להחיל על שירות ניהול תיקים אישי סטנדרטים שנועדו למוצרים פיננסיים אחידים. בעוד שבמוצרים פיננסיים התשואה זהה לכל המחזיקים, בניהול תיקים ובייעוץ השקעות הרכב הנכסים נגזר מהעדפות הייחודיות של כל לקוח. בשל כך, השאיפה לייצר סטנדרטיזציה מלאה בין התשואות המוצגות ללקוח הפוטנציאלי עשויה דווקא להרחיק את הנתונים המוצגים מהשירות האישי שיסופק ללקוח בפועל, גם כאשר מנהל התיקים כבר מכיר את הלקוח, מאפייניו וצרכיו. ככל שכללי ההצגה יהיו נוקשים יותר ויחתרו לאחידות מלאה, כך יצטמצם מרחב ההתאמה של המידע לצרכיו הייחודיים של כל לקוח, בניגוד לרוח תיקון הוראת בירור הצרכים ולתכלית ההגנה על המשקיע.

בשל כך, עם חלוף השנים הגיע סגל הרשות לכלל עמדה כי ההוראה מתקשה לעמוד במבחן היישום בפועל ואינה ממצה במלואה את התכלית שלשמה נקבעה. בבסיס עמדה זו עומדת התפיסה לפיה אין עוד לראות בהצגה של ביצועי עבר כמידע המייצג, או הנחזה לייצג, את השירות האישי אותו יקבל הלקוח, אלא כמידע המשקף את איכויותיו ומקצועיותו של נותן השירות. תפיסה זו מצביעה על כך שהמסגרת הנורמטיבית הקיימת, שנקבעה על בסיס הנחות יסוד מסוימות, אינה מותאמת במלואה לגישה זו, ומכאן שקיימים בה היבטים שעשויים להצריך בחינה מחודשת וכן התאמה או עדכון.

<u>פרסום פומבי של נתוני תשואה</u>

אתגר משמעותי נוסף שזוהה ביחס להסדרה הקיימת, הוא היעדר היכולת של נותני שירות לפרסם תשואה באופן פומבי. מצב זה מגביל את יכולתם של נותני השירות לשווק את עצמם ביעילות, ומונע מהציבור הרחב גישה למידע השוואתי בסיסי בבואו לבחור נותן שירות.

על אף חשיבותו של פרסום התשואה כמדד ליכולת מקצועית, מימוש תכליתה ככלי השוואתי אפקטיבי ומהימן עבור הצרכן מותנה בקיומן של הגדרות ברורות ומגבלות דיווח אחידות. ללא מסגרת רגולטורית המגדירה כיצד יש למדוד ולהציג את הנתונים, בפרסום תשואות טמון פוטנציאל להטעיית הצרכן. נותני שירות עלולים להציג נתונים נבחרים של תקופות שיא חיובי בלבד, או להתעלם מרמת הסיכון שננקטה לשם השגת התשואה שפורסמה.

עם זאת, על פניו ההוראה הקיימת אינה מאפשרת להגשים את התכלית החיובית שבפרסום התשואה על ידי נותני שירות. קביעת איסור גורף ביחס לכל פרסום פומבי של נותני שירות, מובילה לפגיעה ביכולת השיווק שלהם וביכולת ההשוואה של הציבור בבואו להיעזר בנותן שירות. בין היתר, פגיעה זו, מעלה את החשש לכך שהציבור, המבקש לקבל מידע לצורך קבלת החלטות השקעה, יפנה לקבלת שירותים מגורמים אחרים, לרבות גורמים שאינם מפוקחים.

כמו כן, מאז פרסום ההוראה הקיימת חלו התפתחויות משמעותיות בשוק ההון, בטעמי הלקוחות ובאופן צריכת השירותים הפיננסיים, וכן באמצעי ההפצה הדיגיטליים ובציפיות הציבור לשקיפות ולהשוואתיות. בהקשר זה, שירותים כדוגמת ניהול תיקים, אשר בעבר ניתנו בעיקר ללקוחות בעלי הון רב ובמסגרת אינטראקציה בין-אישית, מוצעים כיום גם ללקוחות בעלי הון נמוך יותר ובהיקף נרחב יותר, לרבות באמצעים דיגיטליים, שינוי אשר מגביר את הצורך במידע נגיש ובר השוואה.

בהקשר זה יצוין כי כיום חלות חובות על מערכי הייעוץ הבנקאיים, מכוח הוראת ניהול בנקאי תקין 460 "הצגת נתוני פיקדון בפיקדון ניירות ערך",[4] וכן על בעלי רישיון לניהול תיקים מתוקף חוק הייעוץ, הקובעות חובות דיווח תקופתיות ללקוח בדבר ביצועי תיקיו. עם זאת, אסדרה זו אינה נותנת מענה לאתגרים שהוצגו לעיל, בפרט להיבטים השיווקיים הכרוכים בהצגת נתוני תשואה באופן פומבי.

ניתן להעריך כי היעדר היכולת לפרסם ביצועים מהווה חסם רגולטורי התורם למגמת הצמצום במספר בעלי הרישיון לאורך השנים, ולכל הפחות מקשה על מאמציהם של בעלי הרישיון להתחרות על הלקוחות הפוטנציאליים, אם בינם לבין עצמם ואם אל מול מתווכים פיננסיים אחרים. בעוד שבסוף שנת 2021 עמד מספר היחידים בעלי הרישיון על 3,148, הרי שעד לסוף שנת 2024 הצטמצם מספרם ל-2,848 בלבד. המרת האיסור הגורף במנגנון המאפשר פרסום תשואות תחת כללים מוגדרים, עשויה לשמש תמריץ חיוני להרחבת מעגל נותני השירות ומקבלי שירות מפוקח ומקצועי ואף לשפר את מקצועיות נותני השירות והתמחותם. מהלך כזה לא רק שיכול לעודד כניסת מתווכים חדשים בעלי רישיון לענף, אלא עשוי להגביר גם את נגישות הציבור הרחב לשירותים אלו.[5]

בשל כך, התגבשה בקרב סגל הרשות ברשות הדעה כי מלבד האפשרות להצגת תשואות העבר בשיח פנים אל פנים, קיימת חשיבות לאפשר לנותני השירות לפרסם את ביצועיהם גם באמצעות פרסום פומבי הפונה לקהל הרחב. פרסום כזה ישמש את נותני השירות ככלי שיווקי, ולצד זאת ישמש את ציבור הלקוחות הפוטנציאליים ככלי השוואתי ראשוני, שיאפשר להם השוואה קלה ונוחה בין נותני שירות שונים.

ג. סקירת דין משווה

לשם קידום הליך ההסדרה, בוצעה סקירה בינלאומית של הדין החל ביחס לפרסום והצגת תשואה בקרב בעלי רישיון בתחומי שיפוט שונים. להלן עיקרי הדברים שעלו מן הסקירה הבינלאומית, והמסקנות הנובעות ממנה. הסקירה המלאה מצורפת כנספח לנייר זה. לצד זו, מוצג הדין החל על סוכני ביטוח פנסיוני ועל הגופים המוסדיים, ביחס להצגת תשואה.

ניתוח הדין הבינלאומי בארה"ב, באיחוד האירופי ובבריטניה מעלה כי המסגרת הרגולטורית בתחומי שיפוט אלו, מאמצת גישה המאפשרת ליועצי השקעות ולמנהלי תיקים להציג נתונים בדבר תשואות העבר שלהם כחלק מפעילות שיווק ההשקעות. בבסיס עמדה זו עומדת התפיסה כי הצגת ביצועי עבר היא כלי לגיטימי להעברת מידע. עקרון היסוד המנחה הוא שכל מידע המועבר ללקוחות חייב להיות הוגן, ברור ובלתי מטעה. בארצות הברית, התבצע בשנים האחרונות מעבר למודל גמיש מבוסס עקרונות שהחליף איסורים קשיחים שהיו נהוגים בעבר, מתוך הבנה כי מידע על תשואות עבר עשוי להועיל למשקיעים בתהליך קבלת ההחלטות, וזאת כל עוד נשמרות החובות הבסיסיות של נותן השירות.

הצגת תשואות בתחומי השיפוט השונים כפופה לדרישות המבטיחות את מניעת הטעיית המשקיע. דרישה זו כוללת איסור על השמטת עובדות מהותיות, וכן דרישה לפיה על בעל הרישיון להציג את היתרונות והסיכונים במשקל שווה, כך שלא תיווצר תמונה מוטה לציבור המשקיעים. כדי להבטיח

[4] קישור

[5] הנתונים מבוססים על דוחות הרשות לשנים 2021-2024. ניתן לראות את מגמת הירידה בהיקף בעלי הרישיון לאורך השנים כאשר בסוף שנת 2022 היו 2984 בעלי רישיון ובסוף שנת 2023 היו 2932 בעלי רישיון.

את מהימנות הנתונים, נקבעו כללים ברורים באשר לאופן הצגת התשואות. בבריטניה ובאיחוד האירופי, הצגת תשואות עבר נדרשת לכסות תקופה של חמש השנים האחרונות (או את כל תקופת ההשקעה אם היא קצרה מכך), והנתונים חייבים להיות מוצגים על פני תקופות שלמות של 12 חודשים. נוסף על כך, חלה חובה לכלול אזהרה בולטת בפרסום המבהירה כי תשואות העבר אינן מהוות אינדיקטור אמין לתוצאות עתידיות.

באשר לאחריות המקצועית, בארצות הברית על היועץ מוטלת האחריות לבסס כל הצהרה עובדתית מהותית באופן שיאפשר הוכחה עתידית של הנתונים לבקשת הרשות המפקחת. במקביל לכך, באיחוד האירופי נדרש כי הנתונים המוצגים ביחס לתשואה, לא יהיו החלק הדומיננטי בפרסום. דגשים אלו נועדו על מנת לוודא כי המידע על תשואות העבר מוגש ללקוח בצורה מאוזנת ושקופה, המאפשרת לו להבין את המורכבות הכרוכה בנתונים המוצגים.

באשר לפרסום באמצעות תיקי מודל תיאורטיים, מהסקירה הבינלאומית עולה שהשימוש בכלים אלו מעניק למשקיע כלים להבנת סגנון ההשקעה של המנהל ותפקוד האסטרטגיה בתרחישי שוק מגוונים, ללא השפעות חיצוניות כגון תזרימי מזומנים מקריים של לקוח ספציפי. עם זאת, הסקירה מצביעה על סיכונים מובנים, ובראשם בחירה סלקטיבית (Cherry-picking), פרקטיקה פסולה של הצגת מודלים מוצלחים בלבד מתוך מאגר רחב. נוסף על כך, קיים חשש כי היעדר סיכון אמיתי בניהול המודל יוביל לסטייה מהאופן שבו היו מנוהלים כספי לקוחות בפועל בתנאי שוק אמיתיים.

הרגולציה הבינלאומית מקפידה לסווג תיקי מודל תחת קטגוריות המדגישות כי מדובר בביצועים רעיוניים שלא הושגו בפועל בחשבונות לקוחות. בארה״ב (תחת כללי ה-SEC), תיקי מודל נכללים בהגדרה הרחבה של ״ביצועים היפותטיים״. על מנת לפרסם תיקים אלו, על יועצי ההשקעות לגבש ולאמץ מדיניות ונהלים במטרה להבטיח כי הביצועים ההיפותטיים רלוונטיים למצב הפיננסי הסביר וליעדי ההשקעה הסבירים של קהל היעד אליו מכוונים הפרסומים. לצד זאת, באיחוד האירופי ובאנגליה הסיווג המקובל הוא ״ביצועי עבר סימולטיביים״ (Simulated Past Performance). בהתאם לכך, הרגולטור האירופי מתנה את הצגתם על ידי גופים מפוקחים, בכך שהסימולציה תתבסס על נתוני אמת של מכשירים פיננסיים או מדדי ייחוס הדומים מהותית לנכסי הבסיס המרכיבים את המודל. כמו כן, הרגולטור האירופי, לא מפריד לעניין זה בין פרסום פומבי, לבין שיווק המתבצע במסגרת מפגש פנים אל פנים מול הלקוח.

לצד זאת, חובת הגילוי בתחומי השיפוט השונים מחייבת שקיפות מלאה בנוגע להשפעת העמלות על התשואה הסופית. בארה״ב, חל איסור על הצגת נתוני ברוטו ללא הצגת נתוני נטו לצידם באופן שווה, תוך שימוש במתודולוגיה המאפשרת השוואה ישירה בין שני הנתונים. בדומה לכך, באנגליה ובאיחוד האירופי נדרש גילוי מפורש על העמלות בכל פעם שמוצגים נתונים בערכי ברוטו.

יצוין כי ההבחנה בין פרסום פומבי לבין הצגת נתונים במסגרת שיח אישי מתקיימת בחלק מתחומי השיפוט ובחלק לא. כך, באיחוד האירופי חלים כללים זהים ביחס למסירת מידע אודות ביצועי עבר, ללא הבחנה בין מסירת מידע ללקוח במסגרת שיח אישי לבין פרסום הפונה לציבור הרחב. מנגד, בארצות הברית ההסדרה הקיימת אינה חלה ככלל על מסירת מידע ללקוח יחיד, למעט במקרים מסוימים של הצגת תיקי מודל.

לסיכום, למרות המורכבות הכרוכה בכך, האסדרה במדינות הנסקרות לא אוסרת הצגת תשואות עבר באופן פומבי, אלא מסדירה ומאפשרת את השימוש בהן ככלי אינפורמטיבי חיוני. הגישה

הרגולטורית המאפיינת את המדינות השונות, היא להתיר את הפרסומים וההצגה של הנתונים בכפוף לשמירה על עקרונות של הגינות ואיסור הטעיה. כך, עוברת האחריות מהטלת איסורים גורפים ליצירת מסגרת של שקיפות, המאפשרת ליועץ להציג את כישוריו תוך הבטחת מצג עובדתי מהימן עבור הלקוח.

לצד זאת, רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון (להלן: "**רשות שוק ההון**") קבעה כללים שמסדירים את אופן פרסום התשואה של גופים מוסדיים וסוכני ביטוח פנסיוני, במסגרת חוזר גופים מוסדיים 2009-9-25.[6] ראשית החוזר קובע איסור גורף על הטעיה, לפיו גופים מוסדיים וסוכני ביטוח פנסיוני מנועים מלפרסם מידע שיש בו תיאור מטעה או כזה המוצג באופן שעלול להטעות. בנוסף, חובה זו מחייבת את הגופים לתקף את מהימנות הנתונים בטרם פרסומם, ככל שאלו התקבלו מצדדים שלישיים. שנית, החוזר כולל הנחיות מפורטות לעניין אופן פרסום התשואה שחלות על גופים מוסדיים. לעניין זה נקבע כי על הגוף המוסדי חלה החובה לפרסם תשואה נומינאלית ברוטו ממוצעת עבור תקופת הפרסום שנבחרה. בנוסף, הפרסום צריך לכלול מדד סיכון, כגון מדד שארפ, או מדד אלפא, או לחילופין להציג סטיית תקן של מסלול ההשקעה לתקופה של חמש שנים. כמו כן, בכל פרסום על הגוף המוסדי לציין באופן בולט וברור כי התשואה הינה לפני ניכוי דמי ניהול, וכי אין במידע על תשואות עבר כדי להצביע על תשואות שתושגנה בעתיד.

<u>חלק ג' – בחינת חלופות</u>

במסגרת בחינת החלופות להתמודדות עם הבעיות שתוארו לעיל, נבחנה ראשית הסוגייה האם יש להחיל סטנדרטים זהים הן על הצגת תשואה במסגרת שיח אישי, והן על פרסום פומבי רחב. בחינת הסוגייה מעלה כי קיימים מאפיינים שונים מהותית בין שני סוגי פרסומים אלו, המצדיקים הבחנה רגולטורית, המבוססת על רמת הסיכון השונה להטעיה בכל אחד מהם.

השוני המרכזי נעוץ בנסיבות הצגת המידע: בעוד שהצגת תשואות עבר במסגרת שיח אישי מתבצעת בנוכחות ישירה של נותן השירות, המלווה את הנתונים בהסברים, מענה לשאלות והתאמה לנסיבות הספציפיות של הלקוח, הרי שבפרסום פומבי המידע עומד בפני עצמו ללא תיווך ומיועד לקבוצה רחבה של לקוחות פוטנציאליים בעלי מאפיינים וצרכים שונים. הנוכחות של איש המקצוע בשיח האישי מפחיתה במידה ניכרת את החשש להטעיה או לפערים בהבנה מצד הלקוח, שכן ניתן להבהיר בזמן אמת מונחים מורכבים ולספק את ההקשר הנדרש. על אף שהפרסום הפומבי נתון לביקורת חיצונית שמפחיתה את הפוטנציאל להטעיה מצד הלקוחות, עדיין נתוני התשואה המוצגים בפרסומים אלו, חשופים לפרשנות עצמאית של הצרכן.

לצד זאת, קיים גם שוני ביחס למטרת הצגת המידע בשני המצבים. המטרה העיקרית של הצגת תשואות עבר במסגרת שיח אישי היא לאפשר לנותן השירות לספק, ללקוח פוטנציאלי או קיים, מידע נוסף באופן התואם את מאפייניו, שיאפשר לו לקבל החלטה מושכלת בדבר התאמת השירות המוצע עבורו. בשונה מכך, המטרה של פרסום תשואה באופן פומבי היא בעיקרה שיווקית, המספקת לנותן השירות כלי להצגת יכולותיו המקצועיות ולגיוס לקוחות פוטנציאליים.

[6] קישור לכללים

לאור הבדלים מהותיים אלו במאפייני ההצגה, בקהל היעד ובפוטנציאל ההטעיה, מוצע להפריד בין שני סוגי השירותים ולקבוע עבורם מערכת חובות נפרדת ומותאמת, שתבטיח הגנה על הלקוח מבלי להטיל מגבלות שאינן רלוונטיות על נותן השירות. כך, יקבעו שתי מערכות כללים נפרדות עבור הצגת תשואות ועבור פרסום פומבי, שיותאמו למאפייני כל מסגרת ולשלב הקשר עם הלקוח.

עבור שתי מערכות הכללים האמורות, סגל הרשות בחן מספר חלופות המבקשות לאזן בין שני אינטרסים מרכזיים. מן הצד האחד, הגשמת התכלית הכללית שבפרסום והצגת התשואות ועידוד צמיחת פעילותם של נותני השירות תוך הסרת חסמים, ובכך להעניק לצרכנים השונים כלי השוואה אפקטיבי, לשם קבלת החלטה מושכלת בבחירת נותן השירות. מן הצד השני, שמירת ההגנה על ציבור המשקיעים וצמצום החשש מהטעיית לקוחות. המטרה של כל אחת ממערכות הכללים שיקבעו היא לסייע להבטיח כי המידע המוצג יהיה מהימן, הוגן, ברור ובר השוואה, ובכך להעניק למשקיעים את התשתית הראויה והביטחון הנדרש להסתמכות על נתונים אלו כבסיס לקבלת החלטות מושכלות בבואם לבחור נותן שירות התואם את צרכיהם ומאפייניהם.

בהתאם לכך נקבעו מספר עקרונות יסוד מרכזיים שחשוב שיתקיימו בחלופה הנבחרת הן לעניין פרסום פומבי של תשואות והן לעניין הצגת נתוני תשואה במסגרת שיח אישי:

1. **פרסום התשואה ככלי שיווקי לא מחייב** - המטרה העיקרית של פרסום או הצגת התשואה היא לספק לנותני השירות כלי שיווקי להחצין את מקצועיותם והישגיהם. בהתאם, פרסום נתוני תשואות העבר לא יהיה צעד מחייב בעבור נותני השירות, אלא כלי שיווקי בו יוכלו לעשות שימוש בהתאם לרצונם ובכפוף למגבלות.
2. **גילוי הסיכון הגלום בהשקעה** - לצד פרסום או הצגת נתוני התשואה, נכון שיוצגו ללקוח גם היבטים של הסיכון הגלום בהשקעה, כגון רמת התנודתיות שלה. פרסום או הצגה של נתוני התשואה ללא הצגת הסיכון הגלום בהשגתה עלולים להביא להטעיה ולפגיעה ביכולות ההשוואתיות בין נותני השירות השונים.
3. **מידע מספק להשוואה** – אחת ממטרות הפרסום וההצגה של נתוני התשואה, היא להעניק למשקיעים כלי להשוואת ביצועים בין נותני השירות השונים. יחד עם זאת, יש להכיר בכך שלא יהיה ניתן להגיע להשוואתיות מוחלטת בין שני נותני שירות שונים. לכן, הדגש יושם על תיווך מידע ונתונים מספקים שיאפשרו השוואתיות מסוימת אל מול השוק ואל מול בעלי רישיון מתחרים.
4. **פשטות חישוב והצגה** – על מנת שנותני השירות יבחרו לעשות שימוש בכלי ההצגה והפרסום של תשואות העבר, יש לוודא כי אופן חישוב התשואות ודרכי הצגתן יהיו פשוטים ונוחים ככל הניתן עבור הצרכן.
5. **איסור הטעיה וחובת הצגה הוגנת** – אופן חישוב והצגת תשואות העבר נדרש לצמצם את הסיכון להטעיית המשקיעים, הקיימים והפוטנציאליים, בכך שיסייע לנותן השירות לגלות למשקיע, בצורה הוגנת וברורה, את כלל המידע המהותי הנדרש לו לשם הבנת מגבלות ההצגה.
6. **התאמת הצגת נתוני התשואה, ככל האפשר, למאפייני הלקוח** – היות שהשירות שניתן על ידי נותני שירות הוא מטבעו שירות אישי שמותאם לצרכים ולמאפיינים הייחודיים של כל לקוח, על אופן הצגת נתוני התשואה לשקף התאמה זו ככל הניתן. בשל כך, על החלופה הנבחרת לשקף איזון שלפיו ככל שמעמיקה ההיכרות וההבנה של נותן השירות ביחס

לצרכיו ומאפייניו של הלקוח, כך יתאפשר לו להציג נתוני תשואה המותאמים יותר למאפייני הלקוח.

<u>חלק 1: פרסום פומבי</u>

כחלק מגיבוש הפתרון לאתגרים המתוארים בפרק ב' לעיל, ובפרט לעניין האיסור החל כיום על פרסום פומבי של נתוני תשואות עבר, נבחנו מספר חלופות לעניין זה:

<u>חלופת האפס – השארת המצב הקיים</u>

במסגרת התווית הפתרון לבעיה הנדונה, נבחנה האפשרות להשאיר את המצב הקיים כפי שהוא, קרי, איסור על כל פרסום ביצועי עבר באופן פומבי על ידי נותני שירות, ללא התערבות נוספת מטעם סגל הרשות. להותרת המצב המשפטי על כנו קיימים מספר יתרונות. ראשית, המצב הקיים מאפשר לשמר את ההגנה על הצרכן. האיסור על פרסום תשואות מונע מנותני שירותים להפעיל שיווק אגרסיבי שעלול להניע משקיעים לא מיומנים לבחור בנותן שירות על בסיס הצגת נתונים מוטים או הצגת הצלחות קצרות טווח בלבד, תוך התעלמות מרמת הסיכון שננקטה או מהתאמת האסטרטגיה לצרכיהם ארוכי הטווח. יתרה מכך, היעדר פרסום וולונטרי מגן על השוק מפני מניפולציות סטטיסטיות, המאפשרות להציג מצגים חלקיים או מטעים. לבסוף, המצב הנוכחי מבטיח כי ליבת פעילותו של בעל הרישיון תישאר ממוקדת בתהליך הייעוץ והתכנון עבור הלקוח שכולל התאמה אישית לצרכיו ופיזור סיכונים. קיים חשש שמתן אפשרות לפרסום תשואה לנותני השירות יהפוך את השירות הניתן לשירות המכוון להשאת תשואה בלבד.

מנגד, להותרת המצב הקיים על כנו קיימים מספר חסרונות משמעותיים. ראשית, כפי שתואר לעיל קביעת איסור על פרסום תשואות פוגעת ביכולת של הלקוחות הקיימים ושל הלקוחות הפוטנציאליים, להשוות בין נותני שירות בקלות כדי לקבל החלטה מושכלת לגבי הגורם ממנו יבחרו לקבל שירות. בהתאם לרגולציה הקיימת, ללקוח הקיים אין כמעט דרך אובייקטיבית לדעת מהי איכות השירות שניתנה לו על ידי נותן השירות שבו הוא נעזר, בהשוואה לנותני שירות אחרים. במקביל, לקוחות פוטנציאליים נעדרים יכולת להשוות בין נותני השירות עוד בטרם קבלת שירות מהם. כמו כן, נותני השירות עצמם לא יכולים לשווק את יכולותיהם המקצועיות ובכך נפגעת יכולתם לגייס לקוחות חדשים. בנוסף, המצב הקיים כיום אינו תואם לסטנדרטים הבינלאומיים המקובלים, שמאפשרים לנותני שירות לפרסם תשואה תחת מגבלות. יתרה מכך, האיסור הגורף על פרסום פומבי של תשואות יוצר פער בין מציאות שוק מבוססת מידע ותחרות לבין מסגרת נורמטיבית מצמצמת. פער זה מעלה את החשש לכך שהציבור, המבקש לקבל מידע לצורך קבלת החלטות השקעה, יפנה לקבלת שירותים מגורמים אחרים, לרבות גורמים שאינם מפוקחים.

על אף האתגרים והחששות בגינם נאסר עד היום כל פרסום פומבי של ביצועי העבר של נותני השירות, כמתואר לעיל, הירידה במספר נותני השירות בעלי רישיון והמגבלות הקבועות כיום ברגולציה לעניין פרסום תשואות, לצד העובדה כי פרסום פומבי של מידע פיננסי, ומידע בדבר ביצועים בשוק ההון בפרט, הופך לנורמה מקובלת ונפוצה,[7] מביאים לכך שהשארת המצב הקיים

[7] לעניין פרסום של גורמים מקבילים בשוק ההון, קיימים כללים של רשות שוק ההון ביחס לפרסום תשואה על ידי גופים מוסדיים וסוכנים פנסיונים. במקביל קיימים פרסומים של גורמים שאינם מפוקחים, ברשתות החברתיות וברשת האינטרנט.

פוגעת ביכולת ההתפתחות של שוק התיווך הפיננסי אותו מעוניין סגל הרשות לקדם. בשל כך, התערבות רגולטורית מתאימה נדרשת על מנת ליצור איזון ראוי בין היכולת של נותני שירות לפרסם את התשואות שהשיגו לבין שמירת האינטרסים של ציבור המשקיעים ולכן מומלץ שלא לאמץ חלופה זו.

חלופה ראשונה: קביעת עקרון איסור הטעיה

במסגרת חלופה זו מוצע כי לא יקבעו כללים מפורטים בדבר אופן הצגת תשואה של נותני שירות, אלא ייקבע עיקרון לפיו הצגת תשואה בפרסום תתאפשר תחת איסור כללי על הטעיה בפרסום. בהמשך, עיצוב העקרונות המנחים לפרסום התשואה ומגבלות הפרסום ייקבעו לאורך תקופה בשילוב שבין הצרכים העולים מן השוק, לבין פעולות אכיפה של הרשות במקרים יותר חריגים ומובהקים של הטעיה.

כיום, עקרון איסור הטעיה מעוגן ברגולציה החלה על מנהלי קרנות, ולפיו חל איסור גורף על פרסום פרט מטעה ביחס לקרן על ידי מנהלה.[8] לצד איסור זה, נקבע מנגנון בקרה פנימי, המחייב את מנהל הקרן לקבל את אישור הנאמן לכל פרסום ולתוכנו.

לחלופה המוצעת קיימים מספר יתרונות. ראשית, חלופה זו מעניקה לנותני השירות גמישות מרבית בעיצוב אופן הצגת התשואות, תוך הישענות על היכרותם את השוק והקפדה על אמת בפרסום. כמו כן, גמישות זו מאפשרת התאמה מדויקת של התוכן לפלטפורמות פרסום מגוונות ומשתנות, ונותנת מענה אפקטיבי להתפתחויות טכנולוגיות עתידיות מבלי להזדקק לעדכונים רגולטוריים תכופים. לצד זאת, חלופה זו תואמת את התשתית הרגולטורית הקיימת בתחומי השיפוט השונים, הנשענת על עקרון איסור ההטעיה, לצד הטלת חובות נוספות הנוגעות לאופן פרסום הצגת המידע.

עם זאת, לצד היתרונות הגלומים בגמישות שקיימת בחלופה זו, קיימים מספר קשיים מרכזיים הכרוכים באימוצה. ראשית, החלופה לא מייצרת אחידות בין אופן הפרסום של נותני השירות השונים. היות שכל נותן שירות יכול לבחור את המתודולוגיה לפיה הוא מחשב את התשואות שהשיג ואת האופן שבו הוא מפרסם את התשואה, קיים קושי ממשי ביכולת ההשוואה של המשקיעים בין נותני השירות. בדרך זו אחת מהמטרות המרכזיות שסימן סגל הרשות לא מתממשת.

כמו כן, היעדר קריטריונים ברורים עלול ליצור חוסר ודאות משפטי ועסקי בקרב נותני השירות המפרסמים. באופן הזה עשויים להיווצר שני מצבים לא רצויים חלופיים: ראשית, נותני שירות עלולים להימנע מפרסום לחלוטין, בדומה למצב הקיים כיום שאוסר על פרסום פומבי, בשל חשש לאכיפה עקב חוסר הבנה של אילו פרסומים עשויים להיחשב כמטעים. שנית, המודל המוצע עלול לתמרץ "מרוץ לתחתית" מבחינת איכות והוגנות הפרסום, שבו בעלי רישיון ינצלו את עמימות ההנחיות כדי להציג תשואות באופן מניפולטיבי. נוסף על כך, על אף קיומו של עקרון איסור ההטעיה בדין הקיים, המודל המיושם בקרנות הנאמנות אינו הולם את פעילותם של נותני השירות. הקושי טמון בכך שבמודל הקרנות, העיקרון שלוב ובלתי נפרד מחובת הפיקוח של הנאמן, פונקציה שאינה קיימת במערכת היחסים שבין נותני השירות ללקוחותיהם.

[8] סעיף 73 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994.

יתרה מכך, היעדר אמות מידה אחידות עלול להקשות על יכולת האכיפה והפיקוח של סגל הרשות, ועלול להוביל להשתרשות נורמות פסולות בשוק. בדרך זו, התכליות העומדות בבסיס פרסום התשואות לא מתממשות. לצד זאת, יש להכיר בכך שגם בתחומי שיפוט הנשענים על עקרון איסור ההטעיה, עיקרון זה אינו עומד לבדו, אלא משולב במערך של חובות מהותיות נוספות שנועדו להבטיח הצגה מאוזנת, מלאה והוגנת של המידע. כך למשל, באיחוד האירופי נקבעו כללים ביחס לאופן הצגת הפרסום, וכן לתקופה אליה רשאים נותני השירות להתייחס במסגרת ההצגה.

בשל כך, נראה שהיתרון הגלום בגמישות שחלופה זו מספקת מתבטל אל מול הפגיעה הפוטנציאלית בזכויות המשקיעים, ולכן מומלץ שלא לאמץ חלופה זו.

<u>חלופה שנייה: מתן היתר לפרסום של תיקי מודל תיאורטיים</u>

על פי חלופה זו, נותן שירות יוכל לפרסם, בחלוקה לרמות סיכון, תשואות של תיק או תיקים אחדים, שאינם תיקים של לקוחותיו, אלא תיקי מודל, אותם הוא ינהל באופן תיאורטי. תיקי המודל התיאורטיים יהיו תיקים המנוהלים בפועל על ידי נותן השירות, כלומר באופן המשקף מציאות של פעולות בפועל, אולם ללא השקעה של כסף אמיתי וללא התנהלות מול לקוחות אמיתיים. כתנאי לפרסום זה, יצטרך בעל הרישיון לקבוע מראש מהם תיקי המודל שלו, תיק אחד בלבד בכל רמת סיכון, ומהי מדיניות ההשקעות שלהם. ברישומיו הפנימיים של בעל הרישיון יתועדו בזמן אמת החלטות ההשקעה לגבי התיק, הכוללות את העסקאות ומועד ביצוען. לאחר מכן, יפרסם בעל הרישיון את התשואה התיאורטית שהשיג התיק או התיקים.

השימוש בתיקי מודל תיאורטיים כמדד להצגת ביצועים צפוי להעניק מענה רחב לכלל נותני השירות. בניגוד למודלים המסתמכים על תיקי לקוחות בפועל, חלופה זו אינה תלויה ביכולות המעקב של הלקוח אחר המלצת ההשקעה ובכך היא מאפשרת גם ליועצי השקעות ומשווקי השקעות, ולא רק למנהלי תיקים, להציג את מומחיותם באופן שווה והוגן. יתרה מכך, המודל מייצר ניתוק בין איכות הניהול המקצועית לבין "רעשי רקע" חיצוניים כגון העדפות צרכנים או מידת ההיצמדות של הלקוח להמלצות הייעוץ. אלו עלולים להטות את התשואות המוצגות ולעוות את המצג של היכולות המקצועיות של נותן השירות. כמו כן, בתחומי שיפוט שונים, ניתן להציג תשואות של תיקי מודל, בכפוף למגבלות מסוימות. לכן, חלופה זו מתכתבת עם הדין הנהוג, כפי שעולה מפרק הסקירה הבינלאומית. לבסוף, אימוץ גישה תיאורטית עשוי לנטרל ניגודי עניינים מובנים, שכן היא מסירה את החשש כי החלטות ההשקעה שיתקבלו בפועל בתיקי הלקוחות יושפעו מהרצון לייצר תשואה גבוהה לצורכי פרסום ושיווק, ובכך מסייעת להבטיח כי טובת הלקוח וניהול הסיכונים יישארו בראש סדרי העדיפויות של נותן השירות.

לצד יתרונותיו, המודל המבוסס על תיקים תיאורטיים מעורר מספר אתגרים וחששות. בראש ובראשונה, קיים ניתוק מובנה בין התשואה המוצגת לבין ביצועי האמת שהושגו עבור הלקוחות. פער זה עלול להקשות על המשקיע הסביר להבין את מהות "תיק המודל" ולייצר ציפיות לא ריאליות בקרב ציבור המשקיעים ופוגם ביכולת המשקיע לעמוד על טיבו ומקצועיותו של נותן השירות, אותו רציונל העומד בבסיס הרצון לאפשר הצגת תשואות עבר בפרסום פומבי. יתרה מכך, המודל מייצר קרקע פורייה למניפולציות של "הנדסה לאחור", שבהן החלטות השקעה מתקבלות במטרה למקסם את נתוני המודל באופן רטרואקטיבי או מלאכותי, במקום לשקף ניהול השקעות אותנטי. מעבר

לכך, האימוץ של חלופה זו מעלה חשש ל-Moral Hazard (סיכון מוסרי): נותני שירות עלולים להטות את ניהול התיק לכיוון רמת סיכון מקסימלית, עבור כל רמת סיכון, רק כדי להציג תשואות גבוהות ככל האפשר. סיכון זה אף מתגבר היות שנותני השירות לא צריכים לשאת בהשלכות של הפסדים ממשיים בתיקי המודל התיאורטיים, ולפיכך אין להם תמריץ שלא למקסם את רמת הסיכון. לבסוף, הטמעת המודל מחייבת תשומות תפעוליות ניכרות, הכוללות התחברות למערכות בקרה ייעודיות, יישום נהלים קפדניים להבטחת מהימנות הדיווח והתיעוד ותקופת היערכות לאיסוף הנתונים. בשל כל האמור, במכלול היתרונות והחסרונות מומלץ שלא לקדם חלופה זו.

חלופה שלישית: מתן היתר להצגת תשואות עבר של תיקי ביצועים בפועל, בחלוקה לרמות סיכון

בשונה מהחלופה השנייה שהתמקדה בפרסום תיקי מודל תיאורטיים, על פי חלופה זו, נותן השירות יוכל לפרסם את התשואות שהשיג בעבור לקוחותיו בפועל. הצגת נתוני אמת נועדה לאפשר ללקוח להבין את הביצועים הממשיים של נותן השירות, כפי שהתממשו בשטח וללא הנחות תיאורטיות. לפי החלופה, נותן שירות יוכל לפרסם את תשואות העבר בדרך הבאה:

- בשלב הראשון: נותני השירות ירכזו את כלל התשואות שהשיגו ללקוחותיהם בפועל, בתקופה הנבחרת שתוצג על ידי נותן השירות.
- בשלב השני: נותני השירות ימדדו את סטיית התקן השנתית של כל תיק לקוח.
- בשלב השלישי: נותני השירות יצטרכו לשייך כל תיק לאחת משלוש רמות סיכון, בהתאם לסטיית התקן שהתקבלה, זאת בדומה למתודולוגיה החלה על סיווג קרנות UCITS באירופה. הסיווג של כל תיק יתבצע לפי הקבוצות הבאות:
  - רמת סיכון נמוכה: כוללת תיקים שסטיית התקן שלהם נמוכה מ-5%.
  - רמת סיכון בינונית (כוללת את רמת הסיכון הממוצעת): כוללת תיקים שסטיית התקן שלהם היא בין 5% ל-10% (רמה 4 במדד ה-UCITS).
  - רמת סיכון גבוהה: כוללת תיקים שסטיית התקן שלהם גבוהה מ-10%.
- בשלב הרביעי: לאחר שכל התיקים סווגו לשלוש הקבוצות, נותן השירות יחשב את התשואה החציונית השנתית הממוצעת שהושגה בכל קבוצה. בכל רמת סיכון, התיק בעל התשואה החציונית כאמור יוגדר כתיק המייצג וזהו למעשה התיק אשר נתוניו יפורסמו על ידי נותן השירות.
- בשלב החמישי: נותן השירות יוכל לפרסם באופן פומבי את נתוני התיק המייצג בכל רמת סיכון, שיכללו: תשואה ומדד סטיית התקן.

מדד סטיית התקן נועד על מנת לייצר מדד פשוט ונוח להבנה ללקוח, באופן שייצג בצורה ברורה לכל משקיע פוטנציאלי את מידת הסיכון של התיק אותו מפרסם נותן השירות. סטיית התקן של כל תיק שיוצג ללקוח תושווה אל סטיית התקן של "רמת הסיכון הממוצעת",[9] שתתן ללקוח אמת מידה להבנת רמת הסיכון בתיק - האם התיק מסוכן פחות מרמת הסיכון הממוצעת, דומה לרמת הסיכון הממוצעת או מסוכן יותר ממנה. החלוקה של רמות הסיכון תעשה בהתאם למדידה הבאה:

i. מדד סטיית התקן נמוך מ-0.667 – רמת סיכון נמוכה ביחס לרמת הסיכון הממוצעת.

[9] סטיית התקן של רמת הסיכון הממוצעת עומדת על 7.5%.

ii. מדד סטיית התקן בין 0.667-1.333 – רמת סיכון דומה לרמת הסיכון הממוצעת.

iii. מדד סטיית תקן גדול מ-1.333 – רמת סיכון גבוהה ביחס לרמת הסיכון הממוצעת.

בהקשר זה, מוצע להקנות גמישות לנותני השירות באופן הצגת מדד סטיית התקן במסגרת הפרסום הפומבי. בתוך כך, יתאפשר לנותני השירות להציג את המדד באמצעות סרגל חזותי, מדרג, נתון מספרי בולט או בכל דרך אחרת, ובלבד שההצגה תהיה ברורה, מובנת ואפקטיבית עבור הלקוח ותכלול את הנתון המספרי עצמו.

לאור האמור, 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, השוואה ובחירה מושכלת, והן לחסרונות ולאתגרים הכרוכים בחישוב ופרסום נתון זה.

יתרונה המרכזי של חלופה זו טמון ביכולתה לשקף את תשואות האמת שהשיג נותן השירות עבור לקוחותיו בפועל, תוך התייחסות להעדפות הצרכנים וליכולת ההשפעה הממשית שלו על פעילות התיק. בנוסף, חלופה זו פשוטה להבנה עבור ציבור המשקיעים, שכן התוצאות המוצגות מבוססות על נתונים שהושגו בפועל בתיקי לקוחות. עבור נותני השירות, החלופה מציעה יישום פשוט ומידי שאינו דורש תקופת איסוף נתונים מוקדמת או התממשקות למערכות טכנולוגיות חדשות וייעודיות, וללא צורך בהנחות מורכבות לצורך חישוב התשואה. מעבר לכך, המתודולוגיה מצמצמת משמעותית את הסיכון למניפולציות או לביצוע שינויים רטרואקטיביים בנתונים, ובכך מבטיחה רמת אמינות גבוהה לאורך זמן. בניגוד לחלופה הראשונה לפיה יש לקבוע עקרון איסור הטעיה בלבד בפרסום הנתונים, החלופה המוצעת מגבירה את האחידות ויכולת ההשוואה בין נותני השירות השונים, ומצמצמת את החשש מחישוב התשואה באופן מוטעה ומהצגתה בצורה מניפולטיבית ומטעה.

יש להוסיף כי החלופה המוצעת, בדומה לשתי החלופות הקודמות, מבוססת על מודל וולונטרי שאינו מחייב את נותני השירות לפרסם את תשואותיהם בפועל. בדרך זו, החלופה מספקת מסגרת כללים ברורים למי שבוחר בדרך פרסום זו, אך נמנעת מיצירת עומס רגולטורי כפוי ומאפשרת לכל גוף להתנהל בהתאם למדיניות הפרסום והמשאבים העומדים לרשותו.

עם זאת, חשוב להכיר בכך שהסתמכות על ביצועי עבר של תיקי לקוחות טומנת בחובה מספר אתגרים מהותיים, אשר מעלים סימני שאלה באשר ליכולתם לשקף באופן נאמן הן את ביצועי נותן השירות בפועל והן את איכות השירות שניתן. ראשית, התשואה הסופית מושפעת ממשתנים חיצוניים שאינם בשליטת נותן השירות, כך שהיא משקפת את התנהגות הלקוחות וצרכיהם האישיים (למשל מועדי משיכה או הפקדה וכן פעילות עצמאית של הלקוח בחשבונו שאינם בהכרח תואמים את המלצות נותן השירות) ולא רק את איכויות נותן השירות. אתגר זה מתחדד בעיקר ביחס לפעילות של יועצי השקעות ומשווקי השקעות, כפי שיפורט מטה.

התאמה לשירות ייעוץ השקעות ושיווק השקעות

קיים אתגר מובנה משמעותי ביחס להתאמת חלופה זו לשירותי ייעוץ השקעות ושיווק השקעות, מאחר שבחשבונות מיועצים אין בהכרח מתאם מלא בין המלצות היועץ לבין הפעולות שהלקוח בוחר לבצע בפועל. בנסיבות מסוימות ייתכן כי ביצועי העבר אותם יציג יועץ השקעות היו משתנים באופן מהותי לו המלצותיו היו מיושמות באופן מלא על ידי לקוחותיו.

בשל כך, מוצע לקבוע כי יועצי השקעות ומשווקי השקעות יוכלו להתבסס בפרסומם רק על תיקים שבהם הייתה הלימה מלאה בין המלצותיהם, לבין ההשקעות שביצעו בפועל לקוחותיהם. קביעה זו מעניקה מענה ממוקד לאתגר ההתאמה לשירותי ייעוץ השקעות ושיווק השקעות. לצד זאת, הקביעה מצמצמת את הפער בין שלב הייעוץ לשלב הביצוע, היות שהיא מאפשרת ליועץ ולמשווק להציג מקרי בוחן שבהם אסטרטגיית ההשקעה שלהם התממשה כפי שתוכננה, ללא הטיות הנובעות מהחלטות עצמאיות של הלקוח.

בהקשר זה יצוין כי לאור העובדה שקביעת הדרישה להלימה מלאה בין המלצות יועץ ההשקעות לביצוע בפועל, עתידה לצמצם את היקף תיקי הלקוח שייכנסו לתחולת החישוב וכן נושאת עמה מורכבות תפעולית מסוימת, בחן הסגל האם נכון לקבוע רפים אחרים (לדוגמה, הלימה של 50% / 80% וכו'). רפים אלו נועדו מחד גיסא, לצמצם חששות אלו, ומאידך גיסא, לשקף בצורה נאותה את איכותו המקצועית של נותן השירות. עם זאת, סגל הרשות סבור שקביעת רפים אחרים עלולה גם להגביר את המורכבות התפעולית ואת השונות שבין נותני השירות השונים, וגם לפגוע בשיקוף טיב ורמת השירות של נותני השירות. על כן, על אף שקביעת ההלימה המלאה עשויה להיות מורכבת מבחינה תפעולית ועלולה לצמצם את היקף תיקי הלקוחות שייכנסו לחישוב, בדרך זו התשואה המוצגת משקפת באופן מובהק יותר את איכות המחשבה והתכנון של היועץ או המשווק, ומסייעת לציבור המשקיעים להעריך את איכות השירות על בסיס ההמלצות שהתממשו בפועל.

בשל כל האמור, בבחינת מכלול השיקולים, נראה כי היתרונות הגלומים בחלופה זו עולים על החסרונות וכי ניתן לתת מענה מספק לחששות שהתעוררו במסגרת בחינתה, שכן היא מאפשרת להגשים את התכליות שבבסיס פרסום פומבי של תשואות נותן השירות, לצד שמירה על האינטרסים של ציבור המשקיעים. <u>לפיכך, מומלץ לאמץ חלופה זו.</u>

סוגיות נוספות שנבחנו לעניין פרסום נתוני התשואה בהתאם לחלופה השלישית

<u>מספר רמות הסיכון הרצוי</u>

צמצום סיווג התיקים לשלוש רמות סיכון בלבד (נמוכה, בינונית וגבוהה) נועד לייעל את תהליכי החישוב עבור נותני השירות, ובמקביל לפשט את המידע עבור ציבור המשקיעים ולאפשר להשוות בין נותני שירותים. סגל הרשות בחן האם נכון להגדיר שלוש רמות סיכון בלבד, או שמא לאמץ מדרג של שבע רמות סיכון, בדומה למשל למתודולוגיה החלה על סיווג קרנות UCITS. מחד גיסא, אימוץ מנעד רמות סיכון רחב, בדומה לזה שהוחל על קרנות UCITS יאפשר דיוק בסיווג רמות הסיכון ויעניק למשקיעים קשת רחבה של אפשרויות בחירה, המותאמות למגוון ההעדפות שלהם. מאידך גיסא, היות שמדובר בפרסום המופנה לציבור הרחב, הוספה של מידע רב עלולה לסרבל את הפרסום ולפגוע בתכליתו. יתרה מכך, מרבית המשקיעים אינם בעלי הכלים לסווג את עצמם בוודאות בתוך

מדרג של שבע רמות, כאשר הם נחשפים אליו במסגרת פרסום פומבי. לאור זאת, מוצע להסתפק בקביעה של שלוש רמות סיכון בלבד.

<u>חישוב סטיית התקן של נכסים לא סחירים</u>

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. 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 של 12 תצפיות חודשיות לפחות של תשואת נכסי התיק לצורך חישוב סטיית התקן ונתוני התשואה בתיקי הלקוחות, וכן על ידי הוספת דיסקליימרים מותאמים להשפעה האפשרית של קיומם של נכסים לא סחירים בתיק על חישוב סטיית התקן.

בנוסף לכך, נוכח היעדר הסחירות המאפיין נכסים אלה, קיים קושי ממשי להעריך את רמת הסיכון הגלום בהם באמצעות מדדי תנודתיות מקובלים בלבד. זאת, שכן היעדר מסחר שוטף ותמחור שוק רציף עלול להביא לכך שרמת הסיכון בפועל לא תבוא לידי ביטוי מלא בנתוני סטיית התקן, ובכך ייווצר מצג חסר של הסיכון לציבור. על מנת שלא ישוקף לציבור כי נכסים אלה מצויים ברמת סיכון נמוכה רק בשל מאפייני אי הסחירות שלהם, מוצע לקבוע כי תיק לקוח הכולל ניירות ערך ונכסים לא סחירים, או ניירות ערך או נכסים פיננסיים שנכסי הבסיס שלהם הם ניירות ערך או נכסים כאמור, יסווג אוטומטית לרמת הסיכון הגבוהה.

לאור האמור, סגל הרשות מבקש את התייחסות הציבור לשאלה האם המתודולוגיה שנקבעה ביחס לחישוב סטיית התקן של נכסים לא סחרים תואמת את המידע הקיים אצל בעל הרישיון, ונותנת מענה לאתגרים העולים ממתן שירות בנכסים אלו?

<u>קביעת מספר שנים מינימלי עבור הצגת נתוני התשואה</u>

סגל הרשות בחן את השאלה מהי התקופה הראויה שעל בסיסה יורשו נותני שירות להציג נתוני תשואה. האם לקבוע תקופה מינימלית של חמש שנים האחרונות, בדומה לכללים הנהוגים באיחוד האירופי ובבריטניה, או להתיר הצגה על פני תקופה קצרה יותר. מחד גיסא, קביעה של תקופה בת חמש שנים מייצרת בסיס השוואתי אחיד בין כלל נותני השירות, מצמצמת את ההשפעה של תנודתיות קצרת טווח ושל תקופות חריגות, ותורמת ליצירת בסיס נתונים מהימן, מבוסס ומייצג יותר של ביצועי נותן השירות לאורך זמן. מאידך גיסא, דרישה קשיחה כאמור עלולה להכביד על נותני שירות חדשים או על נותני שירות שטרם צברו חמש שנות פעילות, ולמנוע מהם בפועל להציג את ביצועיהם ולהתחרות על לקוחות, אף אם קיימים בידם נתונים רלוונטיים מתקופה קצרה יותר. לאחר בחינת מכלול השיקולים, מוצע לקבוע כי ככלל נותן שירות שיבחר להציג ביצועי עבר יידרש להציגם ביחס לתקופה של חמש השנים לפחות. לצד זאת, ככל שמדובר בנותן שירות חדש או בנותן

שירות שאינו בעל היסטוריית פעילות של חמש שנים, יותר לו להציג נתונים ביחס לכל תקופת פעילותו, אף אם היא קצרה מחמש שנים, ובלבד שמדובר בתקופה של שנה אחת לפחות. מודל זה עולה בקנה אחד עם הכללים שנקבעו באיחוד האירופי ובבריטניה, ומאזן בין הצורך ביצירת תקופה אחידה דיה לשם השוואה מהימנה בין נותני השירות, לבין הצורך שלא לשלול מגופים חדשים כלי שיווקי חשוב. בהקשר זה, קביעת רף מינימלי של שנה נועדה להבטיח כי גם במקרים אלה יוצג בסיס נתונים מינימלי שיש בו מידה מספקת של מהימנות.

<u>קביעת מספר תיקים מינימלי בכל רמת סיכון</u>

סגל הרשות בחן את האפשרות לאפשר הצגת תיקי לקוחות בכל רמת סיכון רק אם קיים מספר מינימלי של תיקים בכל רמה. יתרונה של גישה זו הוא בהגדלת היקף הנתונים שעל בסיסם מבצע נותן השירות את החישוב בכל רמה, וכך ניתן לשקף תמונה מייצגת יותר לציבור. מצד שני, קביעת רף גבוה מדי עלולה להחריג נותני שירות בעלי מספר לקוחות קטן, אשר לא יוכלו לפרסם נתונים משום שאינם מגיעים לרף הנדרש. לכן, הוחלט לקבוע רף של חמישה תיקים, המאזן בין שני השיקולים הללו.

לאור האמור, 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.

<u>הצגת הנתונים במונחי ברוטו או נטו</u>

בנוסף בחן סגל הרשות האם לחייב את נותני השירות להציג את התשואה שהתקבלה מכל תיק בערכי ברוטו או נטו. לצורך כך, תשואה נטו תוגדר כתשואת התיק לאחר ניכוי כלל העמלות וההוצאות הישירות והעקיפות שחלו על המשקיע בגין השירותים שקיבל, וזאת טרם ניכוי מס במקור.

להצגת התשואה בערכי ברוטו יש שני יתרונות עיקריים. ראשית, הנתון המוצג אינו מושפע מיכולת המיקוח של הלקוחות ביחס לעלות השירות. שנית, הנוהג הקבוע היום בקרב מתווכים פיננסיים ומוצרים פיננסיים אחרים בישראל, הוא להציג את הנתונים המפורסמים בערכי ברוטו.[10] לאור זאת, קביעה לפיה על נותן השירות להציג את הנתונים בערכי נטו עשויה למצב אותם בעמדת נחיתות ביחס לפרסומים של שאר המתווכים הפיננסיים.

מנגד, הצגת התשואה בערכי נטו משקפת את הרווח הממשי שנותר בידי המשקיע לאחר ניכוי כלל עלויות הניהול והתפעול, אילו השקיע בדיוק בתאריכים שנבחרו בפרסום. בעוד שתשואת ברוטו

[10] כפי שנקבע בכללי פרסום תשואה לגופים מוסדיים שנקבעו על ידי רשות שוק ההון, פרסום התשואה צריך להתבצע במונחי ברוטו.

מעידה על ביצועי השוק של הנכסים, תשואת הנטו מאפשרת לבחון את יעילותו הכוללת של נותן השירות, כולל השפעתו על עלויות השירות, ואת כדאיות ההשקעה בפועל. מעבר לכך, הצגת הנתונים לאחר ניכוי הוצאות מייצרת שקיפות מלאה, מחזקת את אמון הלקוח ומאפשרת השוואה הוגנת ואובייקטיבית בין חלופות השקעה שונות בעלות מבני עמלות משתנים. יתרה מכך, פרסום בערכי נטו יוצר אחידות רגולטורית עם קרנות הנאמנות שמפרסמות את תשואותיהן בערכי נטו.[11]

בהקשר זה יצוין כי כפי שהוזכר בפרק הסקירה הבינלאומית, בתחומי השיפוט שנסקרו, לצד האפשרות להציג את נתוני התשואה במונחי נטו, ניתנת האפשרות גם להציג את נתוני התשואה ברוטו, אך זאת לצד מתן גילויים לנתוני התשואה נטו או לעלויות הגלומות בשירות.

לאור האמור, סגל הרשות מבקש את התייחסות הציבור באופן ספציפי לסוגיה זו ומבקש לבחון האם לאפשר את הצגת התשואה בערכי נטו בלבד, או לאפשר את הצגת הנתונים בערכי ברוטו ונטו, ובלבד שאופן ההצגה יהיה זהה באופן שיאפשר השוואה נוחה בין הנתונים.

סיכום החלופה שנבחרה

לאור כל האמור לעיל, מוצע לאמץ יישום של החלופה השלישית, באמצעות הוראה לבעלי רישיון שתאפשר פרסום פומבי של תשואות העבר של נותני השירות בכפוף למגבלות שתוארו לעיל.

החלופה השלישית נבחרה מתוך הבנה כי היא משיגה בצורה מיטבית את האיזון הנדרש בין עקרונות הבסיס שהוצגו במסמך. בהשוואה לחלופה הראשונה, החלופה השלישית מאפשרת הצגה ברורה, בת השוואה ואחידה של הסיכון הגלומה בהשקעה באמצעות חלוקה מובנית לשלוש רמות סיכון מוגדרות, בעוד החלופה הראשונה מותירה חופש פעולה רב לנותן השירות שעלול להוביל לחוסר אחידות ולקושי בהשוואה עבור הצרכן. כמו כן, צמצום הגמישות באופן ההצגה מצמצם את החשש מהצגת מידע באופן שמיטיב עם נותן השירות, ובכך ממתן את החשש להידרדרות באיכות הגילוי.

לעומת החלופה השנייה, החלופה השלישית מציעה פשטות תפעולית משמעותית בחישוב ובהצגה, ללא צורך בהשקעה במערכות טכנולוגיות ייעודיות או בתקופת איסוף נתונים מוקדמת. יתרה מכך, החלופה השלישית פחותה במורכבותה להבנה ולשימוש עבור המשקיע לקבלת החלטה מושכלת ביחס לגורם שממנו יבחר לקבל שירות. כמו כן, החלופה הנבחרת מגבירה את ההוגנות והבהירות בהצגה על ידי שיקוף תשואות האמת שהושגו עבור לקוחות בפועל, תוך צמצום הסיכון למניפולציות סטטיסטיות ושמירה על אמינות המידע. בנוסף, בניגוד לחלופת האפס, החלופה השלישית מאפשרת לנותני השירות לשווק את יכולותיהם המקצועיות ומעניקה ללקוחות כלים להשוואה אובייקטיבית, תוך עמידה בסטנדרטים הבינלאומיים המקובלים ושמירה על ההגנה הנדרשת על ציבור המשקיעים. יתרה מכך, מעבר להגנה על המשקיע מפני מידע מטעה, הנגשת הנתונים בצורה מוסדרת צפויה לחזק את אמון הציבור בנותני השירות המפוקחים ולהרחיב את מעגל המסתייעים בהם. באופן זה, החלופה הנבחרת מקיימת בצורה ניכרת את ששת העקרונות הבסיס שהוגדרו על

[11] סעיף 4 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (חישוב תשואה), התשנ"ה-1994. הסעיף קובע כי הנוסחה לחישוב אופן התשואה המותר לפרסום של קרנות, תתבסס על מחיר הפדיון של יחידות הקרן.

ידי סגל הרשות כעקרונות מרכזיים שחשוב שיתקיימו בחלופה הנבחרת לעניין פרסום פומבי של תשואות עבר.

כמו כן, החלופה הנבחרת עולה בקנה אחד עם הסטנדרט הבינלאומי, שכן היא מאמצת את התפיסה לפיה הצגת ביצועי עבר של נותני שירות היא חלק מפעילות השיווק שלהם, שמסייעת להם ולמשקיעים בשוק. יחד עם זאת, יצוין שהחלופה הנבחרת אינה מאמצת באופן מלא את אופן היישום שנקבע בתחומי השיפוט שנבחנו לעניין פרסום התשואה, וזאת לאור היתרונות והחסרונות שהוצגו לאורך הסקירה.

<u>חלק 2: הצגת תשואות במסגרת שיח אישי</u>

כחלק מגיבוש הפתרון לבעיות המתוארות בפרק ב' לעיל, נבחנו מספר חלופות לעניין הצגת נתוני תשואה במסגרת שיח אישי על ידי נותני שירות.

<u>חלופת האפס: השארת המצב הקיים</u>

במסגרת התווית הפתרון לבעיה הנדונה, נבחנה האפשרות להשאיר את המצב הקיים לעניין הצגת תשואות במסגרת שיח אישי. משמעות חלופה זו היא הותרת ההוראה הקיימת על כנה, הקובעת אילו נתוני תשואה רשאי נותן שירות להציג ללקוח במסגרת שיח אישי. לחלופה זו מספר יתרונות.

ראשית, ההוראה הקיימת מבטיחה רמת הגנה גבוהה על ציבור המשקיעים. קביעת מסגרת אחידה להצגת נתוני תשואה במסגרת שיח אישי, תוך פירוט האלמנטים הספציפיים אותם ניתן להציג ללקוחות, מאפשרת לצמצם את הסיכון להטעיה בקרב הלקוחות. יתרה מכך, אופן הצגת הנתונים, כפי שקבוע בהוראה הקיימת, מעניק ללקוח מסגרת מידע רחבה יחסית ביחס לנתוני התשואה, בכל רמת סיכון שמוצגת לו. שנית, ההוראה הקיימת מקנה רמת ודאות רגולטורית גבוהה לנותני השירות. קיומם של כללים מפורטים וברורים באשר לאופן הצגת נתוני התשואה ולסוגי הנתונים שניתן להציג, מאפשר לנותני השירות לדעת מראש מהם גבולות הפעולה המותרים להם במסגרת שיח אישי עם לקוחות. ודאות זו מצמצמת את החשיפה לסיכונים רגולטוריים, מקלה על תכנון פעילותם העסקית ומצמצמת את הצורך בפרשנות רגולטורית. בנוסף, שינוי של המסגרת הנורמטיבית הקיימת עשוי להוביל, לפחות בטווח הקצר, לעלייה ברמת אי הוודאות הרגולטורית. במצב זה, קיים חשש כי בתקופת המעבר תיווצר שונות בפרשנות וביישום הכללים החדשים, אשר עלולה לפגוע באחידות היישום ואף להביא לעלייה זמנית בסיכון לטעויות או להפרות.

מנגד, להותרת המצב הקיים על כנו קיימים מספר חסרונות משמעותיים. ראשית, כפי שצוין בהרחבה בחלק ב', ההוראה הקיימת כמעט ואינה מיושמת בפועל. משמעות הדבר היא כי הלכה למעשה לקוחות אינם נחשפים כלל לנתוני תשואה במסגרת שיח אישי, ומשכך אינם יכולים לעשות שימוש במידע זה לצורך השוואה בין נותני שירות שונים. במובן זה, אף שההוראה הקיימת מצמצמת את החשש להטעיה באמצעות הגבלת הצגת הנתונים, היא עושה זאת במחיר של שלילת מידע מהלקוח ופגיעה ביכולתו לקבל החלטה מושכלת.

שנית, בהתאם לקושי המבני שתואר לעיל, הנובע מהניסיון להחיל סטנדרטיזציה אחידה על שירות אישי, ההוראה הקיימת אינה נותנת ביטוי מספק לאופיו האישי של השירות הניתן. זאת, מאחר שהכללים האחידים הקבועים בה אינם מאפשרים התאמה מספקת של אופן הצגת המידע למאפייני

הלקוח ולצרכיו. בשל זאת, ייתכן כי הלקוח יקבל מידע שאינו רלוונטי עבורו, ומנגד לא ייחשף למידע המותאם באופן מיטבי לצרכיו, באופן הפוגע ברלוונטיות המידע המוצג לו.

בנוסף על כך, ההוראה הקיימת חלה רק על מנהלי תיקים, ובכך אינה מספקת מענה רגולטורי מתאים לאפשרות הצגת תשואה במסגרת שיח אישי על ידי יועצי השקעות ומשווקי השקעות. בשל כך, נדרשת התערבות רגולטורית מתאימה על מנת ליצור איזון ראוי בין היכולת של נותני שירות להציג נתוני תשואה במסגרת שיח אישי, לבין שמירה על האינטרסים של ציבור המשקיעים. על כן, מומלץ שלא לאמץ חלופה זו.

חלופה ראשונה: קביעת עקרון איסור הטעיה

חלופה זו מבקשת לקבוע עיקרון רגולטורי כללי של איסור הטעיה ביחס להצגת נתוני תשואה במסגרת שיח אישי, מבלי לקבוע כללים פרטניים באשר לאופן ההצגה או לסוגי הנתונים שיוצגו. בהתאם לחלופה זו, נותני השירות יהיו רשאים להציג נתוני תשואה לפי שיקול דעתם, בכפוף לחובה הכללית להימנע מהצגת מידע מטעה או חסר, וזאת בדומה לאיסורי ההטעיה הכלליים הקבועים בדין. חלופה זו משקפת גישה רגולטורית מבוססת עקרונות, המאפשרת גמישות ושימוש בשיקול דעת מקצועי של נותני השירות ללא צורך בקביעת הוראות פרטניות. לחלופה המוצעת קיימים מספר יתרונות.

ראשית, חלופה זו מעניקה לנותני השירות גמישות רחבה בעיצוב אופן הצגת נתוני התשואה, ומאפשרת להם להפעיל שיקול דעת מקצועי בהתאמת המידע המוצג ללקוח. גמישות זו עולה בקנה אחד עם אופיו האישי של השירות הניתן, ואינה כופה סטנדרטיזציה אחידה של נתונים, אשר עלולה להוביל להצגת מידע שאינו רלוונטי לנסיבותיו של הלקוח. שנית, הימנעות מקביעת דרישות פרטניות להצגת נתונים מפחיתה את הסיכון כי מסגרת הכללים תהפוך לנוקשה או מורכבת מדי ליישום, באופן שעשוי להוביל לאי שימוש בפועל בהוראה. בכך, חלופה זו עשויה לאפשר שימוש רחב יותר בהצגת נתוני תשואה לעומת הרגולציה הקיימת. שלישית, בשונה מהצגת מידע במסגרת פרסום פומבי, הצגת נתוני תשואה בשיח אישי נעשית בנוכחות נותן השירות, אשר יכול ללוות את הנתונים בהסברים, להבהיר מונחים מקצועיים ולהשיב לשאלות הלקוח בזמן אמת. מאפיינים אלו תורמים לצמצום הסיכון להטעיה, אף בהיעדר כללים פרטניים באשר לאופן הצגת הנתונים.

עם זאת, לצד היתרונות הגלומים בגמישות שמציעה חלופה זו, קיימים מספר קשיים מהותיים הכרוכים באימוצה. ראשית, בהיעדר כללים פרטניים או אמות מידה לאופן הצגת נתוני התשואה, עשויה להיווצר שונות משמעותית בין נותני שירות ביחס לאופן הצגת המידע, למתודולוגיות החישוב ולבחירת הנתונים שיוצגו. שונות זו עלולה להקשות על לקוחות להבין את משמעות הנתונים ולהעריך את ביצועי נותן השירות, ובכך עלולה להיפגע יכולת ההשוואה של ציבור המשקיעים, ואחת מתכליות הרגולציה עשויה שלא להתממש.

שנית, החלופה מבוססת על עיקרון אחיד החל על כלל מצבי ההתקשרות עם הלקוח, מבלי להתייחס להבדלים המהותיים בין שלבים שונים של הקשר בין נותן השירות ללקוח. בפרט, החלופה אינה מביאה בחשבון את הפער בין מצב שבו הלקוח עבר תהליך לבירור מאפייניו וצרכיו, לבין מצב שבו היכרות כאמור טרם התגבשה. בהיעדר מידע מספק על הלקוח, יכולתו של נותן השירות להפעיל שיקול דעת מקצועי בהתאמת אופן הצגת הנתונים מוגבלת. במצבים אלו, הסתמכות על עקרון

איסור הטעיה בלבד עלולה שלא לספק ללקוח הפוטנציאלי הגנה מספקת, שכן בהיעדר מידע מספק על מאפייני הלקוח, יכולתו של נותן השירות להתאים את הנתונים המוצגים מוגבלת, באופן העלול להביא ליצירת רושם מטעה ביחס לטיב השירות. חשש זה אומנם מצטמצם לאור העובדה כי גם חלופה זו נשענת על האחריות המקצועית המוטלת על נותני השירות כבעלי רישיון, הכפופים לפיקוח הרשות ואשר נדרשים לפעול בזהירות, בתום לב ובאופן מקצועי, אך הוא עדיין מוגבר ביחס לחלופות אחרות אשר יפורטו בהמשך. יתרה מכך, היעדר אמות מידה עלול להקשות על יכולת האכיפה והפיקוח של סגל הרשות, ועלול להוביל להשתרשות נורמות פסולות בשוק.

בנוסף, הסתמכות בלעדית על עקרון איסור ההטעיה מעבירה חלק ניכר מהאחריות להגדרת גבולות ההצגה לנותני השירות עצמם, באופן שעלול ליצור חוסר אחידות ביישום ולהקשות על קביעת סטנדרטים ברורים ביחס להתנהלות מצופה. בשל כך, בבחינת מאזן היתרונות והחסרונות מומלץ שלא לאמץ חלופה זו.

חלופה שנייה: שילוב בין כללים פרטניים לעקרון איסור הטעיה והבחנה בין שלבי התקשרות עם הלקוח

חלופה זו מבקשת לקבוע הסדרה מובחנת ביחס להצגת נתוני תשואה במסגרת שיח אישי, המבחינה בין שלבי ההתקשרות עם הלקוח בהתאם לרמת ההיכרות עמו. בהתאם לחלופה זו, תיקבע הבחנה בין השלב שבו נותן השירות טרם השלים הליך להכרת מאפייניו וצרכיו של הלקוח ("השלב הראשוני"), לבין השלב המתקדם יותר, בו נערך הליך כאמור, ומתקיימת בין הצדדים היכרות מספקת המאפשרת התאמה אישית של השירות, בין אם נחתם הסכם ובין אם לא ("השלב המתקדם").

מוצע כי בשלב הראשוני, נותן השירות יוכל להציג ללקוחות פוטנציאליים נתוני תשואה שנערכו בהתאם למתודולוגיה המוצעת לפרק הפרסום הפומבי, וכן נתוני תשואה של התיק החציוני בכל אחת מהקבוצות אליהן נותן השירות מסווג לקוחותיו במסגרת פעילותו, בהתאם למתודולוגיה שתקבע על ידו מראש ובהתאם לאופן מתן השירות בפועל. החלוקה לקבוצות יכולה להתבצע לפי מאפייני לקוחות, מאפייני סיכון, מדיניות השקעה וכיו"ב. מטרת ההצגה של נתוני התשואה בשלב זה היא לאפשר חשיפה ראשונית למידע בדבר ביצועי נותן השירות ללקוחות פוטנציאליים, בין אם הם נחשפו לפרסומיו הפומביים ובין אם לאו. במקביל לכך, מוצע כי על בעל הרישיון להדגיש כי הנתונים המוצגים בשלב זה נועדו לשמש כמידע כללי בלבד, וכי אין בהם כדי להוות אינדיקציה להתאמת השירות עבור הלקוח הפוטנציאלי הספציפי. הבהרה זו נועדה לצמצם את החשש ליצירת רושם מטעה, ובפרט למנוע פרשנות לפיה הנתונים המוצגים משקפים את הביצועים הצפויים ללקוח.

בשלב המתקדם, מוצע לאפשר לנותן השירות להפעיל שיקול דעת רחב יותר בהתאמת נתוני התשואה ללקוחות מאופיינים, בכפוף לעקרון איסור ההטעיה. בשלב זה, מאחר שקיימת לנותן השירות תשתית מידע בדבר מאפייניו וצרכיו של הלקוח, הצגת נתונים מותאמים עשויה לשקף באופן מהימן יותר את השירות המוצע ללקוח המאופיין. חלופה זו משלבת בין קביעת גבולות ברורים בשלב בו קיים פער מידע מובנה, לבין מתן גמישות בשלב בו קיימת יכולת ממשית להתאים את המידע ללקוח ויכולת להעמיק את השיח בין נותן השירות ללקוח, ובכך מבקשת ליצור התאמה בין אופן ההצגה לבין מידת ההיכרות עם הלקוח.

לחלופה המוצעת קיימים מספר יתרונות. ראשית, החלופה מאפשרת גמישות והתאמה של הכללים הקבועים בהוראה לפוטנציאל להטעיה השונה בכל אחד משלבי ההתקשרות עם הלקוח ולציפיות הלקוח בכל שלב, בפרט להבחנה בין שלב שיווקי כללי לבין שלב של התאמה אישית, שבו גוברת ציפייתו של הלקוח כי המידע הנמסר לו רלוונטי למאפייניו. בדרך זו, החלופה מסייעת ביצירת איזון בין הצורך בהגנה על המשקיע לבין הצורך לאפשר לבעל הרישיון להציג לו מידע רלוונטי. כך, בשלב הראשון המגבלות שיוטלו על אופן ההצגה יסייעו לצמצם את הסיכון להצגת נתונים אשר עלולים להתפרש כנתוני תשואה שמותאמים למאפייניו של הלקוח, אף שטרם בוצעה התאמה כאמור.

לצד זאת, קביעת מתודולוגיה סדורה לגבי הנתונים שיוכל נותן השירות להציג תסייע ליצור בסיס השוואתי בין נותני השירות באופן שיאפשר לציבור המשקיעים לבחון את החלופות השונות כבר בשלב ההתרשמות הראשוני, ובמקביל ייתנו במה לנותני השירות לשקף את יכולתם המקצועית. במקביל לכך, החלופה תסייע לחזק את איכות השיח בין נותן השירות ללקוח לאחר שהתקיים בינם שיח להכרת צרכיו ומאפייניו של הלקוח. בהקשר זה, האפשרות לקיים שיח פתוח ומבוסס נתונים מותאמים עשויה להעמיק את הבנת נותן השירות את צרכי הלקוח ואת מאפייניו, באמצעות דיון ממוקד בהשלכות הנתונים המוצגים. בכך, החלופה מאשרת מעבר מהצגה כללית של מידע, להצגה ממוקדת ומותאמת בשלב בו קיימת היכרות עם הלקוח.

כמו כן, החלופה המוצעת מצמצמת את הסיכון להטעיה בשלב הצגת הנתונים בשיח אישי, ובפרט בשלב השיח הראשוני שבין נותן השירות ללקוח הפוטנציאלי. בין היתר, החלופה המוצעת מסייעת למנוע תופעות בלתי רצויות כגון הצגה סלקטיבית של נתונים (cherry picking) שאינה מותאמת למאפייני הלקוח. לצד זאת, שימוש בנתון התשואה החציונית, מאפשר להציג תמונת מצב מאוזנת יותר, המשקפת באופן יותר מהימן את פעילותו השוטפת של נותן השירות. בנוסף, הצגת נתונים ללקוחות פוטנציאליים, על בסיס הצגת מנעד הקבוצות שלפיהם נותן השירות מסווג את לקוחותיו ונותן להם שירות, לצד הצגת התיק החציוני בכל קבוצה, מאפשרת ללקוחות הפוטנציאליים לקבל תמונה רחבה, עקבית ומייצגת יותר של ביצועי נותן השירות.

לצד זאת, בשלב מאוחר יותר, שבו קיימת היכרות עם מאפייני הלקוח וצרכיו, ומתנהל שיח מעמיק יותר בין נותן השירות ללקוח, מתחדדים היתרונות של יישום האפשרות להצגת נתונים בכפוף לעקרון איסור ההטעיה. בשלב זה מתאפשרת גמישות גבוהה יותר לנותני השירות בקביעת אופן הצגת הנתונים, וכן עשוי להתגבר שימוש בפועל באפשרות להצגת נתוני תשואה. עם זאת, גם בהקשר זה מצופה מנותן השירות להרחיב בגילוי ביחס לנתונים המוצגים, וכן לעשות שימוש בכלים להצגת הסיכון הגלום בהשקעה, כגון סטיית תקן, מדדי השוואה, הצגת הפסדים וייצוגים גרפיים.

עם זאת, חשוב להכיר בכך שחלופה זו טומנת בחובה מספר אתגרים מהותיים. ראשית, החלופה קובעת הסדר דיפרנציאלי המחייב הבחנה בין שלבי התקשרות שונים עם הלקוח, ועל כן היא מורכבת יותר ליישום בהשוואה לחלופות המבוססות על כלל אחיד. יישום הבחנה זו מחייב את נותני השירות לזהות באופן ברור את השלב בו מצוי הלקוח, ולהתאים את אופן הצגת הנתונים בהתאם. בנוסף, מתן שיקול דעת רחב לנותן השירות בשלב המתקדם עשוי להוביל לשונות באופן הצגת הנתונים בין נותני שירות שונים, שכן בהיעדר סטנדרט אחיד, היקף ואופן ההצגה יהיו תלויים בשיקול דעתו של כל נותן שירות. כמו כן, עצם קיומם של שני סטים של כללים עשוי להוביל לאי אחידות ביישום ההוראה בין נותני שירות שונים, ובפרט ליישום שונה של גבולות השלב הראשוני והשלב המתקדם.

אמנם, בבחינת מכלול השיקולים, נמצא כי חלופה זו נותנת מענה ממוקד לכשלים המרכזיים שזוהו בהסדרה הקיימת ובחלופות האחרות. בפרט, היא מתמודדת עם הפער שבין הצורך להגן על לקוחות בשלב הראשוני, בו טרם קיימת תשתית מידע מספקת, לבין הצורך לאפשר הצגת מידע מותאם ורלוונטי בשלב מתקדם יותר, בו ניתן להפעיל שיקול דעת מקצועי בהתבסס על היכרות עם הלקוח. בכך, החלופה מאפשרת לשמר את היתרונות הגלומים בגמישות ובהצגת מידע מותאם, תוך צמצום הסיכונים להטעיה בשלב רגיש יותר של ההתקשרות שבו כבר מתגבשת הסתמכות וציפייה מצד הלקוח. בנוסף, היא נותנת מענה לצורך ביצירת בסיס השוואתי ראשוני עבור לקוחות, מבלי ליצור מצג מטעה בדבר התאמה אישית מקום בו התאמה כאמור טרם בוצעה. לאור האמור, מוצע לאמץ חלופה זו.

סיכום החלופה שנבחרה

לפיכך, מוצע לאמץ יישום של החלופה השנייה, באמצעות קביעת הוראה חדשה שתחול על כלל בעלי רישיון ותאפשר הסדרה מובחנת של אופן הצגת נתוני התשואה במסגרת שיח אישי הן עם לקוחות קיימים והן עם לקוחות פוטנציאליים.

סיכום

לנוכח האמור, מוצע לפרסם את טיוטת ההוראה לבעלי רישיון בדבר הצגת נתוני תשואות עבר למי שאינו בעל התיק ופרסום פומבי של תשואות העבר להערות ציבור, אשר תסדיר מחדש את אופן הצגת נתוני תשואה במסגרת שיח אישי עם לקוחות, וכן תקבע לראשונה מסגרת כללים לפרסום פומבי של נתוני תשואה.

לאחר קבלת הערות ציבור ועריכת דיון של סגל הרשות בהערות שיתקבלו תוך גיבוש התייחסותו אליהן, יובא למליאת הרשות נוסח מוצע של טיוטת ההוראה יחד עם טבלת הערות ציבור והתייחסות סגל הרשות.

יצוין כי האסדרה המוצעת נכללה בתוכנית האסדרה השנתית לשנת 2026.[12]

<u>חלק ד' – הנגשת האסדרה לציבור</u>

לאחר שהליך האסדרה יושלם תפורסם האסדרה באתר הרשות בעמוד הייעודי לכך, וכן האסדרה תופץ במסגרת הודעות דוא"ל לנמענים ברשימת הדיוור של הרשות.

<u>חלק ה' – בחינה תקופתית של האסדרה</u>

בחינה ראשונה של הוראה זו לפי סעיף 36 לחוק עקרונות האסדרה, התשפ"ב–2021, תתבצע בתום 10 שנים מיום תחילתה.

לצד נייר זה, מפורסמת טיוטת ההוראות להערות ציבור

[12] לתוכנית אסדרה שנתית לשנת 2026 כפי שפורסמה באתר הרשות:
https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-628ce07f9490d/ASDA2026.pdf

מקורות וחומרים

נספח א' - סקירה בינלאומית:

ארצות הברית

האסדרה הקיימת בארצות הברית והחלתה

האסדרה ("Marketing Rule") 17 CFR § 275.206(4)-1,[13] נכנסה לתוקף במאי 2021 וחלה על כל יועצי ההשקעות הרשומים ב- SEC. הרגולציה מסדירה את כל פעילות השיווק של יועצי ההשקעות, כולל פרסומות, המלצות, אישורים ובעיקר - פרסום נתונים בדבר ביצועי יועצי ההשקעות.

הגישה המרכזית בארה"ב נשענת על חובת האמון (Fiduciary Duty) שחלה על יועצי ההשקעות ועל האיסור הכללי ביחס להונאה (Anti-Fraud Provisions). הרשות לניירות ערך האמריקאית (ה-SEC) עברה במסגרת כללים אלו ממודל שכלל איסורים קשיחים למודל גמיש יותר המאפשר פרסום תשואות ומבוסס על עקרונות, תוך הטלת שבעה איסורים כלליים על כל פרסום, ביניהם:

- ❖ איסור על הצהרות עובדתיות לא נכונות או השמטת עובדות מהותיות.
- ❖ איסור על הצגת תשואות בצורה שאינה הוגנת ומאוזנת.
- ❖ איסור על הצגת היתרונות הפוטנציאליים הכרוכים בשירות הייעוץ, מבלי לתת משקל שווה לסיכונים ולמגבלות המהותיים הכרוכים בהם.
- ❖ חובה לבסס כל הצהרה עובדתית מהותית, באופן שבו היועץ יוכל בעתיד להוכיח אותו לבקשת ה-SEC.

האסדרה מחילה את העקרונות והמגבלות לעניין פרסום נתונים בדבר ביצועים גם על ביצועים היפותטיים ("hypothetical performance") וקובעת תנאים שרק בהתקיימם רשאים יועצי השקעות לעשות שימוש בביצועים היפותטיים בפרסומיהם. ראשית, ההגדרה של ביצועים היפותטיים היא רחבה וקובעת כי ביצועים היפותטיים הם תוצאות של ביצועים שלא הושגו בתיק שנוהל בפועל על ידי יועץ השקעות.[14] הגדרה זו כוללת שלושה סוגים עיקריים של ביצועים היפותטיים, אך אינה מייצרת רשימה סגורה:[15]

1. **ביצועי מודל (Model Portfolios)** – ביצועים הנגזרים מתיק מודל.
2. **ביצועי Backtested Performance** – ביצועים הנגזרים מיישום של אסטרטגיות השקעה לנתונים מתקופות קודמות שבהן האסטרטגיה לא שימשה בפועל.
3. **ביצועים חזויים או צפויים (Targeted or Projected Returns)** – תחזיות או יעדים ביחס לתיק ההשקעות או לשירותי הייעוץ הנכללים בפרסום.

---

[13] קישור לחקיקה באתר ה-SEC.

[14] ***Hypothetical performance*** means performance results that were not actually achieved by any portfolio of the investment adviser.

[15] האסדרה מחריגה מהגדרת ביצועים היפותטיים כלי ניתוח אינטראקטיביים (interactive analysis tool) בהם הלקוח יכול לעשות שימוש ליצירת סימולציות או ניתוחים סטטיסטיים להצגת תוצאות אפשריות של אסטרטגיות השקעה מסוימות.

יש להוסיף כי ההגדרה אינה כוללת כלי ניתוח אינטראקטיביים המאפשרים ללקוח להזין נתונים אישיים ולקבל סימולציות החוזות תשואות.

כתנאי למתן האפשרות של יועצי השקעות להצגת ביצועים היפותטיים בפרסומיהם, נקבעו שלושה תנאי בסיס שחובה לעמוד בהם:

1. <u>גיבוש מדיניות ונהלים להצגה רלוונטית</u> – יועץ ההשקעות נדרש לגבש ולאמץ מדיניות ונהלים במטרה להבטיח כי הביצועים ההיפותטיים רלוונטיים למצב הפיננסי הסביר וליעדי ההשקעה הסבירים של קהל היעד אליו מכוונים הפרסומים. תנאי זה נועד להבטיח שהמידע יופץ רק למשקיעים בעלי משאבים וידע פיננסי המאפשרים להם לנתח את הנתונים באופן מושכל (למשל, "לקוחות כשירים"), תוך מניעת הפצתו לקהל רחב שעלול לראות בתשואות אלו הבטחה לביצועים עתידיים.
2. <u>גילוי מספק של קריטריונים והנחות</u> – יועץ ההשקעות חייב לספק מידע מספק כדי לאפשר לקהל היעד להבין את הקריטריונים וההנחות ששימשו לחישוב הביצועים ההיפותטיים.
3. <u>גילוי סיכונים ומגבלות בשימוש בביצועים היפותטיים</u> – היועץ חייב לספק לקהל היעד גילוי נאות על הסיכונים והמגבלות הטמונים בשימוש בביצועים היפותטיים לצורך קבלת החלטות השקעה.

במסגרת מסמך יישום החקיקה שפורסם על ידי ה-SEC (להלן: "**מסמך יישום החקיקה**"),[16] מוצע כי בהתייחסות לביצועי מודל בפרסום עצמו יש להתייחס, בין היתר, אל סוגי המודלים הבאים: 1) מודלים בהם היועץ מיישם בתיק המודל את אותן אסטרטגיות ההשקעה המיושמות על ידו בעבור לקוחותיו, אך עם שינויים מסוימים (כגון אלוקציות ומשקולות הנכסים); 2) מודלים הנוצרים על ידי מחשב; 3) מודלים המיוצרים על ידי יצרני מודלים חיצוניים ואינם משמשים לקוחות בפועל.

על פי מסמך יישום החקיקה, למרות שביצועי מודל מסווגים כ'ביצועים היפותטיים', הם יכולים להועיל למשקיעים בכך שהם מאפשרים לבחון את אסטרטגיית ההשקעה של היועץ בזמן אמת וללא השפעות חיצוניות. לדוגמה, ביצועי מודל עשויים להציג תפיסה של האופן שבו יועץ היה בונה תיק השקעות ללא ההשפעה של גורמים מסוימים, כגון העיתוי של תזרימי מזומנים או מגבלות ספציפיות למשקיע, אשר עשויים לא להיות רלוונטיים למשקיע הפוטנציאלי המסוים. בנוסף לכך, ביצועי מודל יכולים גם לעזור למשקיע להעריך את סגנון ההשקעה של היועץ עבור אסטרטגיות חדשות שטרם יושמו עבור חלק מהלקוחות של היועץ. באופן נרחב על ידי לקוחות היועץ. יתר על כן, המידע המצוי בתיקי המודל עשוי לעזור למשקיע להבין ולהעריך כיצד תהליך ההשקעה יתבצע תחת תנאי שוק שונים לאורך זמן.

מנגד, מסמך יישום החקיקה מצביע על מספר אתגרים וסיכונים הקשורים להצגת ביצועי מודל, מעבר לאלו המוזכרים באופן כללי ביחס לביצועים היפותטיים. בין היתר, מסמך יישום החקיקה מעלה את האפשרות כי בעזרת טכנולוגיות מחשוב מתקדמות, היועץ יכול להריץ אלפי מודלים שונים ולהציג בפרסומיו רק את המודלים שהציגו את הביצועים הטובים ביותר. בנוסף, מודגש כי גם במקרים בהם יועץ ההשקעות יבחר במודל יחיד בלבד, עדיין היעדר הסיכון האמיתי למשקיע וליועץ ההשקעות יכולים להביא אותו לנהל את התיק באופן השונה משמעותית מהאופן בו היה

[16] קישור למסמך. מסמך יישום החקיקה הוא מסמך רגולטורי הכולל את הכללים החדשים ומלווה בדברי הסבר לאופן יישומם.

מנהל את התיק אם הסיכונים היו קיימים בפועל. כמו כן, תיקי מודל נשענים על קריטריונים והנחות יסוד (כגון הסתברות להתרחשות אירועים מסוימים) שעלולות להיות לא ריאליות או מוטות. לאור זאת, גם ביחס לביצועי מודל, ה-SEC מצאו כי יש להחיל את 3 התנאים המפורטים לעיל על מנת שיועץ השקעות יוכל לעשות בהם שימוש בפרסומיו.

לעניין התנאי הראשון, "גיבוש מדיניות ונהלים להצגה רלוונטית", יש להבטיח כי היועץ מייעד את פרסומיו הכוללים נתוני ביצועים היפותטיים רק ללקוחות בעלי משאבים ומומחיות פיננסית המתאימים להבנת המורכבות של ביצועים היפותטיים. פרסום של ביצועים היפותטיים ללקוחות שאינם בעלי היכולות והמשאבים להעמיק את הניתוח ולהבין את המורכבות עשוי להביא למצג מטעה. לאור זאת, ה-SEC מציינים כי הם מאמינים שלרוב פרסומים הכוללים ביצועים היפותטיים לא יוכלו להיות מוכוונים אל לציבור הרחב, בין היתר, לאור היעדר היכולת של היועץ להעריך את המצב הפיננסי ויעדי ההשקעה של קהל היעד של הפרסום.

לעניין התנאים הנוגעים למתן הגילוי, תנאים אלו נועדו לאפשר למשקיעים הפוטנציאליים להבין את ההנחות שנלקחו במסגרת הביצועים ההיפותטיים ולהבין את השוני שבין ביצועים אלו לביצועים בפועל (לדוגמה, השקעת תזרימי מזומנים חוזרים או לא).

יצוין כי קיימת באסדרה של ה-SEC הבחנה בין תקשורת שיווקית במסגרת שיח אישי, לעומת פרסום פומבי. ככלל, ההגדרה לפרסומת באסדרה, מחריגה תקשורת המופנית לאדם אחד בלבד, ובכך מאפשרת להציג ביצועי עבר בפועל במסגרת ייעוץ אישי מבלי להכפיף את השיחה למגבלות הקבועות באסדרה. עם זאת, החרגה זו אינה חלה על ביצועים היפותטיים אשר הצגתם בשיחה אישית תיחשב לפרסומת הכפופה לכללים, אלא אם כן מתקיים אחד משני חריגים: המידע ניתן בתגובה לבקשה מפורשת של הלקוח ללא שידול, או שהצגת הביצועים ההיפותטיים נעשית מול משקיע בקרן פרטית. יודגש כי ה-SEC מבהירים שתקשורת המבוססת על תבנית קבועה או הודעות המופצות בתפוצה רחבה, גם אם הן ממוענות רשמית לאדם בודד, וייחשבו כפרסום פומבי לכל דבר ועניין.

הצגת ביצועים ברוטו ונטו

סעיף 275.206(4)-1(d)(1) לאסדרה אוסר על הצגת נתוני הביצועים ברוטו, למעט אם לצד זאת מוצגים גם נתוני הנטו. יתר על כן, הסעיף קובע כי על היועץ להציג את נתוני הברוטו והנטו באותה הבולטות ובפורמט אשר יאפשר השוואה נוחה בין הנתונים. כמו כן, על נתוני הברוטו והנטו להיות מוצגים בעקביות מתודולוגית ולפי אותן תקופות זמן.

לפי החוק, ביצועים ברוטו מוגדרים כתוצאות התיק לפני הפחתת כל העמלות וההוצאות שהמשקיע שילם או היה צריך לשלם בקשר לשירותי הייעוץ באותו התיק. לעומת זאת, ביצועים נטו מוגדרים כתוצאות התיק לאחר ניכוי של כל העמלות וההוצאות ששולמו או שהיו אמורות להיות משולמות על ידי הלקוחות בקשר לשירותי ייעוץ ההשקעות בתיק הרלוונטי, לרבות עמלות ייעוץ, עמלות ייעוץ המשולמות לנכסים המושקעים בתיק ותשלומים ששולמו על ידי יועץ ההשקעות שהלקוח מחזיר ליועץ ההשקעות.

בפרט, החוק קובע כי לעניין חישוב הביצועים נטו ניתן שלא לקחת בחשבון עמלות קאסטודי ככל ואלו משולמות לבנק או לצד שלישי לשם שמירת הכספים וניע"ע ואינן קשורות ישירות לייעוץ שניתן.

בנוסף, החוק קובע כי יועץ ההשקעות רשאי בעת חישוב ביצועים נטו לעשות שימוש גם ב"עמלת מודל" (model fee) ובתנאי שזו עומדת באחד מן התנאים הבאים:

- מבחן התוצאה השמרנית – נדרש כי עמלת המודל תביא לביצועים נטו שאינם גבוהים יותר מאלה שהיו מתקבלים לו היו מנוכות העמלות בפועל.
- מבחן קהל היעד – עמלת המודל בו ניתן לעשות שימוש חייבת להיות שווה לעמלה הגבוהה ביותר הנגבית מקהל היעד אליו מיועד פרסום היועץ.

<u>האיחוד האירופי</u>

האסדרה הקיימת באיחוד האירופי והחלתה

בדירקטיבה האירופית MiFID II, נקבע עקרון יסוד לפיו כל מידע המועבר ללקוחות קיימים או פוטנציאליים ובתוך כך תקשורת שיווקית, חייב להיות הוגן, ברור ובלתי מטעה.[17] דרישה זו חלה על גופים המעניקים שירותים של ייעוץ השקעות וניהול תיקים, המסווגים בדירקטיבה כ"חברות השקעה" (Investment company).[18]

ראשית, קיימים מספר כללים הנוגעים לאופן שבו חברות ההשקעה יכולות למסור מידע ללקוחותיהן, לרבות תוכן שיווקי:

- המידע כולל את שם הגוף (חברת ההשקעות).
- המידע מדויק וכולל אינדיקציה ברורה ובולטת לכל סיכון רלוונטי, בעת התייחסות ליתרונות פוטנציאליים במסגרת הפרסום.
- גודל הגופן לציון הסיכונים יהיה שווה לגודל הגופן הדומיננטי במידע.
- המידע המוצג יהיה ברור, באופן שסביר שיובן על ידי אדם פלוני ממוצע בקבוצה אליה הפרסום מופנה.
- המידע אינו מסתיר, מפחית או מטשטש פריטים, הצהרות או אזהרות חשובים.
- המידע מוצג בעקביות באותה השפה בכל חומרי השיווק, אלא אם הלקוח הסכים אחרת.
- המידע עדכני ורלוונטי לאמצעי התקשורת המשמש להעברתו.

כמו כן, כאשר גוף מבקש לעשות שימוש בהשוואה בין מספר שירותים או מכשירים פיננסיים בפרסום עליו לעמוד במספר כללים נוספים: ההשוואה חייבת להיות הוגנת ומאוזנת; יש לציין את מקורות המידע בהם נעשה שימוש במסגרת ההשוואה; יש לכלול את העובדות וההנחות המרכזיות ששימשו להשוואה.

מעבר לכך, כאשר גוף מפרסם מידע הכולל תשואות עבר, עליו לעמוד במספר תנאים: ראשית, התשואה לא יכולה להיות המרכיב הדומיננטי בפרסום. שנית, על הגוף להתבסס על תקופה מלאה של לפחות 12 חודשים, וכן על פרסום ביצועי העבר לכסות את חמש השנים האחרונות או את כל תקופת ההשקעה (אם היא נמוכה מ-5 שנים). בנוסף, על הגוף קיימת חובה לכלול אזהרה בולטת

---

[17] סעיף 24(3) לדירקטיבת MiFID, markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014L0065-20250117

[18] בתוספת הראשונה לדירקטיבה מנויים כלל הגופים שמוגדרים כחברות השקעה ובהם גופים המעניקים שירות של ניהול תיקים וייעוץ השקעות.

המבהירה כי נתוני העבר אינם מהווים אינדיקטור אמין לתוצאות עתידיות ולציין את מקור המידע עליו מבוסס הפרסום.[19] כללים אלו חלים בין אם מדובר במידע שנמסר ללקוח קיים, או ללקוח פוטנציאלי, וללא הבדל בין פרסום פומבי לשיח אישי.[20]

בכל הנוגע לפרסום תשואות של 'תיקי מודל', הדין האירופי מסווג נתונים אלו תחת הקטגוריה של ביצועי עבר מדומים (Simulated Past Performance). על פי סעיף 44(5) לדירקטיבת MiFID II Delegated Regulation,[21] הצגת ביצועים אלו מותנית בעמידה במספר תנאים מצטברים: ראשית, על הסימולציה להתבסס על ביצועי עבר בפועל של מכשיר פיננסי או מדד המהווים נכס בסיס, או כאלו הזהים או דומים מהותית למכשיר המוצג בתיק המודל. שנית, המידע המדומה כפוף לכללים המחמירים החלים על הצגת תשואות עבר, לרבות הדרישה לתקופת דיווח מינימלית של חמש שנים וציון מפורש של מקור הנתונים. לבסוף, על הפרסום לכלול אזהרה בולטת המבהירה כי הנתונים מבוססים על סימולציה וכי ביצועי העבר, גם אם הם מדומים, אינם מהווים אינדיקטור מהימן לתוצאות עתידיות.

הצגת ביצועים ברוטו ונטו

לצד הדרישות הטכניות להצגת הנתונים, הרגולציה האירופית שמה דגש רב על שקיפות מרבית בנוגע להשפעת מבנה העלויות על התשואה הסופית למשקיע. לפיכך, בכל מקרה שבו מוצגים ביצועים של חברות השקעה בערכי ברוטו (Gross Performance), על החברה מוטלת חובה לחשוף בבירור את השפעת העמלות, דמי הניהול והוצאות נלוות אחרות.[22]

<u>אנגליה</u>

האסדרה הקיימת והחלתה

האסדרה הבריטית[23] חלה הן על יועצי השקעות והן על מנהלי תיקים, כאשר הכללים תקפים לכל תקשורת או קידום מכירות פיננסי המופנה ללקוחות קמעונאיים. האסדרה מבוססת על עקרון יסוד של "הוגן, ברור ולא מטעה", אך מפרטת גם כללים ספציפיים ומדויקים למימוש עקרון זה.

דרישות ומגבלות פרסום תשואות עבר

האסדרה קובעת כללים ייעודיים בנוגע לפרסום ביצועי התיקים של יועץ ההשקעות, לרבות:

- פרסום ביצועי העבר יכסה את חמש השנים האחרונות או את כל תקופת ההשקעה (אם פחות מ-5 שנים).
- פרסום הביצועים ייעשה על פני תקופות שלמות של 12 חודשים, באופן שמבטיח שהפרסום יתבסס על תקופה של שנה אחת לפחות.

---

[19] סעיף 44 ל- Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02017R0565-20220802

[20] הדירקטיבה האירופית מציינת במפורש כי הכללים ביחס למסירת מידע חלים על "clients and potential clients" וכן ביחס למסירה של כל מידע, לרבות תקשורת שיווקית (marketing communications).

[21] קישור לדירקטיבה

[22] סעיף 44 ל-MiFID II Delegated Regulation .

[23] COBS 4 Communicating with clients, including financial promotions.

- הפרסום יכלול אזהרה בולטת שביצועי העבר אינם אינדיקטור אמין לעתיד.
- אם הביצועים מוצגים ברוטו, יתווסף גילוי גם לעמלות המשולמות.

מגבלות על פרסום ביצועים היפותטיים

האסדרה מאפשרת פרסום של ביצועי עבר מדומים (סימולציה), אך דורשת שהם יבוססו על ביצועי עבר ממשיים של השקעות זהות או דומות באופן מהותי להשקעה הנדונה, יעמדו באותם תנאים הנדרשים לביצועי עבר רגילים, ויכללו אזהרה בולטת שהנתונים מתייחסים לביצועי עבר מדומים.

<u>הסדרה לקביעת רמות סיכון במוצרי השקעה</u>

באיחוד האירופי ובבריטניה, קיימת הסדרה לעניין קביעת רמות סיכון. הסדרה זו מתייחסת לקרנות UCITS, שהן מוצר השקעה, בניגוד לשירות פרסום שניתן על ידי בעלי רישיון.

<u>קביעת רמות סיכון בעבור קרנות UCITS –</u>

על פי האסדרה החלה על קרנות UCITS באירופה, כל מנהל קרן נדרש לפרסם ב-KIID את רמת הסיכון והתשואה (Synthetic Risk and Reward Indicator) של הקרן שבניהולו. **רמות הסיכון מתחלקות ל-7 רמות, כאשר קבוצות הסיכון נקבעות על פי טווחי סטיית התקן ב-5 השנים האחרונות של כל קרן** (ראו מטה טבלה).

לקראת יישום האסדרה באירופה, פורסם על ידי ה-CESR (COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATOR) בשנת 2010 מדריך ייעודי לקראת היישום.

על פי הנייר של ה-CESR, משקיעים נוטים לחוש ביטחון רב יותר ביכולתם להשוות בין קרנות ולהעריך את רמת הסיכון שלהן כאשר מוצג בפניהם אינדיקטור המבוסס על סולם מספרי.
המתודולוגיה שנבחרה לטובת העניין נדרשה, בין היתר, לעמוד במספר עקרונות: לספק למשקיעים אינדיקציה משמעותית לסיכון ולתשואה הכוללים של הקרן; להבטיח פיזור הולם של הקרנות בין רמות הסיכון השונות; לאפשר יישום פשוט על ידי מנהלי הקרנות; פשוט להבנה ומאפשר בקרה וביקורת; מאפשר יציבות יחסית בסיווג לרמות הסיכון בהתחשב במגמות ותנודות בשוק.

- החישוב מתבצע בהתבסס על התשואות השבועיות (או חודשיות היכן שזה נדרש) ב-5 השנים האחרונות, תוך העברתם למונחי סטיית תקן שנתית.
- תנודתיות (Volatility) היא מושג מוכר ומבוסס היטב בעולם הפיננסים – מדד שקל להבינו מבחינה מושגית, ובו בזמן מסוגל לשקף את השפעתם של מגוון רחב של גורמי סיכון שונים. ככל שחשיפות לסיכון גורמות לתנודות בערך הנכסי הנקי (NAV) של קרן, התנודתיות של תשואותיה תשקף את רמת ההשפעה של כלל גורמי הסיכון והתגמול שמהם הקרן מפיקה את תשואותיה.
- יש חובה לתעד ולשמור את הנתונים שבעזרתם בוצע החישוב ואת אופן החישוב.
- יש חשיבות גדולה ליציבות בתוך רמות הסיכון. מעבר תכוף של קרנות בין רמות הסיכון יביא לכך שהציבור לא יסמוך על מהימנות מדרג הסיכון. בהתאם לכך, מעבר בין קבוצת סיכון ייעשה רק אם סטיית התקן של קרן מסוימת עוברת לקבוצת סיכון אחרת במשך 4 חודשים רצופים.

Risk Class	Volatility Intervals	
	equal or above	less than
1	0%	0.5%
2	0.5%	2%
3	2%	5%
4	5%	10%
5	10%	15%
6	15%	25%
7	25%	