



עמלות הפצה בעולם הייעוץ הפיננסי: מבט גלובאלי

שלומית זוטא*

* המכללה האקדמית תל אביב-יפו. ברצוני להודות למכון לבנקאות ותיווך פיננסי ע"ש ויקי וג'וזף ספרא, הפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל אביב על תמיכתו הנדיבה. תודתי העמוקה נתונה לערן פלג ולעידן פרנקו על שיחות מאירות עיניים. ברצוני להודות לאסף לנדאו ולנתן פוזננסקי על עבודת מחקר מצויינת.



המכון לבנקאות ותיווך פיננסי ע"ש ויקי וג'וזף ספרא, הפקולטה לניהול
ע"ש קולר, אוניברסיטת תל-אביב, רמת אביב 6997801
טלפון - 03-6406302

Safrainst@tauex.tau.ac.il
<https://coller.tau.ac.il/institutes/safra>



המכון לבנקאות ותיווך פיננסי ע"ש ויקי וג'וזף ספרא, הוקם בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל-אביב מתוך הכרה בחיוניותה של מערכת בנקאית איכותית ומתקדמת להתפתחות כלכלית נאותה.

חזון המכון הוא לקדם את יכולתו של מערך הבנקאות והתיווך הפיננסי לממש את ייעודו לסייע לצמיחת המשק וליצור חברה שמאפשרת מוביליות לאזרחיה, תוך דגש על איכות השירותים והמוצרים, הורדת עלותם, והנגשתם לכל שכבות הציבור.

המכון יקדם מחקרים פורצי דרך שיעשירו את הידע העדכני ביותר שיכול לסייע במימוש חזונו. הוא יפעל במשותף עם המערכת הבנקאית והגופים השונים בתעשייה הפיננסית בישראל ובעולם כדי לאפשר לסטודנטים ולחוקרים הפעילים בו להפוך לחוד החנית בתחומי המחקר והעשייה הפיננסית.

תקציר

בשנה האחרונה הפנה הרגולטור הישראלי את תשומת ליבו לבחינת מודלים שונים של תגמול בפעילות הציבור בניירות ערך. אחת הסוגיות הטעונות ביותר שנמצאות על השולחן היא סוגיית עמלות ההפצה, הנוגעת בליבת ניגודי האינטרסים שבין היועצים הפיננסיים ללקוחותיהם.

עמלת הפצה היא עמלה המשולמת על ידי יצרני נכסים פיננסיים לגופים פיננסיים המפיצים את המוצר הפיננסי ללקוחות. עמלה זו עלולה ליצור הטייה בהמלצת היועץ ללקוח ולהביא לכך שלקוחות יקנו נכסים יקרים מדי או נכסים שאינם מתאימים להם מבחינת רמת הסיכון.

מטרת המחקר היא סקירת המצב בעולם בסוגיית עמלות ההפצה כמצע לדיון ציבורי. לצורך זה יבחן המאמר את הרגולציה הקיימת במספר מדינות מערביות שבחנו את הסוגייה. חלק מן המדינות בחרו לאסור על תשלום עמלות הפצה וחלק נקטו בפתרונות "רכים" יותר כדוגמת הגברת דרישות הגילוי. כמו כן יבחן המאמר את תוצאות החקיקה במדינות שאסרו על תשלום העמלות.

מן הסקירה עולה כי במדינות בהן יושם האיסור הוא פעל לטובת הצרכן ושיפר את אמון הציבור בשוק, ובמבחן הזמן, המדינות שיישמו חקיקה האוסרת עמלות הפצה הגיעו בסקירות חוזרות למסקנה כי ההחלטה על אימוץ האיסור לא היתה שגויה. עם זאת, בכל המדינות שיישמו את האיסור נמצאות בעיות הדורשות התייחסות, ובראשן פער הייעוץ. המחקר ישמש כנדבך משמעותי לדיון הציבורי בסוגיית עמלות ההפצה בישראל.

מבוא

בנובמבר 2024 פרסמה רשות ניירות ערך בישראל את המסמך "קול קורא לקבלת התייחסות מהציבור - מודלי תגמול בפעילות הציבור בניירות ערך, נוסח להערות הציבור".¹ בהמשך לקול הקורא הוקם צוות עבודה בין-משרדי, המשותף לרשות ניירות ערך, בנק ישראל ואגף

¹ ראו קישור לקול הקורא:

https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-637f62a916518/kolkore121124.pdf

התקציבים במשרד האוצר, ובספטמבר 2025 פרסמה הרשות דו"ח ביניים. חלק גדול מדו"ח זה התייחס לאחת הסוגיות הנפיצות ביותר שעלו בקול הקורא, אם לא הנפיצה מכולן: סוגיית עמלות ההפצה, הנוגעת בליכת ניגודי האינטרסים שבין היועצים הפיננסיים ללקוחותיהם.²

עמלות ההפצה (distribution fees or inducement fees) הן עמלות המשולמות על ידי יצרני המוצרים הפיננסיים לגופים פיננסיים המוכרים את המוצרים ללקוחות. מבנה התגמול הזה הוא כר פורה לניגודי עניינים. החשש הוא שמבנה תגמול כזה ייצור הטייה בהמלצות היועץ כך שהוא או היא לא ימליץ ללקוח על המוצר שהוא המתאים ביותר ללקוח (מבחינת רמת סיכון, מחיר ואלטרנטיבות בשוק) אלא על זה שמייצר ליועץ את ההכנסה הגבוהה ביותר, כלומר על המוצר שהיצרן שלו משלם ליועץ את העמלות הגבוהות ביותר.³

וריאציה כזו או אחרת של הבעייתיות המובנית במנגנון דמי ההפצה קיימת במדינות רבות בעולם, ומתוך הכרת ניגוד האינטרסים המובנה הזה נעשו ב-15 השנים האחרונות נסיונות במדינות רבות למצוא פתרון לבעייה. הפתרונות נחלקים לשני סוגים: כאלו שאוסרים על עמלות ההפצה ומחליפים אותן בתשלום ישיר של הלקוח ליועץ, וכאלו שמציעים פתרון באמצעים "רכים" כגון שיפור דרישות הגילוי וחינוך הציבור.

הסוגייה הנפיצה והפתרונות הרגולטוריים האפשריים לה, ובפרט האיסור על עמלות הפצה, מעוררים רגשות עזים מכל הצדדים המעורבים. מהלך האירועים באיחוד האירופי בחצי השנה שקדמה לאימוץ המלצה על אסטרטגיית ההשקעה הקמעונאית (Retail Investment Strategy) על ידי הנציבות האירופית, במאי 2023, מדגים את סערת הרוחות היטב.⁴ בסוף שנת 2022 נראה היה כי פני הנציבות הן לאיסור על עמלות הפצה, בתמיכתה הבלתי מסוייגת של מייריד מק'גינס, נציבת האיחוד האירופי לשירותים פיננסיים, יציבות פיננסית ואיחוד שוקי ההון (European Commissioner for Financial Services, Financial Stability and Capital Markets Union). בתשובה לחבר הפרלמנט האירופי שהתנגד לאיסור על העמלות, כתבה

² ראו קישור לדו"ח הביניים:

<https://www.boi.org.il/media/b04d1c1l/בפעילות-הציבור-בניירות-ערך.pdf>

³ ראו הרחבה לבעיית הסוכן במאמר המכונן (1976) Jensen and Meckling..

⁴ המלצת הנציבות האירופית עוברת לאישור מועצת האיחוד האירופי והפרלמנט האירופי.

מק'גינס, בסוף דצמבר 2022, כי לפי העדויות שבידה, במודל המתיר עמלות ההפצה נמכרים לעתים קרובות למשקיעים הקטנים מוצרים שהם יקרים יותר מאלטרנטיבות אחרות בשוק. בפרט, ציינה כי מוצרי השקעה עליהם שולמו עמלות הפצה עולים בממוצע ב-35% יותר מאשר מוצרי השקעה עליהם העמלות הללו אינן משולמות.⁵ לטיעון של חבר הפרלמנט לפיו למשקיעים קטנים צריכה להיות דרך לקבל ייעוץ בחינם, כפי שהם מקבלים כאשר הם קונים מוצר שעליו משולמות עמלות הפצה, השיבה כי הם משלמים גם במודל הנוכחי עבור ייעוץ, רק שאינם יודעים זאת.⁶

גם גורמים אחרים, עסקיים ואף ממשלתיים, ובהם שר האוצר הגרמני, כריסטיאן לינדנר, ושר האוצר האוסטרי, מגנוס ברונר, החלו להפעיל לחץ על הנציבה כדי למנוע את האיסור על עמלות הפצה. שר האוצר הגרמני לינדנר הביע חשש, במכתב ששלח לנציבה בסוף ינואר 2023, כי מספר גדול של לקוחות קמעונאיים הזקוקים לייעוץ השקעות לא יוכלו לקבל אותו, במידה ויחול איסור על עמלות הפצה, תופעה הקרויה "פער ייעוץ" (Advice gap).

גם ארגון הצרכנים האירופי, ה-BEUC (Bureau European des Unions de Consommateur) או The European Consumer Organization), הביע את עמדתו בנושא, תוך באופן החלטי בביטול עמלות ההפצה והדגים את הנזקים הכרוכים בשיטה הנוכחית בסקירות מ-2018 ו-2019.⁸⁷

בסופו של דבר, קיבלה הנציבות האירופית את גישתם של המתנגדים לאיסור על עמלות הפצה והגישה את הצעתה לרפורמת ה-Retail Investment Strategy (RIS) למועצת האיחוד האירופי ולפרלמנט האירופי ללא האיסור.

⁵ ראו Allenbach-Ammann (2023):

"Our evidence indicates that under the inducement-based model, retail investors will often be sold products which are more costly than other cheaper alternatives available on the market... Products on which inducements are paid are – on average – about 35% more expensive than investment products on which no inducements are paid."

⁶ ראו Allenbach-Ammann (2023):

"In fact, retail investors already now do pay for advice as a part of the integrated product costs, however, they may not realise it."

⁷ BEUC (2018).

⁸ BEUC (2019).

לאורך השנים, מאז שהחל הדיון הציבורי על איסור עמלות ההפצה בסוף העשור הראשון של שנות ה-2000, הביעו גופים רבים מן מהתעשייה הפיננסית התנגדות לרפורמות הכוללות איסור זה. מכון CFA (Chartered Financial Analysts Institute), שהוא ארגון מקצועי בינלאומי המאגד אנשי מקצוע בתחום ההשקעות, יצא נגד ביטול עמלת ההפצה בטענה שאם יאסר תשלום העמלות, תפחת התחרות משום שגופים פיננסיים ייצאו מן השוק בשל ירידת הכדאיות עבורם ובמקומם יוצצו פלטפורמות זולות ולא אמינות אשר ימכרו לצרכן מוצרים שאינם מתאימים לו. כמו כן ציין הארגון את החשש מהיווצרות פער הייעוץ שהוזכר לעיל, והציע לא לאסור תשלום עמלות ובמקום זאת לפעול להגברת השקיפות ולחינוך הציבור כדי לדאוג לכך שהמשקיעים יקבלו החלטות באופן מושכל יותר.⁹ דו"ח של חברת הייעוץ אוקסרה (Oxera) משנת 2015 העלה טענות דומות כנגד האיסור, וכמו כן טען כי הביקוש לייעוץ יירד בשל עלותו המוצגת לצרכן, דבר שעלול לפגוע בביקוש למוצרים, וכי ייווצר ביקוש יתר לרכישת מוצרים פיננסיים ללא ייעוץ (execution-only).¹⁰ דו"ח המשך, Oxera (2023), הביע חשש שבגלל עלות הייעוץ לקוחות יפנו לקבלת מידע ממקורות אחרים שאינם מפוקחים, לדוגמה רשתות חברתיות, שבהן פעילים משפיענים פיננסיים (Finfluencers).¹¹ חשש אחר שהובע בדו"ח נוגע לאפשרות לבעיית סוכן חדשות שעלולות לצוץ בין הלקוח ליועץ אחרי האיסור על עמלות והתשלום הישיר של הלקוח למפיץ, ולדוגמה - היועץ עלול לבחון טווח מוצרים קטן מדי במטרה למזער את זמן עבודתו. Eckhardt and Kotovskaia (2023) טוענים כי איסור על תשלום עמלות יהווה פגיעה בחופש העיסוק של המתווכים.¹² כמו כן נטען במאמר כי לצורך שמירה על התחרות יש להתיר את שני המודלים, וכי המודל האוסר על העמלות לא יהיה תחרותי ללא זה המתיר עמלות.¹³

מחקרים שבדקו את דמי הניהול והוצאות הקרן (Fees and Expenses) מצאו כי הם נמוכים יותר במדינות שהטילו את האיסור על עמלות ההפצה לעומת המדינות שלא עשו זאת. כך נמצא במחקרים של חברת מורנינגסטאר (Morningstar) וכן במחקרים של הרשות האירופית

⁹ ראו CFA Institute (2013) וכן CFA Institute (2023).

¹⁰ Oxera (2015).

¹¹ Oxera (2023).

¹² Eckhardt and Kotovskaia (2023).

¹³ Eckhardt and Kotovskaia (2023).

לניירות ערך ושווקים (European Securities and Markets Authority), רגולטור העל של האיחוד האירופי לשווקי ההון. Sebastian et al. (2023) בדקו את השפעת האיסור על עמלות הפצה על העושר של משקי הבית במדינות ה-OECD ומצאו כי התשואה על ההון של משקי הבית במדינות שהטילו את האיסור עולה על התשואה במדינות שלא הטילו אותו.¹⁴

גם בישראל מקבלים הגופים המתווכים דמי הפצה מיצרני המוצרים הפיננסיים.¹⁵ הייעוץ ללקוח בנוגע לרכישת המוצרים הפיננסיים עצמו אינו כרוך בתשלום. עם זאת, בישראל המצב שונה בכך שקיים הבדל בין קרנות נאמנות "אקטיביות" לבין קרנות נאמנות "פאסיביות".¹⁶ בקרנות ה"אקטיביות" משלם מנהל הקרן ליועץ דמי הפצה, אך הלקוח איננו משלם דמי קנייה ומכירה. בקרנות ה"פאסיביות", לעומת זאת, לא משולמות עמלות הפצה אבל הלקוח משלם דמי קנייה ומכירה.¹⁷ לכן יעסוק מאמר זה בקרנות האקטיביות בלבד ולא בקרנות הפאסיביות.¹⁸

גם בישראל מושמעות דעות בעד ונגד האיסור על העמלה. לדוגמה, בכיר בשוק ההון, ששמו לא צוין, טען כי "רשות ניירות ערך עושה טעות איומה שתרסק את תעשיית הקרנות האקטיביות".¹⁹ לדבריו, הפעולה הנכונה היא לעודד תחרות. הבכיר הרחיק לכת וטען כי הגופים שמקדמים את ביטול עמלת ההפצה הם השחקנים הגדולים בתחום הקרנות הפאסיביות.

המאמר הנוכחי בוחן את הרגולציה במדינות שונות, הן כאלו שהטילו את האיסור והחליפו אותו בתשלום ישיר של המשקיעים לגוף היועץ והן כאלו שבחרו ליישם פתרונות "רכים"

¹⁴ Sebastian et al. (2023). יש לציין שבמחקר נכללו גם מדינות שבהן האיסור חל רק על מוצרים פנסיוניים.
¹⁵ עמלות ההפצה נקבעו במסגרת רפורמת בכר (2005), שמטרתה היתה הפחתת ריכוזיות המערכת הבנקאית בשוק ההון הישראלי. במסגרת הרפורמה חויבו הבנקים למכור את קרנות הנאמנות שבבעלותם אך נקבע כי יוכלו להמשיך לשמש כמפיצים. משא ומתן מול נציגי הבנקים הוביל לקביעת מנגנון דמי ההפצה, שבמסגרתו משלם מנהל הקרן לבנק עמלת הפצה תמורת שיווק הקרן ללקוחות הבנק.

¹⁶ קרן נאמנות "אקטיבית" היא קרן המנוהלת באופן אקטיבי על ידי מנהל שמטרתו להביס את השוק ואשר לצורך כך מחליט אלו ניירות ערך לקנות ואלו ניירות ערך למכור ובאיזה עיתוי. קרן נאמנות "פאסיבית" היא קרן העוקבת אחרי מדד מסויים באופן אוטומטי במטרה לשכפל את ביצועיו, ואינה מערבת שיקול דעת ניהולי.

¹⁷ במצב הזה, לא זו בלבד שמשולמים דמי הפצה עבור קרנות נאמנות "אקטיביות" אלא שכל מבנה התשלום המתייחס לשני סוגי הקרנות איננו בהיר, ולקוח שאיננו מומחה בתחום הפיננסיים עלול לא להבין את ההבדלים שבין שני סוגי הקרנות ואת שונות מבנה התשלום בגינן.

¹⁸ לעתים כרוכה הרפורמה בקרנות הנאמנות האקטיביות ברפורמה במוצרים ביטוחיים.

¹⁹ דותן (2024). <https://www.funder.co.il/article/174877>.

לבעייה. מן הסקירה עולה כי האיסור על עמלות ההפצה הניב תוצאות טובות מרוב הבחינות. עם זאת, קיימת בעייה של חלק ממשקי הבית, באופן כללי משקי הבית עם ההכנסה הנמוכה, שנותרו ללא ייעוץ, והבעייה הזו זוכה לטיפול באמצעים שונים במדינות שנסקרו במאמר זה.

מבנה המאמר הוא כדלקמן. הפרק הבא מתרכז במדינות אשר אסרו על עמלות הפצה. הפרק השלישי עוסק במדינות אשר יישמו פתרון חלקי. הפרק האחרון מכיל סיכום ודיון.

מדינות שאסרו על תשלום עמלות הפצה

בפרק זה נסקור שלוש מדינות אשר אסרו על תשלום דמי הפצה: בריטניה, הולנד ואוסטרליה. בכל אחת משלוש המדינות הללו הוטל האיסור על עמלות הפצה ב-2013, ובכולן הוטל האיסור רק לאחר שצעדי רגולציה מתונים יותר, ובראשם שיפור דרישות הגילוי והשקיפות, לא השיגו את התוצאה הרצויה. כך, הצהיר באופן מפורש משרד האוצר ההולנדי: "אנו זקוקים ליותר מאשר שקיפות כדי לגרום לכך שייעוץ יהיה בלתי מוטה ולהבטיח את הגנת הצרכן. הפתרון האולטימטיבי צריך להיות קטיעת הקשר הפיננסי בין המתווך לבין יצרן המוצרים הפיננסיים באופן מוחלט, למשל על ידי איסור על עמלות הפצה".²⁰ בכל המדינות הללו הביא הצעד להפחתת ההטייה ולהגברת אמון הציבור, ובכל המדינות הוחלט, לאחר בחינה חוזרת אחת או יותר, להשאיר את האיסור על כנו. בכולן עקב אכילס היתה צורה כזו או אחרת של פער הייעוץ, דבר שהטריד את הרגולטורים. הפתרונות לפער הייעוץ היו שונים בין המדינות, במיוחד בין בריטניה ואוסטרליה לבין הולנד, כפי שנראה בהמשך.

בתת הפרקים הבאים נתאר, לכל מדינה בנפרד, את המצב שהוביל לחקיקה, את הרפורמות ואת תוצאותיהן. תת הפרק הראשון יעסוק בבריטניה, השני יעסוק בהולנד והשלישי - באוסטרליה.

²⁰ ראו Roll and Pastuch (2012):

"Therefore, we need more than transparency in order to bring about unbiased advice and ensure consumer protection. ... In order to truly establish a clear position on the role of the intermediary towards its client ... the ultimate solution would be cutting the financial relation between intermediary and provider entirely, for example through a ban of commissions."

הממלכה המאוחדת

בממלכה המאוחדת (להלן בריטניה) עלתה לראשונה רפורמת ה-Retail Distribution Review (RDR) על שולחן הרגולטור, ה-FSA (Financial Securities Authority), ב-2006.²¹ מטרת הרפורמה היתה יצירת שוק השקעות עמיד, יעיל ואטרקטיבי אשר הצרכנים בוטחים בו.²²

העסקאות שמשכו בשלב הראשוני את תשומת לבו של הרגולטור היו בתחום הפנסיה, ונמצא כי גילוי לגבי ניגודי אינטרסים לא סיפק הגנה מספקת ללקוחות.²³ יתרה מזו, הציבור לא הבין את מודל התגמול מבוסס העמלות ואת המוצרים הפיננסיים, עובדה שהרגולטור ייחס, במידה רבה, לחוסר היכולת של המפיץ לתת הסברים בהירים, אולי בשל הכשרה לקויה.²⁴

ל-RDR קדמה שורת רפורמות שיזם הרגולטור הבריטי ושמטרתיהן היו העלאת איכות הייעוץ הפיננסי, הגדלת השקיפות והגברת אמן הציבור בסקטור הייעוץ הפיננסי. הרפורמות הללו לא הצליחו. לדוגמה, נמצא כי החובה שהוטלה על חברות לגלות את העמלה המקסימלית עבור כל מוצר הביאה לעליית העמלות ברוב קטגוריות המוצרים.²⁵

ל-RDR היו מספר מטרות. מטרה אחת היתה שיפור הבהירות שבה החברות מתקשרות ללקוחות את טיב המוצרים והשירותים שיסופקו להם. זאת – לאור עדויות לגבי הדרך הבעייתית בה הציגו היועצים את טיב השירות שהציעו (למשל, האם השירות הוא בלתי תלוי) וכן את מחירי המוצרים והשירותים השונים שסיפקו ללקוחות. המטרה השנייה היתה שיפור הרמה המקצועית של היועצים הן על ידי הצבת דרישות הסמכה גבוהות יותר והן על ידי דרישה להשתלמויות שוטפות, מטרה שמקורה בהערכות כי רמת היועצים נמוכה מדי. המטרה השלישית היתה טיפול באופן התגמול של היועצים כך שלא ייווצר פוטנציאל להטייה

²¹ בשנת 2013 פורקה ה-FSA והוחלפה ב-Financial Conduct Authority, או FCA. לצד ה-FCA קיים כיום רגולטור נוסף האחראי על הבנקים, Prudential Regulation Authority או PRA.

²² מתוך FCA (2020):

"The aim of the RDR was to establish a resilient, effective and attractive retail investment market that consumers had confidence in and trusted."

²³ Oxera (2015).

²⁴ FSA (2007).

²⁵ BEUC (2019).

בהמלצותיהם ללקוחות, ועל כך נרחיב מיד.²⁷²⁶ מטרת העל של הרפורמה היו שיפור התחרותיות, יצירת שוק שיאפשר ללקוחות רבים יותר את מילוי רצונותיהם וצרכיהם, ועידוד יציבות התעשייה לטווח הארוך, וכל זאת - באופן שהמסגרת הרגולטורית לא תפגע בחדשנות, כל זמן שהחדשנות היא לטובת הצרכנים.

כאמור, אחת המטרות של הרפורמה היתה הסרת הפוטנציאל להטייה בהמלצות היועצים ללקוחות. הטייה זו נגרמת על ידי העובדה שהתשלום ליועצים מתבצע ע"י יצרני המוצרים הפיננסיים ולא על ידי הצרכנים, והסרתה מתבצעת על ידי מעבר לדמי ייעוץ מוסכמים עם הלקוח וביטול עמלות מהיצרן בעסקאות ייעוץ. ה-FSA זיהה שלושה סוגים של הטייות.²⁸ הסוג הראשון של הטייה עוסק במוצרים (product bias), ובו המפיצים עלולים להמליץ על מוצרים שבהן העמלות גבוהות יותר. למשל, במקרים בהם מוצרים בעלי סיכון גבוה יותר מייצרים יותר עמלות למפיץ מאשר מוצרים בעלי סיכון נמוך יותר, עלול המפיץ להמליץ ללקוח על מוצר שהוא בעל סיכון גבוה מדי עבורו. הסוג השני של הטייה עוסק ביצרני המוצרים הפיננסיים (provider bias), ובו המפיצים עלולים להמליץ על מוצרים שיצרניהם משלמים למפיץ עמלות גבוהות יותר. במקרה זה עלול המפיץ להמליץ ללקוח על מוצר יקר יותר משום שהוא מקבל עבורו עמלה גבוהה יותר מהיצרן מאשר על מוצר דומה אבל זול יותר. הסוג השלישי של הטייה עוסק במכירות (sales bias), ובו המפיצים עלולים להמליץ על ביצוע עסקאות (קנייה, החלפת מוצר במוצר, וכו') גם כאשר אין לכך הצדקה, משום שכל עסקה חדשה יוצרת עבורו עמלה.

לאחר עבודה אינטנסיבית שהחלה כזכור ב-2006 וכללה עשרות מסמכים נכנס ה-RDR לתוקפו בראשית 2013.²⁹ איסור עמלות ההפצה החל ב-1.1.2013, והוחל על כל סוגי המוצרים הפיננסיים הנמכרים ללקוחות קמעונאיים.³⁰ ברפורמה נקבע כי התשלום ליועצים יבוצע אך

²⁶ Europe Economics (2014).

²⁷ באפריל 2014 הוחלו סעיפים דומים לגבי תגמול ושקיפות על פלטפורמות מסחר. ראו למשל Europe Economics (2014).

²⁸ FSA (2009).

²⁹ לפי Ring (2016):

17 separate Following upon 18 Consultation Papers, 5 Discussion Papers, 15 Policy Statements and completed on 31 December pieces of research, the implementation of reforms constituting the RDR was 2012.

³⁰ מוצרי ביטוח מסויימים ומשכנתאות הוחרגו מן האיסור, בניגוד למצב בהולנד.

ורק על ידי הלקוח, כאשר הוא הוסכם מראש ודווח ללקוח, וכאשר הוא מוצג בשני חלקים נפרדים: התשלום עבור המוצר והתשלום עבור הייעוץ.

חברות שמוכרות באופן ישיר (direct sales), כלומר כאלו אשר מייצרות מוצרים פיננסיים וגם מספקות ייעוץ, נדרשו לקבוע דמי ייעוץ סבירים, העולים בקנה אחד עם עלויות היעוץ, על מנת למנוע סובסידיה צולבת בין עלות המוצר לעלות הייעוץ שתגרום לכך שעלות הייעוץ תהיה נמוכה מדי, תוך פגיעה בתחרות.³¹ בנוסף, הועלתה רמת הכישורים הנדרשת מהיועצים, הן ברמת ההסמכות הנדרשות והן ברמת ההכשרה השוטפת.

לפני הרפורמה היו מספר סוגי יועצים וההבדל ביניהם לא היה ברור לצרכנים, וכוונת הרפורמה בעניין זה הייתה ליצור מבנה פשוט וברור יותר.³² נקבע אפוא כי יהיו שני סוגי ייעוץ: ייעוץ "בלתי תלוי" (independent advice) וייעוץ "מוגבל" (restricted advice). היעוץ הבלתי תלוי מחוייב במתן ייעוץ המסתמך על ניתוח מקיף של השווקים הרלוונטיים להשקעה והוא רשאי להמליץ על מוצרים פיננסיים לכל רוחב הספקטרום. עליו לספק את הייעוץ ללא הטייה, ולא מוטלת עליו כל מגבלה. הגדרת היעוץ המוגבל נגזרת מהגדרת היעוץ הבלתי תלוי, כאשר כל מי שאיננו מקיים את הדרישות המאפשרות את הגדרתו כיועץ בלתי תלוי מוגדר כיועץ מוגבל. היעוץ מחוייב להצהיר בפני הלקוח איזה סוג ייעוץ הוא מספק, וייעוץ מוגבל חייב להבהיר ללקוחותיו את משמעות היותו מוגבל ואת טיב השירותים שהוא מציע.³³ לטענת Ring (2016) הרפורמה לא הצליחה להבהיר את מבנה שוק היעוץ ללקוחות, ועדיין לא ברור

³¹ Oxera (2015). העניין אינו טריויאלי ומערב שיקול דעת.

³² לפני הרפורמה היה המצב מעורפל. קטגוריית היועצים הבלתי תלויים הייתה אמנם קיימת אבל לא מוגדרת היטב. קטגוריית היועצים המוגבלים לא הייתה קיימת כלל, אבל קטגוריות אחרות שמשמעותן הייתה נזילה התקיימו. זה היה אחד הדברים שה-RDR שם לעצמו כמטרה לפתור.

³³ מתוך FSA (2012) לגבי ייעוץ בלתי תלוי:

The new standard for independent advice is intended to ensure that such advice is genuinely free from bias towards particular solutions or any restrictions that would limit the range of solutions that firms can recommend to their clients.

ולגבי ייעוץ מוגבל:

Restricted advice, which is advice that does not meet the standard for independent advice, will come in many different forms. While a firm needs to describe the nature of its restricted advice service to clients, it is free to choose the words that are appropriate for its service.

להם לחלוטין איזה סוג ייעוץ הם מקבלים. לדוגמה – יועץ עשוי להציע גם ייעוץ בלתי תלוי וגם ייעוץ מוגבל.³⁴

לקראת החלת הרפורמה הביעו אנשי מקצוע בתעשייה הפיננסית חששות רבים, כגון הקטנת מספר הלקוחות המקבלים ייעוץ, מעבר לקוחות לפעולות ביצוע בלבד (execution-only) ועזיבת יועצים את המקצוע. מספר בנקים גדולים, כדוגמת Royal Bank of Scotland ו-HSBC, פיטרו מאות יועצים כחלק מצמצום פעילותם בתחום הייעוץ, וחלק מן היועצים השיקו פלטפורמות אינטרנטיות.³⁵

הבחינה הראשונה של הרפורמה נערכה ב-2014 על ידי Europe Economics מטעם ה-FCA (Financial Conduct Authority).^{37,36} תוצאות הבדיקה היו מעודדות: ראשית, הן הראו שהמקצועיות של היועצים עלתה, דבר שהתבטא ברמת ההסמכה הגבוהה של רוב היועצים ובעלייה בחברות בארגונים מקצועיים. שנית, הבהירות בתקשורת עם הלקוחות שופרה. שלישית, האיסור על עמלות הפצה השיג את מטרתו והפחית את ההטייה בהמלצות יועצים. הדבר התבטא בירידה במכירת מוצרים שהעמלה עליהם היתה גבוהה לפני הרפורמה ובעלייה במכירת מוצרים שהעמלה עליהם היתה נמוכה לפני הרפורמה או שלא היתה עליהם עמלה כלל. כתוצאה מהסרת תשלום העמלות נראה שינוי בתמהיל המוצרים: עלייה במכירת מוצרים זולים וירידה במכירת מוצרים יקרים. ואכן, חברת המחקר Morningstar מצאה כי נתח השוק של קרנות פאסיביות עלה מ-6.9% ב-2012 ל-13.5% ב-2016.³⁸ רביעית, מחירי המוצרים ירדו לאחר הרפורמה בסכום שגודלו לפחות כגודל עמלת ההפצה. עם זאת, עלות הייעוץ עלתה, דבר המעיד על תחרותיות שאינה מספקת. בשלב הזה לא היה ברור האם הירידה במחיר המוצרים איזנה את העלייה במחיר הייעוץ.

³⁴ Ring (2016). יצוין כי המאמר מכיר בהצלחותיה של הרפורמה בעניין הקטנת ההטייה בהמלצות היועצים והעלאת רמתם המקצועית.

³⁵ Collinson (2012).

³⁶ Europe Economics (2014).

³⁷ ב-2013 השתנה מבנה הרגולציה וה-FSA (Financial Securities Authority) הפך ל-FCA (Financial Conduct Authority).

³⁸ BEUC (2019).

למרות שלפני כניסת הרפורמה לתוקף יצאו משוק הייעוץ חלק מהבנקים והיועצים, אולי גם בשל העלאת הדרישות המקצועיות, בשלב הבחינה התייצב מספר היועצים.³⁹ לפי הבחינה, השוק עבר הסתגלות כך שיוכל להציע ייעוץ המתאים ללקוחות. חברות רבות החלו לבצע פילוח של הלקוחות ולהתמקד בלקוחות בעלי העושר הפיננסי. עם זאת, רוב היועצים היו מוכנים לקבל לקוחות, גם את אלו שאינם עשירים, ואין עדות לביקוש לייעוץ שלא נענה. בנוסף, יש עדות לעלייה ברכישת מוצרים ללא ייעוץ וכן לשימוש גובר של הלקוחות בפלטפורמות אינטרנטיות. באשר לפער הייעוץ (advice gap), הבחינה הבדילה בין שלושה סוגים של לקוחות שאינם מקבלים ייעוץ: אלו שאינם בשוק כלל וגם אינם מעוניינים בכך, אלו שנמצאים בשוק, יכולים לשלם עבור ייעוץ אבל בוחרים שלא לעשות זאת, ואלו שנדחקו החוצה על ידי החברות שמתמקדות בלקוחות העשירים.⁴⁰ הסוג הראשון איננו מייצג פער ייעוץ משום שהצרכנים המדוברים אינם מחפשים ייעוץ. כיוון שהבנקים היו פעילים בשכנוע הצרכנים הללו להשקיע, ייתכן שיציאת חלק מהבנקים מתחום הייעוץ הפחיתה את הייעוץ לקבוצה הזו. הסוג השני אינו מעוניין לשלם עבור ייעוץ שלתחושתו קודם ניתן בחינם.⁴¹ ייתכן שלו היו מוצעים מודלים של ייעוץ זול יותר היו בוחרים לשלם עבורו. הקבוצה השלישית אינה גדולה, ונראה כי יש מספיק יועצים המוכנים לתת ייעוץ גם ללקוחות לא עשירים. הצפי הוא שלא יישארו לקוחות שלא יינתן להם ייעוץ אם הם מעוניינים בו. אלו שממשיכים לקבל ייעוץ מקבלים ייעוץ טוב יותר. עם זאת, העלויות עלו, לפחות לחלק מהצרכנים, דבר המעיד על כך שהתחרות בשוק הייעוץ מוגבלת. העדר מודעות מספקת של הלקוחות וחוסר ההבנה של התשלום עבור ייעוץ מפחיתה את התחרות ומגבילה את היכולת להוזיל את הייעוץ. נראה שהרפורמה שיפרה את השקיפות. עם זאת, נראה שחלק מהלקוחות עדיין לא מבינים היטב את התשלומים שהם משלמים ומה ההבדל בין ייעוץ בלתי תלוי לייעוץ מוגבל.⁴²

הבחינה סיכמה את ביצועי ה-RDR יחסית למטרותיו כדלקמן: רמת היועצים עלתה, הבהירות בתקשורת עם הלקוחות גדלה אם כי עדיין יש מקום לשיפור, וההטייה בהמלצות היועצים פחתה. התמונה העולה מן הבחינה היא כי הרפורמה השיגה את רוב מטרותיה, אבל יש מקום

³⁹ לעניין יציאת חלק מהבנקים והיועצים משוק הייעוץ ראו גם Collinson (2012).

⁴⁰ ישנן הגדרות שונות ל-advice gap. ראו (2014) FCA, טבלה 5.5, עמוד 59.

⁴¹ לפי מחקר מ-2012 של חברת הייעוץ דלוויט (Deloitte), 87% מהצרכנים הבריטים הניחו כי הייעוץ ניתן בחינם לפני ה-RDR. ראו (2019) BEUC. הדו"ח המלא של דלוויט כבר איננו זמין לציבור.

⁴² ראו גם Ring (2016).

לשיפורים, הן מבחינת העלאת רמת הבהירות שבה מתקשרים היועצים עם הלקוחות והן מבחינת הצעת מודלי ייעוץ פשוטים וזולים יותר ('simplified advice solutions').

בעקבות ה-RDR, החלה באוגוסט 2015 בחינה נוספת, שלה היו שותפות ה-FCA ומשרד האוצר הבריטי (HM Treasury). מטרתה של הבחינה, שנקראה Financial Advice Market Review (FAMR), היתה למצוא דרכים לשיפור שוק הייעוץ, ובפרט לשיפור נגישות הציבור לייעוץ פיננסי במחירים סבירים. ה-FAMR הסיק כי ה-RDR הביא להגברת השקיפות, להעלאת רמתם המקצועית של היועצים ולהקטנת ניגודי העניינים וההטייה בהמלצות היועצים. עם זאת, הגיעה הבחינה למסקנה כי הייעוץ יקר ולא תמיד הולם את צרכיהם של הלקוחות, בפרט את צרכי הלקוחות שאינם עשירים. השורה התחתונה של הדו"ח תומכת בשימור ה-RDR תוך הכנסת שיפורים בשוק הייעוץ. הדו"ח הסופי של ה-FAMR, שהתפרסם ב-2016, כלל 28 המלצות לשיפור המצב שיועדו לרגולטור, לממשלה ולגופים נוספים ושכולן יושמו.⁴³

ב-2020 ערך ה-FCA בחינה מקפת של השפעת ה-RDR וה-FAMR.⁴⁴ הבדיקה העלתה כי המטרות הושגו במידה רבה: ההטייה בייעוץ ירדה ואיכות היועצים עלתה. בניגוד לחשש שהובע על ידי גופים רבים, נמצא כי מספר היועצים הפיננסיים עלה ב-4% בין 2012 ו-2019.⁴⁵ כמו כן העלתה הבדיקה כי שוק הייעוץ הסתגל לתנאים החדשים ופועל באופן מיטבי עבור רוב הלקוחות. עם זאת, ישנם לקוחות הנמנעים מקבלת ייעוץ ואינם משקיעים את סכומי

⁴³ HM Treasury (2016). מתוך הדו"ח:

"The UK already has a high-quality financial advice market, with much to recommend it. The RDR reduced commission bias in the market, ensuring that consumers can have confidence in the impartiality of their advisers, increased transparency regarding charging structures, and increased professionalism in the industry. Furthermore, the market is innovative, as evidenced by the recent development of new models of advice. FAMR wants to preserve and build on these aspects of financial advice in the UK."

ראו גם:

"A small number of respondents to the FAMR Call for Input recommended that commission be reintroduced for financial advice. However, these were outweighed by the opposing view. Given the strong arguments against a commission-based system, such as the lack of transparency and distortion of incentives, FAMR does not believe there is a case to consider this, and is therefore not recommending a return to commission-based financial advice."

⁴⁴ FCA (2020).

⁴⁵ מייד לאחר הרפורמה ירד מספר היועצים, אולי גם בשל העלאת הדרישות המקצועיות. ראו FCA (2014).

הכסף שבידיהם. כמו כן העלתה הבדיקה כי למרות שתעשיית הייעוץ מציעה מבחר שירותים, משירות אינטרנטי ועד שירות פנים אל פנים, בפועל לא קיימת תחרות מספקת בשוק הייעוץ. יצויין כי בבדיקה שערך האיחוד האירופי ב-2018 נמצא כי מייד לאחר החלת הרפורמה היתה ירידה מסויימת בביקוש לייעוץ, אשר שיקפה תקופת הסתגלות למבנה התגמול החדש במסגרתו החל הלקוח לשלם באופן שקוף למפיץ.⁴⁶ בבדיקת לקוחות סמויים (mystery shoppers) נמצא כי בבריטניה, בניגוד לרוב המדינות באירופה, הופנו הלקוחות הללו אל יועצים בלתי תלויים אשר קיבלו אותם לייעוץ ללא תלות בסכום ההשקעה שלהם.⁴⁷

לאור הממצאים בבדיקה שנערכה ב-2020, יזם ה-FCA ב-2023 בחינה נוספת למטרת העלאת הצעות קונקרטיות להגברת הגישה לייעוץ במחיר סביר. בדיקה זו בחנה את תחום הביניים שבין ייעוץ להכוונה ושמה היה Advice Guidance Boundary Review. הבחינה הציעה שלוש הצעות לפתרון בעיית פער הייעוץ. ההצעה הראשונה היתה כרוכה בהבהרה נוספת של הגבול בין ייעוץ להכוונה, כאשר ה-FCA יספק ליועץ ודאות גדולה יותר כך שיוכל לתת תמיכה רבה יותר ללקוחות ללא המלצה אישית. ההצעה השנייה היתה יצירתית במיוחד, ובמסגרתה תסופק ללקוח תמיכה ממוקדת (Targeted Support). התמיכה תינתן לקבוצות של לקוחות בעלי מאפיינים דומים ("People like you") על בסיס מידע מוגבל ובלי ייעוץ אישי, בעלות נמוכה בהרבה מאשר זו שנגבית עבור ייעוץ אישי. לדוגמה, ללקוח קרן נאמנות שהקצאת הנכסים שלה היא 80% במניות ו-20% באיגרות חוב. בהתבסס על ידיעה כללית של מספר עובדות, למשל העובדה שלמשקיע אופק השקעה ארוך, יבחן היועץ את הקרן ויציע אלטרנטיבות בעלות חלוקת נכסים דומה, המתאימות לקבוצה שהמשקיע משתייך אליה מבחינת מאפיינים ומטרות. ההצעה השלישית היא מתן ייעוץ מצומצם ומפושט (Simplified Advice) שבמסגרתו יינתן ייעוץ אישי הלוך בחשבון רק מידע שהוא רלוונטי לצורך ספציפי של הלקוח, למשל השקעה של סכום כסף מסויים, שכיום נמצא בפקדונות, לתקופה ארוכה. למעשה, הייעוץ הניתן במסגרת תמיכה ממוקדת (Targeted Support) והייעוץ הניתן במסגרת מפושטת (Simplified Advice) משלימים זה את זה. כל ההצעות הללו, למרות שהן מערבות טכנולוגיה, יכללו מגע יועץ אנושי בשלב כלשהו, מכיוון שסקרים הראו כי לקוחות מעדיפים

⁴⁶ European Commission (2018a)

⁴⁷ European Commission (2018a) (ראו עמוד 4 לפרטים נוספים על השיטה). הנורמה ברוב מדינות אירופה היא הפניית לקוח לייעוץ פיננסי הניתן על ידי יועצים הקשורים עם המוסד הפיננסי אליו פנה הלקוח.

מעורבות אנושית כלשהי בתהליך הייעוץ. סקרים העלו כי רק 1.5% מן הלקוחות שנסקרו השתמשו בייעוץ ממוחשב לחלוטין (robo-advice).

ביוני 2025 הודיע ה-FCA כי החל בתהליך יישום, כך שחברות המעוניינות בכך יוכלו לתת תמיכה ממוקדת (Targeted Support) החל מאפריל 2026.⁴⁸ על החברות המעוניינות לתת ייעוץ יהיה לקחת בחשבון רשימת נושאים. לדוגמה, איך לזהות קבוצות צרכנים שסוג הייעוץ הזה מתאים להן. באשר לייעוץ המפושט (Simplified Advice), כרגע ה-FCA איננו מקדם אותו, והכוונה היא להשיג את המטרות של סוג הייעוץ הזה באמצעות מסגרות רגולטוריות קיימות. חשוב לציין כי לצורך הגנה על הצרכן קבע ה-FCA כי יהיו נושאים בהם אי אפשר יהיה לתת תמיכה ממוקדת, לדוגמה מוצרי השקעה מורכבים או בעלי סיכון גבוה.⁴⁹ בסקירה של חברת אבני (Aveni) מתוארים פתרונות היברידיים המוצעים על ידי החברה, המשלבים אמצעים טכנולוגיים ומגע יד אדם.⁵⁰ תהליך ייעוץ כזה מתחיל באיסוף מידע על הצרכן באמצעות שאלונים דיגיטליים. בהסכמת הצרכן, ייאספו נתונים ממאגרי מידע שפרטי הצרכן נמצאים בהם. לאחר מכן יופעלו אלגוריתמים להערכת סיכון וינתנו המלצות המבוססות על בינה מלאכותית. כאשר נדרש, המערכות יתריעו על מורכבות הדורשת התערבות אנושית. המגע האנושי יהיה מינימלי ויבוצע באמצעים דיגיטליים, ללא צורך במפגש פנים אל פנים, עובדה שתוזיל את עלות הייעוץ משמעותית.

באשר לדמי הניהול והוצאות הקרן, במחקרים של חברת מורנינגסטאר זוכה בריטניה לדרוג "מעל לממוצע" או למעלה מזה, כאשר בדו"ח האחרון צויין כי דמי הניהול בקרנות האקטיביות שלה הם הנמוכים באירופה, דבר המיוחס בחלקו לאיסור עלות ההפצה.⁵¹ הממצאים האלו עולים בקנה אחד עם הממצאים של הרגולטור המפקח על שוקי ההון באיחוד האירופי, European Securities and Markets Authority (ESMA).⁵² בדו"ח משנת 2021, השנה האחרונה בה נכללו נתוני בריטניה בדו"חות הרגולטור האירופי, היו דמי הניהול והוצאות הקרן של הקרנות בבריטניה זולים מאשר הממוצע האירופי ברוב הקטגוריות שנסקרו.

⁴⁸ <https://www.fca.org.uk/firms/advice-guidance-boundary-review>

⁴⁹ Grant Thornton (2025)

⁵⁰ Aveni (2025)

⁵¹ Morningstar (2019), Morningstar (2022), Morningstar (2025) וכן

⁵² ESMA (2021)

הולנד

בהולנד, באופן דומה למה שקרה בבריטניה, עלתה סוגיית עמלות ההפצה על סדר יומו של הרגולטור, ה-AFM (Dutch Authority for Financial Markets), לאחר שהתפרסם ב-2006 דו"ח שעסק בתחום פוליסות שהורכבו משילוב של ביטוח חיים והשקעות ושצברו פופולריות רבה בשלהי שנות ה-90 של המאה שעברה.⁵³ הדו"ח חשף כי חלק גדול מן הסכום שהושקע על ידי הלקוחות שימש לכיסוי עמלות ופרמיות, כאשר ברוב המקרים לא ידע הלקוח כמה מן הסכום הושקע בפועל ומה היו עלויות המוצר. הפוליסות נמכרו ללקוחות על ידי יועצים אשר הוגדרו כיועצים בלתי תלויים בעוד בפועל קיבלו עמלות מחברות הביטוח. סדר הגודל של הסכומים המעורבים היה משמעותי: במהלך השנים נמכרו כשבעה מיליון פוליסות כאלו אשר ההשקעה בהן היתה כ-49 מיליון יורו, והנזק הכולל ללקוחות נאמד ב-20-30 מיליון יורו.⁵⁴ הגילויים הללו זעזעו את השווקים הפיננסיים כולם, ובעקבותיהם נכנסה לתוקף ב-2009 רפורמה אשר במרכזה עמדה העלאת השקיפות בתגמול היועצים והמתווכים בתעשייה הפיננסית.

מחקר שבוצע עבור משרד האוצר ההולנדי ב-2010 כדי לבדוק את השפעת הרפורמה העלה כי היא אמנם שיפרה את השקיפות ובכך את מצב הלקוחות אבל לא השיגה את מטרתה לחלוטין. זאת - משום שהלקוח איננו מנצל את המידע באופן שיביא לתוצאה האופטימלית: "השגת מידע היא צעד אחד; המרתו להבנה ופעולה, לב העניין של השקיפות, היא עניין אחר."⁵⁵ במצב הדברים הזה לא תושג, לטענת המחקר, מטרת הרפורמה במלואה, משום שלשחקנים בשוק תהיה האפשרות להמשיך לגבות מחירים יקרים תמורת השירותים שהם מציעים. מן המחקר ומנייר עמדה של משרד האוצר ההולנדי עולה כי שקיפות בתגמול היא צעד חשוב אך לא ניתן יהיה להסתפק בו, משום שהלקוח לא יערוך חיפוש אחר ייעוץ זול יותר

⁵³ <https://www.afm.nl/en/over-de-afm>

⁵⁴ BEUC (2018).

⁵⁵ ראו Risseuw, Kerste, Baarsma, and Dosker (2010):

"Obtaining information is one step; converting that information into understanding and action, which is what transparency ultimately involves, is another."

ופחות מוטה.⁵⁶ מכאן נובע כי "הפתרון האולטימטיבי צריך להיות קטיעת הקשר הפיננסי בין יצרן המוצרים הפיננסיים לבין המפיץ באופן מוחלט".⁵⁷

לאחר שהתברר כי הרפורמה של 2009 לא השיגה את מטרתה החיל הרגולטור, כמו בבריטניה, רפורמה שבמסגרתה חל איסור מוחלט על קבלת עמלות הפצה על ידי יועצים ומתווכים, כולל בנקים.⁵⁸ הרפורמה נכנסה לתוקפה ב-1.1.2013 לגבי מוצרים פיננסיים מורכבים כדוגמת הפוליסות ששילבו ביטוח חיים והשקעות שהוזכרו לעיל, ושנה לאחר מכן הורחבה לכלל המוצרים הנמכרים לקהל הקמעונאי, ובכללם קרנות נאמנות.⁵⁹ זאת – בניגוד לבריטניה בה הוחל האיסור ב-1.1.13 מיידית על כל סוגי המוצרים הפיננסיים הנמכרים ללקוחות קמעונאיים.

בהתאם לרפורמה, התשלום היחיד אותו יכולים המוסדות הפיננסיים לגבות ישולם על ידי הלקוחות. בהנחיות שפרסם הרגולטור למפיצים ולמתווכים נכתב כי על המוסד הפיננסי להבהיר ללקוח במפורש את כל התשלומים שישלם ואת השירותים שבגינם ישלם, ובכללם שירותי ייעוץ וברוקראז'. כמו כן הובהר כי תשלום עבור שירותי הייעוץ איננו תלוי ברכישת מוצר כלשהו.⁶⁰ צעד נוסף שנכלל ברפורמה הוא העלאת רמתם המקצועית של היועצים באמצעות החמרת דרישות ההסמכה וההכשרה בהן הם צריכים לעמוד וכן הכנסת מבחני כשירות מקצועית חדשים.

⁵⁶ Roll and Pastuch (2012) ראו:

"Remuneration transparency is an important first step. However, it appears that even if consumers are informed, they do not always act upon this information by shopping around for less costly and more unbiased advice."

⁵⁷ Roll and Pastuch (2012) ראו:

"Therefore, we need more than transparency in order to bring about unbiased advice and ensure consumer protection. ... In order to truly establish a clear position on the role of the intermediary towards its client ... the ultimate solution would be cutting the financial relation between intermediary and provider entirely, for example through a ban of commissions."

⁵⁸ <https://www.afm.nl/en/sector/themas/verplichtingen-voor-ondernemingen/melden-en-aanvragen/provisieverbod>

⁵⁹ de Jong (2017)

⁶⁰ <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/adviseurs-bemiddelaars-en-gevolmachtigde-agenten/beloning/uitgangspunten-provisieverbod>

נקודה חשובה בה עסק החוק, כמו בבריטניה, היתה סבסוד צולב. במקרה בו יצרן המוצרים הפיננסיים הוא גם היועץ (direct sales), קיים חשש כי היצרן, שהוא גם היועץ, יגלם חלק מעלויות הייעוץ בעלויות הייצור, כך שמחיר הייעוץ יהיה נמוך יחסית למחירו אצל יועצים עצמאיים והתחרות תיפגע. לכן על יצרן מוצרים פיננסיים לפתח מודל עלויות ולוודא כי תמחור הייעוץ משקף את עלותו האמיתית כך שלא תהיה סובסידיה צולבת בין מחיר המוצר למחיר הייעוץ.⁶¹

באופן כללי זכתה הרפורמה לתמיכת התעשייה.⁶² אולם, עדיין קרו מקרים בהם יועצים ומתווכים ניסו לעקוף את איסור תשלום דמי ההפצה באמצעים שונים. לדוגמה, זמן קצר לאחר כניסת הרפורמה לתוקף פרסם ה-AFM אזהרה מפני תשלום כפול כאשר לקוח קונה מוצר הקרוי "מנוי ייעוץ פיננסי" (Financial advice subscription), שבמסגרתו מוצע ללקוח ייעוץ פיננסי רחב, הכולל השקעות, פנסיה, משכנתאות ושירותים פיננסיים נוספים, תמורת דמי מנוי קבועים. החשש הוא שהלקוח עלול לשלם פעם נוספת עבור ייעוץ השקעות משום שאיננו מודע לכך שהייעוץ כלול במנוי. הרגולטור הבהיר כי איננו אוסר באופן עקרוני על מכירת מנוי כזה אולם הדגיש כי על היועצים והמתווכים מוטלת חובה להבהיר ללקוחות מה מכסה המנוי ומה כדאיות רכישתו ללקוח.⁶³

בנאום שנשא בנובמבר 2014 תאודור קוקלהורן, חבר מועצת ה-AFM, ושכותרתו היתה "So far so good", אמר כי בעקבות הרפורמה גברה בקרב המפיצים המגמה להציע ללקוחות קרנות פאסיביות. כתוצאה מכך, עלה שיעור הקרנות הפאסיביות המוחזקות על ידי לקוחות קמעונאיים מ-8% ב-2011 ל-16% ב-2014, דבר שהביא להפחתת העלויות ללקוחות.⁶⁴ כמו כן אמר כי עלויות ביצוע ללא ייעוץ (Execution-only) ירדו מ-0.75% ל-0.25% וכי התחרות גברה.⁶⁵

⁶¹ <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/adviseurs-bemiddelaars-en-gevolmachtigde-agenten/beloning/provisieverbod>

(ברובריקת Frequently Asked Questions). ראו גם (Oxera (2023).

⁶² Roll and Pastuch (2012). מעניין לציין שלקראת החלת רפורמת RIS כתב איגוד הבנקים ההולנדי מאמר עמדה ובו הציע לאיחוד האירופי לאמץ עקרונות הולנדיים (Dutch Banking Association, 2022).

⁶³ https://www.dutchnews.nl/2013/01/consumers_warned_on_financial/

⁶⁴ BEUC (2019).

⁶⁵ Better Finance (2022a).

במהלך 2017-2018 ערכה הממשלה ההולנדית בחינה מקיפה של תוצאות הרפורמה, וממצאיה דווחו לפרלמנט על ידי שר האוצר ופקה הוקסטר.⁶⁶ הבחינה העלתה כי האיסור על עמלות ההפצה היה אפקטיבי וכי נסיונות המפיצים למכור ללקוח מוצרים שאינם מתאימים לו נפסקו. המוצרים המורכבים נעשו פשוטים וקלים יותר להבנה שכן התמריץ למכירת מוצרים מורכבים נעלם. איכות הייעוץ עלתה משמעותית, תוצאה המיוחסת לא רק לאיסור על תשלום העמלות אלא גם להעלאת הדרישות המקצועיות שחייבה הרפורמה. נמצא גם כי האיסור זכה לתמיכה רחבה, כולל זו של יועצי השקעות.

באשר לנכונות הלקוח לשלם עבור הייעוץ, נמצא כי הלקוחות נוטים להמעיט בהערכת עלות הייעוץ אולם כאשר היועץ מסביר את הערך המוסף של השירות ללקוח עולה נכונות הלקוח לשלם. עם זאת, נמצא כי כאשר עלות הייעוץ מוצגת במפורש ישנה נטייה של הלקוחות לרכוש מוצרים פיננסיים בעצמם ללא ייעוץ (Execution-only), כאשר בעלי ידע פיננסי נמוך הם הקבוצה שנוטה ביותר לוותר על הייעוץ ולפנות לשירותי ביצוע בלבד (execution-only). עם זאת, לא גרמה הרפורמה לבעייה בזמינות הייעוץ ללקוחות המעוניינים בו.⁶⁷ כתוצאה מהתמונה הכוללת שעלתה מהדיווח של שר האוצר לפרלמנט החליטה הממשלה להשאיר את איסור גביית עמלות ההפצה בעינו.

בבדיקה שערך האיחוד האירופי ב-2018 נמצא כי מייד לאחר החלת הרפורמה היתה ירידה מסויימת בביקוש לייעוץ, אשר שיקפה תקופת הסתגלות למבנה התגמול החדש במסגרתו החל הלקוח לשלם באופן שקוף למפיץ.⁶⁸ בבדיקת לקוחות סמויים (mystery shoppers), בה נבדקים מתחזים ללקוחות על מנת לבדוק איך נותני שירותים פועלים, נמצא כי בהולנד, בניגוד לרוב המדינות באירופה, הופנו הלקוחות הללו אל אתרי המוסדות הפיננסיים שאליהם פנו על מנת לבצע עסקאות ללא ייעוץ (execution-only).⁶⁹ הדבר עולה בקנה אחד עם מחקר של המועצה האירופית משנת 2022 בו נמצא כי משקיעים פרטיים בהולנד משקיעים כמעט אך

⁶⁶ Hoekstra (2018). ראו גם BEUC (2018) ו-BEUC (2019).

⁶⁷ לפי Better Finance (2022a), לא קיימת בעייה של זמינות ייעוץ במובן זה שניתן למצוא יועצים עצמאיים אשר יעניקו ייעוץ לכל משקיע, ללא תלות בסכום ההשקעה שבידו, תמורת סכום קבוע או על בסיס שעת.

⁶⁸ European Commission (2018a).

⁶⁹ European Commission (2018a). לתיאור מפורט של השיטה ראו European Commission (2018b). הנורמה ברוב מדינות אירופה היא הפניית לקוח לייעוץ פיננסי הניתן על ידי יועצים הקשורים עם המוסד הפיננסי אליו פנה הלקוח. יוצאת הדופן השנייה היא בריטניה, כמתואר בפרק הרלוונטי.

ורק בשירותי ביצוע בלבד (execution-only).⁷⁰ ייעוץ בלתי תלוי זמין ללקוחות העשירים יותר, אלו שעושרם עולה על 75 אלף יורו. עם זאת, דיווח ה-AFM, הרגולטור ההולנדי, כי בין 2014 ל-2020 חלה עלייה של 43% בשימוש בשירותיהם של יועצים פיננסיים בלתי תלויים.⁷¹

באשר לדמי הניהול והוצאות הקרן, מחקרים שונים הראו כי בהולנד הן נמוכות בקנה מידה אירופי ואף עולמי. כך, במחקרים של חברת מורנינגסטאר זוכה הולנד באופן קבוע בציון לשבח על העלויות הכוללות הנמוכות של ההשקעה, דמי הניהול והוצאות הקרן (Fees and Expenses), שאותן מייחס המחקר בעיקר לאיסור על עמלת ההפצה.⁷² הממצאים האלו עולים בקנה אחד עם הממצאים של הרגולטור המפקח על שוקי ההון באיחוד האירופי, European Securities and Markets Authority (ESMA).⁷³

משרד האוצר ההולנדי וה-AFM תומכים באימוץ איסור עמלות ההפצה באיחוד האירופי, דבר המלמד על מידת ההצלחה שהם מייחסים לו.⁷⁴ במסמך המלצות משנת 2020, שנכתב עבור איחוד שוקי ההון האירופיים (Capital Markets Union), ממליץ ה-AFM למועצה האירופית לבקש מרשות ניירות הערך והשווקים האירופית (European Securities and Markets Authority) לבחון את נושא הטלת האיסור.⁷⁵

התמונה העולה מכלל העובדות שהובאו היא כי הרגולציה ההולנדית הגשימה את מטרותיה ויכולה להיחשב כהצלחה. נקודת התורפה במסגרת התמונה הכוללת היא פער הייעוץ של הלקוחות בעלי הידע הפיננסי המועט ביותר, וכאן נכנסים לתמונה הפתרונות היצירתיים שהאיסור הביא לפיתוחם. דוגמה לפתרון כזה הוא שירות ביצוע מודרך (Guided execution) only.⁷⁶ במסגרת תהליך אינטרנטי הלקוח קובע את מטרותיו ואת הסיכונים המתאימים לו, ולאחר מכן הוא מופנה למספר מצומצם של מוצרים מתאימים, ללא המלצה מפורשת על מוצר יחיד. לכן מבחינה רגולטורית אין הדבר מוגדר כייעוץ השקעות, ועם זאת ברור כי מצב

⁷⁰ European Commission (2022)

⁷¹ Better Finance (2022a)

⁷² Morningstar (2019) וכן Morningstar (2022), שהוא המעודכן ביותר.

⁷³ ראו למשל ESMA (2021) ו-ESMA (2025).

⁷⁴ Dutch Ministry of Finance & AFM (2021)

⁷⁵ AFM (2020)

⁷⁶ Dutch Banking Association (2022)

הלקוח המשתמש באפשרות זו עדיף על מצבו ללא ייעוץ כלל. פתרון יצירתי נוסף הוא ייעוץ רובוטי או דיגיטלי (Robo-advice).⁷⁷ זהו ייעוץ השקעות המתבסס על אלגוריתמים ונעשה עבור הלקוח באופן אוטומטי, כאשר האלגוריתם אוסף מן הלקוח נתונים רלוונטיים להשקעה וממליץ על השקעות או בונה עבור הלקוח תיק השקעות.

לאור העובדה שפער הייעוץ הוא נחלתם של משקי הבית שאינם עשירים, תומך הרגולטור ההולנדי בפתרונות הללו, שכן הם זולים ונגישים. ואמנם, ה-AFM הדגיש באג'נדה שלו לשנת 2023 כי אחד האתגרים המרכזיים שלו הוא הרחבת השימוש של לקוחות קמעונאיים בשירותי ייעוץ דיגיטליים למיניהם.⁷⁸ בדרך זו מונגשים ללקוחות הקמעונאיים מוצרים פיננסיים המתאימים להם במידה סבירה ובעלות נמוכה, תוך מתן הגנה רגולטורית המותאמת לפלטפורמות דיגיטליות.

אוסטרליה

באוסטרליה נכנסה לתוקפה ביולי 2013 באופן מחייב (לאחר שנה בה היתה בתוקף באופן וולונטרי) רפורמה שנקראה Future of Financial Advice (FOFA).⁷⁹ הצורך ברפורמה נבע מקריסת מוסדות פיננסיים אוסטרליים גדולים בסוף שנות ה-2000, בעת המשבר הפיננסי הגלובאלי. האירועים הללו הביאו להקמת ועדת חקירה פרלמנטרית שהדו"ח שלה, המכונה דו"ח ריפול (Ripoll Report) על שם מי שעמד בראשה, פורסם ב-2009 ושבעקבותיו חוקקה ממשלת אוסטרליה את הרפורמה.⁸⁰81 בנאום שנשא ב-2010 כריס בוון, השר האחראי על שירותים פיננסיים, הסדרי פרישה וחוק החברות (Minister for Financial Services, Superannuation and Corporate Law), אמר כי השילוב של מורכבות הסדרי התגמול ובורות הציבור בנושאים פיננסיים הביאו לכך שגישת הגילוי לא ייצרה את התוצאה הרצויה, וכי הלקוחות הפגיעים ביותר – אלו הזקוקים ביותר לייעוץ – הם אלו החשופים ביותר לסיכון שימכרו להם מוצרים שלחלוטין אינם מתאימים לצרכיהם הפיננסיים.⁸² באופן משלים, תיאר

⁷⁷ European Parliament (2021)

⁷⁸ Dutch Authority for the Financial Markets (2023)

⁷⁹ Australian Government (2011)

⁸⁰ ASIC (2012c)

⁸¹ Australian Government, Treasury (2013)

⁸² ראו Roll and Pastuch (2012):

Due "... to the complexity of commission-based remuneration structures, together with low levels of investor financial literacy, mean that the disclosure approach is not working as intended. Rather, the

פיטר קל, חבר מועצת רשות ניירות הערך האוסטרלית (Australian Securities and Investments Commission, or ASIC), בנאומו בפני איגוד היועצים הפיננסיים במאי 2012, את תוצאותיהם של סקרי צרכנים שנעשו בעילום שם (mystery shopping) ואמר כי יש לשפר את אופן הצרכנים ביועצים.⁸³

מטרות הרפורמה היו שיפור אופן הצרכנים במערכת הפיננסית והנגשת ייעוץ באיכות גבוהה בעלות סבירה לצרכנים. באופן דומה לרפורמות שאומצו באנגליה ובהולנד ושתוארו לעיל, נאסר במסגרת הרפורמה באוסטרליה תשלום עמלות הפצה על ידי יצרן המוצרים הפיננסיים ליועץ, והוחלף בדמי ייעוץ המשולמים לו ישירות על ידי הלקוח. דמי הייעוץ נקבעים במשא ומתן בין היועץ ללקוח, כאשר אין חובה לשלם אותם בבת אחת מראש.⁸⁴ שני סעיפים נוספים שכללה הרפורמה היו הטלת חובה על היועצים לפעול לטובת הלקוחות בעת מתן ייעוץ ודרישה להשגת הסכמת הלקוחות בכתב במקרה בו ניתן ייעוץ על בסיס קבוע.

אחד הדגשים החשובים של הרפורמה, כאמור, היה נושא הנגשת הייעוץ הפיננסי ברמה גבוהה ובעלות סבירה לאנשים רבים יותר. בנאומו של פיטר קל בפני איגוד היועצים הפיננסיים במאי 2012, שהוזכר לעיל, ציין כי רק 20% מהאוסטרלים מקבלים ייעוץ, וכי ASIC שם לעצמו למטרה להעלות אחוז זה.⁸⁵ מחקר שביצע הרגולטור מראה כי חלק מהאנשים, במיוחד אלו שלא ביצעו ייעוץ פיננסי מעולם, איננו מעוניינים בייעוץ פיננסי כולל ("הוליסטי", בלשון הרפורמה) כי אם בייעוץ הנוגע למספר מוגבל של נושאים. כך, נושא מרכזי ברפורמה האוסטרלית, אשר לא היה חלק מן הרפורמות בבריטניה ובהולנד כאשר יצאו לדרך, הוא הצעת שירותי ייעוץ מוגבל (scaled advice).⁸⁶ הייעוץ המוגבל הוא ייעוץ אישי המוגבל בהיקפו לתחומים מסויימים, וטווח רחב של יועצים יכול לספק אותו, ביניהם מתכננים פיננסיים ורואי חשבון.⁸⁷ הרגולטור האוסטרלי מספק מגוון רחב של דוגמאות לשאלות המתאימות לייעוץ מוגבל, וביניהן: כיצד להשקיע ירושה; האם להשקיע עודף כספים בלתי צפוי בקרן פנסיה או

most vulnerable investors - those most in need of good financial advice - are also those most at risk of being sold products that are completely inappropriate for their financial needs".

⁸³ Australian Securities and Investments Commission (2012a).

⁸⁴ מן האיסור על העמלות הוחרגו כמה מוצרים פיננסיים כדוגמת ביטוח חיים ומוצרים נוספים הקשורים לביטוח.

⁸⁵ ASIC (2012a).

⁸⁶ ASIC (2012b).

⁸⁷ Institute of Public Accountants (2013).

להשתמש בו לשלם חלק מן המשכנתא; ואיזו רמה של ביטוח רכב לרכוש.⁸⁸ מכיוון ששירותי ייעוץ אלו מתייחסים לתחום מוגבל המחייב את היועץ להשקעת זמן פחותה, הרי עלות ייעוץ כזה נמוכה יותר ובכך הוא מאפשר לאוכלוסיה רחבה ייעוץ זול ונגיש יותר. הייעוץ המוגבל כפוף לאותם סטנדרטים מקצועיים ואתיים שכפוף אליו הייעוץ ה"הוליסטי", כך שיהיה לטובת האינטרסים של הלקוח.

מעניין לציין שהממשלה האוסטרלית התייחסה לעניין שינוי המודל העסקי של היועצים הפיננסיים. בהצהרתה צויין כי למרות שיהיו יועצים שיעזבו את המקצוע בגלל המודל החדש, מרצון או מאונס, הרי שהמודל החדש, ובפרט יצירת שירותי הייעוץ המוגבל, יציג הזדמנויות תעסוקה חדשות בתחום.⁸⁹⁹⁰

שנה לאחר כניסת הרפורמה לתוקף, בספטמבר 2014, ערכה ASIC בדיקה על יישום רפורמת FOFA בתעשייה הפיננסית. מן הבדיקה, שנערכה באופן מדגמי, עלה כי הנשאלים תומכים באופן כללי במטרות ה-FOFA אבל חלקם הביעו חששות לגבי האפקטיביות שלה בהעלאת הנגישות לייעוץ פיננסי במחיר שווה לכל נפש.⁹¹ בשנת 2017 ערכה ממשלת אוסטרליה בחינה של אספקטים מסויימים של ה-FOFA, כפי שהיא מחוייבת לעשות על פי החוק המקומי. בין השאר, ציינה כי בין השנים 2009 ו-2017 עלה מספר היועצים במדינה מ-18,000 ל-25,531.

בשנים שלאחר כניסת הרפורמה לתוקף התחילו להצטבר עדויות על התנהלויות פסולות בסקטור הפיננסי.⁹² כתוצאה מכך הוחלט על מינוי ועדה לבדיקת הנושא, ובדצמבר 2017 הוקמה הוועדה המלכותית לבדיקת מחדלים בבנקאות, בפנסיה ובשירותים פיננסיים (Royal Commission into Misconduct in the Banking, Superannuation and Financial Services Industry) שנודעה גם כ-Hayne Committee. הוועדה, שעסקה בסקטור הפיננסי בכלל ולא רק בתחום הייעוץ, הגישה בפברואר 2019 את המלצותיה, 76 במספר.⁹³ בין השאר, המליצה

⁸⁸ ASIC (2012d).

⁸⁹ Australian Government (2011).

⁹⁰ Roll and Pastuch (2012).

⁹¹ ASIC (2014).

⁹² ללא קשר ל-FOFA. ראו (Chau and Clark (2017).

⁹³ <https://www.gcllegal.com.au/insights/banking-royal-commission-report-in-a-nutshell>

הוועדה להרחיב את איסור עמלות ההפצה גם למוצרי ביטוח ולסגור פרצות קיימות בנושאים שונים הקשורים למתן ייעוץ.

הוועדה התייחסה גם למקרה שבו היועץ עובד במוסד שגם מייצר מוצרים פיננסיים, ויש לוודא שהוא נותן ייעוץ אובייקטיבי למרות עובדה זו. כזכור, בבריטניה היתה התייחסות לבעייה כבר בשלב חקיקת ה-RDR.⁹⁴ מייד לאחר פרסום הדו"ח הודיעה ממשלת אוסטרליה, במסמך שכותרתו "החזרת האמון במערכת הפיננסית באוסטרליה", כי היא מקבלת את כל ההמלצות ותיישם אותן תוך זמן קצר בהתאם למפת דרכים שקבעה.⁹⁵ המשמעות היתה שיפור ההגנה על הצרכן באמצעות סגירת הפרצות שזיהתה הוועדה וחיזוק האכיפה. מכיוון שדו"ח הוועדה מצא שגם לאחר FOFA הייעוץ שניתן לקה בחסר מבחינת האיכות וניגודי האינטרסים הנדרשים, המליץ הדו"ח על בדיקה מקיפה של איכות הייעוץ. בדיקה זו נערכה בשנים 2022-2023 ותוצאתה היתה דו"ח לוי, שפורסם בשנת 2023.⁹⁶ מטרת הדו"ח היתה להבטיח שלאזרחים תהיה גישה לייעוץ ברמה גבוהה ובמחיר סביר, כאשר ייעוץ ברמה גבוהה איננו בהכרח ייעוץ הוליסטי. הדו"ח מצביע על העבודה שיש פחות מדי יועצים לגודל האוכלוסיה – כ-16,000 בלבד - ושחלק מהבעייה נובע מדרישות הרגולציה.⁹⁷ בהתאם לכך, הדו"ח ממליץ על הקלת הרגולציה כך שלגופים נוספים תהיה היכולת להעניק ייעוץ וכך שעול הציות המוטל על היועצים, מבחינת זמן וכסף, יהיה נמוך יותר. זאת – תוך שימור האיסור על עמלות הפצה. הממשלה קיבלה 14 מתוך 22 המלצות הדו"ח והחלה ליישם אותן באמצעות רפורמת DBFO (Delivering Better Financial Outcomes).⁹⁸ מטרת הרפורמה היא הפיכת הייעוץ לנגיש וזול יותר על ידי פישוט תהליכים והקטנת בירוקרטיה, ללא פגיעה בהגנת הצרכן וללא ביטול האיסור על עמלות הפצה.

בנאום שנשא אלן קירקלנד, חבר מועצת ASIC, בוועידת בעלי הרישיון לייעוץ פיננסי ב-2024,

Royal Commission into Misconduct in the Banking, Superannuation and Financial Services Industry ⁹⁴ Final Report (2019).

Australian Government, Treasury (2019) ⁹⁵.

Levy (2023) ⁹⁶. הדו"ח הושלם בשנת 2012 ופורסם בשנת 2023.

⁹⁷ הרגולציה שעסקה בהעלאת הסטנדרטים המקצועיים של היועצים לא היתה חלק מרפורמת FOFA אלא נכללה ברפורמת FASEA שנחקקה ב-2017.

Hutchens (2023) ⁹⁸.

ציין כי נכון למרץ 2024 היו רשומים במדינה 15,663 יועצים פיננסיים, ירידה קלה של 36 יועצים בלבד מן השנה שלפני כן, והוסיף כי ניכרת מגמת התייצבות במספר היועצים.⁹⁹ כמו כן צפה כי DBFO תגדיל משמעותית את מספר היועצים.

קיימים קווי דמיון בין מצב הדברים הנוכחי באוסטרליה וזה שבבריטניה, בה מתקיים כזכור דיון על Targeted Support. בשתי המדינות מדובר על אימוץ דרך ביניים שאינה העדר ייעוץ אבל גם אינה ייעוץ אישי הוליסטי. מטרת שתי הרפורמות הללו היא לסגור את פער הייעוץ באמצעות יצירת האפשרות לקבל ייעוץ שאיננו הוליסטי. בבריטניה מדובר על מתן ייעוץ לקבוצות אנשים בעלות מאפיינים דומים, ואילו באוסטרליה מדובר על מתן ייעוץ אישי בעל היקף מצומצם יותר, אבל המטרות דומות, ובנוסף – בשתי המדינות מדובר על הקטנת הבירוקרטיה והסרת חסמים כדי להשיג את המטרה. בהולנד הגישה שונה: שם מדובר על אימוץ פתרונות דיגיטליים מסוגים שונים.

גם אוסטרליה, כמו הולנד, זוכה באופן קבוע בציון לשבח במחקרים של חברת מורנינגסטאר המשווים את דמי הניהול והוצאות הקרן במדינות שונות.¹⁰⁰

סעיף מעניין הקיים באוסטרליה ואשר איננו קיים בהולנד ובאנגליה הוא שלקוח המוצא את הייעוץ שניתן לו "לא מתאים" (unsuitable) יכול לקבל החזר דמי הייעוץ ששילם.¹⁰¹ לפי דיווח של רשות ניירות הערך האוסטרלית, Australian Securities and Investments Commission (ASIC), שישה מן המוסדות הפיננסיים הגדולים באוסטרליה פיצו את לקוחותיהם בסך של 1.86 מיליארד דולר אוסטרלי בשל סעיף זה.¹⁰²

מדינות שלא אסרו על תשלום עמלות הפצה

בפרק זה נסקור את מהלך האירועים בניו זילנד ובאיחוד האירופי, שלא הטילו את האיסור על עמלות ההפצה. כפי שיעלה מן התיאור, שני המקרים הללו שונים מאוד זה מזה.

⁹⁹ Australian Securities and Investments Commission (2024).

¹⁰⁰ Morningstar (2019) וכן Morningstar (2022), שהוא המעודכן ביותר.

¹⁰¹ Better Finance (2022).

¹⁰² Australian Securities and Investments Commission (2021).

ניו זילנד

בשונה מן המדינות שנידונו לעיל, הדיון הציבורי בניו זילנד בהגברת הרגולציה בתחום הייעוץ הפיננסי לא התחיל בשל משבר פיננסי ספציפי אלא בשל ההכרה בכך שהרגולציה רכה מדי, אמון הציבור נמוך, ורגולציה בנושא מקודמת במקומות אחרים בעולם.

התהליך היה הדרגתי, והחל ברגולציה על נותני הייעוץ והשירותים הפיננסיים עצמם.¹⁰³ ב-2004 הוקם כוח משימה ממשלתי לבחינת שוק הייעוץ הפיננסי, והמלצותיו הביאו לחקיקתם של שני חוקים ב-2008: אחד העוסק ביועצים פיננסיים והשני העוסק בנותני שירותים פיננסיים בכלל. החוק הראשון, Financial Advisers Act 2008, הסדיר את הדרישות הרגולטוריות החלות על יועצים פיננסיים, המשתנות כפונקציה של נושא הייעוץ, טבעו וסוג הלקוח לו מיועד הייעוץ. החוק נכנס לתוקפו ב-2011. החוק השני, Financial Service Providers (Registration and Dispute Resolution), עוסק ברישוי כל נותני השירותים הפיננסיים לציבור. אם מדובר בקהל קמעונאי, על נותן שירות כזה להשתייך לארגון העוסק בבוררות, כגון נציב התלונות על הבנקים. החוק נכנס לתוקפו ב-2010.

ב-2015 הודיע ה-MBIE (Ministry of Business, Innovation and Employment) על סקירה רגולטורית רחבה של החוקים כדי לבחון, בין השאר, את הייעוץ הפיננסי. ב-2016 פורסם דו"ח הבדיקה הסופי.¹⁰⁴ נמצא כי החקיקה של 2008 אמנם שיפרה את הסטנדרטים של הייעוץ שהיו מקובלים עד אז אבל היא מסובכת שלא לצורך, ולדוגמה – קיימים סיווגי יועצים שונים שאינם ברורים ללקוחות, והחובות המוטלים על סוגי היועצים השונים אינם אחידים. המסקנה היתה שיש ליצור משטר ייעוץ חדש שבו הגילוי פשוט ואחיד יותר. כמו כן המליץ הדו"ח על הסרת המגבלות על ייעוץ אינטרנטי (robo-advice) ועל ייעוץ "פשוט", הלוקח בחשבון סיטואציה ספציפית של הלקוח ומוגבל להיקף צר יחסית של צרכים. כבר בשלב הזה ניתן

¹⁰³ Ministry of Business, Innovation and Employment [MBIE] (2015).

¹⁰⁴ Ministry of Business, Innovation and Employment [MBIE] (2016a).

לראות כי הרגולציה חתרה לא רק לשמירה על טובת הצרכן וליצירת אמון בשוק אלא גם למזעור עלויות, כך שהייעוץ לא יתייקר ויהפוך לנחלת הצרכן האמיד בלבד.¹⁰⁵

בעקבות הדו"ח הוחלף ה-Financial Advisers Act 2008 במשטר ייעוץ חדש, שנכנס לתוקף ב-2021 ועוגן בחקיקה רחבה יותר שנקראה Financial Services Legislation Amendment Act 2019. מטרת המשטר החדש היתה שיפור הנגישות לייעוץ ברמה גבוהה תוך התייחסות לבעיות שהיו קיימות במשטר הייעוץ הקודם, ולמשל לבעיית ניגוד עניינים שעלולה להתעורר בשל תשלום עמלות ליועצים. במסגרת המשטר החדש, ייעוץ ללקוחות קמעונאיים יינתן רק על ידי גופים שקיבלו אישור רגולטורי, והם אחראים גם על מי שמייעץ בפועל מטעמם. יוטלו עליהם חובות גילוי באשר לעמלות הפצה, ניגודי עניינים ומגבלות הנוגעות לייעוץ, כדוגמת מספר יצרני המוצרים הפיננסיים שהגוף המייעץ עובד איתם.¹⁰⁷ עם זאת, חלק מחובות הציות המכבידות שהוטלו עליהם במשטר הקודם יוקלו. כמו כן, יותר להם להציע שירות ייעוץ אינטרנטי ושירות ייעוץ "פשוט", דבר שייטיב גם עם הצרכנים:

"Consumers will be able to access financial advice via online platforms (robo-advice) and get more personalized advice on a specific matter, for example "what kiwiSaver fund is right for me?"¹⁰⁸

כאמור, במסגרת המשטר החדש לא נאסרו עמלות הפצה, מכיוון שהרגולטור סבר כי הטלת איסור כזה תקטין את הנגישות של צרכנים לייעוץ ותפחית את התחרות בשוק.¹¹⁰ במקום

¹⁰⁵ ראו לעיל:

"We have recommended a comprehensive package of changes which ensure consumers can access quality advice, yet do not impose any undue compliance costs on industry or inhibit innovation."

¹⁰⁶ ראו גם Ministry of Business, Innovation and Employment [MBIE] (2018) כאשר לסיווגי יועצים ולהסרת מגבלות רגולטוריות:

"Regulatory boundaries will be removed to make it easier for those giving advice to respond to their clients' needs and wants. This includes removing the current classifications of advisers and advice firms (Authorised, Registered or QFE) and the distinction between 'class advice' and 'personalised advice,' and between category 1 and 2 products. The requirement for personalised financial advice to be given by a natural person will also be removed. Technology neutral legislation will further enable the provision of robo (or digital) advice and help future-proof the regime and enable new and innovative ways of providing financial advice."

¹⁰⁷ Ministry of Business, Innovation and Employment (2019a)

¹⁰⁸ ה-KiwiSaver הוא מוצר חיסכון פנסיוני פשוט שבו הצרכן מצטרף לקרן ובוחר מסלול השקעה.

¹⁰⁹ Ministry of Business, Innovation and Employment (2016b)

¹¹⁰ Ministry of Business, Innovation and Employment (2019b)

איסור גורף, הטיפול בהן נעשה דרך דרישות גילוי, סטנדרטים מקצועיים ושקיפות מוגברים. ביוני 2025 הודיעה הרשות לפיקוח על השווקים הפיננסיים, ה-Financial Market Authority, כי בסדר העדיפויות שלה לשנה הקרובה תיכלל בדיקת מידת ההבנה של הצרכנים את תחום העמלות והתמריצים.¹¹¹

ניו זילנד, להבדיל מבריטניה, הולנד ואוסטרליה, זוכה בציון ממוצע במחקרים של חברת מורנינגסטאר המשווים את דמי הניהול והוצאות הקרן (Fees and Expenses) במדינות שונות.¹¹²

האיחוד האירופי

נושא עמלות ההפצה נמצא על סדר יומו של האיחוד האירופי מאז 2004, כאשר אומצה דירקטיבת MiFID I (Markets in Financial Instruments Directive I) על ידי מועצת האיחוד האירופי והפרלמנט האירופי. MiFID I נכנסה לתוקפה ב-2007 והיתה בתוקף עד שנכנסה לתוקפה דירקטיבת MiFID II ב-2018. MiFID I נחשבה צעד חשוב בדרך לאינטגרציה של השווקים הפיננסיים באירופה ויצירת שוק יחיד, ומטרותיה היו הגברת התחרות, השקיפות וההגנה על הצרכן.¹¹³ MiFID I לא אסרה עמלות הפצה אלא קבעה כללים לעצם קבלתן: הן צריכות להיות לטובת הצרכן, תוך הימנעות מניגודי אינטרסים והגברת שקיפות. בעניין זה לא נעשתה הבחנה בין גופים המספקים ייעוץ בלבד לבין גופים שיש בהם אינטגרציה אנכית, כלומר כאלו המייצרים מוצרים פיננסיים וגם מייעצים ללקוח.¹¹⁴

MiFID II אומצה על ידי המועצה האירופית והפרלמנט האירופי ב-2014 ונכנסה לתוקפה ב-2018, והיא נמצאת עדיין בתוקף. דירקטיבה זו הקשיחה את הכללים הנוגעים לעמלות הפצה יחסית ל-MiFID I. היא יצרה אבחנה בין יועצים עצמאיים, שעליהם נאסר לקבל עמלות הפצה, לבין גופים שאינם יועצים עצמאיים.¹¹⁵ לגופים שאינם יועצים עצמאיים מותר לקבל עמלות,

¹¹¹ Financial Markets Authority (2025). הרשות לפיקוח על השווקים הפיננסיים הוקמה ב-2011 והיא אחראית על אכיפה ופיקוח.

¹¹² Morningstar (2019) וכן Morningstar (2022), שהוא המעודכן ביותר.

¹¹³ Haas (2007).

¹¹⁴ CESR (2007).

¹¹⁵ European Union (2014).

בהינתן שהן משפרות את השירות ללקוח ואינן פוגעות בחובת היועץ לפעול לטובת הלקוח, ובתנאי שהמידע על כך צריך להימסר ללקוח בפירוט ובשקיפות מלאה.¹¹⁶

השלב הבא היה ה-Retail Investment Strategy (RIS), שהדיונים עליו החלו ב-2020. ה-RIS שאף להבטיח כי המשקיעים בשוקי ההון יעשו זאת בביטחון ובאמון, כי תוצאות פעילות השווקים ישתפרו וכי השתתפות המשקיעים בשוקי ההון תגדל.¹¹⁷ בהמשך פרסמה הנציבות האירופית קול קורא לדיון (public consultation).¹¹⁸ מטבע הדברים, הובעו דעות לכאן ולכאן, ובלהט רב. כך, שלח איגוד ניהול הקרנות והנכסים האירופי (European Fund and Asset Management Association) נייר עמדה שתמציתו היא התנגדות לאיסור על עמלות הפצה בנימוקים של גידול בפער הייעוץ והקטנת השתתפות אזרחים בשוק ההון. האלטרנטיבות לאיסור שהוצעו על ידי האיגוד הן הגברת הגילוי ושיפור איכות הייעוץ.¹¹⁹ מן הצד השני הציג ארגון הצרכנים האירופי (The European Consumer Organisation) עמדה הפוכה, לפיה העדר איסור עמלות ייצור ניגוד אינטרסים בלב לבו של תהליך הייעוץ, והמליץ על הטלת איסור גורף על עמלות הפצה, כפי שעשו בריטניה והולנד.¹²⁰

לקראת סוף שנת 2022 נטתה כף המאזניים לכיוון הטלת איסור על קבלת עמלות הפצה הן ליועצים בלתי תלויים והן לכאלו שאינם בלתי תלויים. נציבת האיחוד האירופי לשירותים פיננסיים, יציבות פיננסית ואיחוד שוקי ההון תמכה בכך, ואילו גורמים עסקיים ואף ממשלות, ובראשן גרמניה ואוסטריה, התנגדו בחריפות. כפי שנכתב במבוא, טענת הנציבה היתה כי מוצרי השקעה עליהם שולמו עמלות הפצה עולים במוצע ב-35% יותר מאשר מוצרי השקעה עליהם העמלות הללו אינן משולמות, וכן ציינה כי גם במודל בו עמלות ההפצה משולמות המשקיע משלם עבור ייעוץ, אלא שאינו יודע זאת.¹²¹ בנוסף, כסימוכין לטענותיה אמרה כי מחירי המוצרים הפיננסיים ירדו בבריטניה ובהולנד מאז נאסרו עמלות ההפצה. חבר

¹¹⁶ European Securities and Markets Authority (2020)

¹¹⁷ https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12755-EU-strategy-for-retail-investors_en

¹¹⁸ תהליך קבלת ההחלטות באיחוד האירופי מתחיל בגיבוש המלצה על ידי הנציבות וממשיך בהצבעה על ההצעה בפרלמנט האירופי ובמועצת האיחוד האירופי. אם אין הסכמה, מתחיל משא ומתן בין הצדדים. ראו Simmons and Simmons (2024).

¹¹⁹ European Fund and Asset Management Association (2021)

¹²⁰ BEUC (2020)

¹²¹ Allenbach Ammann (2023)

הפרלמנט האירופי מטעם גרמניה, מרקוס פרבר, שהתנגד לאיסור על עמלות הפצה, טען כי האיסור יגרום לפער ייעוץ שכן משקיעים קטנים יכולים לזכות בייעוץ רק כאשר הייעוץ ממומן בחלקו על ידי עמלות הפצה.

כמו כן אמר חבר הפרלמנט פרבר כי איסור עמלות ההפצה יפגע בבנקים משום שהעמלות מהוות חלק ניכר מרווחיהם, הנחוצים לצורך אחזקת רשת סניפיהם. בתשובה לטענה זו אמרה מק'גינס כי המשקיעים אינם צריכים לסבסד את אחזקת הסניפים.¹²² גם שרי האוצר של גרמניה ואוסטריה התנגדו לאיסור.

בסופו של דבר, התקבלה גישת המתנגדים להטלת האיסור. עם זאת, RIS הקשיחה את הכללים לגבי עמלות לעומת MiFID II. על האיסור על יועץ עצמאי לקבל עמלות הפצה נוסף איסור על תשלום עמלות הפצה עבור עסקאות ביצוע בלבד, כלומר עסקאות ללא ייעוץ (execution-only). באשר לעסקאות הכוללות ייעוץ, עדיין מתאפשר ליועץ שאיננו בלתי תלוי לקבל עמלות הפצה, אבל הכללים שיש לעמוד בהם נעשו קשיחים יותר.¹²³ לפי הצעת ה-RIS, לא נסתם הגולל על איסור העמלות גם על יועץ שאיננו בלתי תלוי, ונאמר בה כי הנושא יידון שוב כעבור שלוש שנים.¹²⁴

בהתאם לחוקי האיחוד, לאחר שהביאה הנציבות האירופית לשולחן את הצעת ה-RIS עלתה ההצעה להצבעה בפרלמנט האירופי ובמועצת האיחוד האירופי. ההצעות בפרלמנט ובמועצה נערכו באפריל וביוני 2024, בהתאמה, ובשתיהן נדחה האיסור על עמלות הפצה על עסקאות ביצוע בלבד (ללא ייעוץ). עם זאת, הוסכם על הקשחת התנאים לקבלת עמלות הפצה ועל זכותן של המדינות החברות באיחוד להטיל איסורים על קבלת העמלות באופן עצמאי. כמו כן הוסכם על בחינה מחודשת של הנושא חמש שנים לאחר שהחקיקה תיכנס לתוקפה.¹²⁵¹²⁶ זאת – לעומת התקופה בת חמש השנים שנכללה בהצעת ה-RIS המקורית.¹²⁷

¹²² Allenbach Ammann (2023).

¹²³ European Parliament (2024).

¹²⁴ Simmons and Simmons (2023).

¹²⁵ Council of the European Union (2024).

¹²⁶ ETF Stream (2024).

¹²⁷ לדוגמאות קונקרטיות לעמדות השונות של שלושה הגופים ראו (2024) Simmons and Simmons :

ההחלטה על החקיקה הסופית, שבמסגרתה הוסר האיסור על עמלות הפצה לעסקאות ביצוע בלבד אך חוזקו התנאים לקבלתן, התקבלה לאחר משא ומתן ב-18.12.25.¹²⁸ באופן מעניין, כללה החקיקה גם התייחסות לפעילויותיהם של משפיענים פיננסיים, או influencers, המציעים לעתים ייעוץ פיננסי שטחי במדיה חברתית, נושא שהחל להעסיק גופים כלכליים חשובים.¹²⁹

באשר לנתוני האיחוד בדו"חות מורנינגסטאר העולמיים, המדרגים את דמי הניהול והוצאות הקרן (Fees and Expenses) עבור קרנות במדינות שונות, הרי שמבחינתם האיחוד האירופי אינו ישות בפני עצמה. עם זאת, הציון שקיבלו רוב חברות האיחוד הוא ממוצע או מתחת לממוצע, כאשר רוב הכלכלות הגדולות ביבשת קיבלו ציון מתחת לממוצע, להוציא גרמניה, שקיבלה ציון ממוצע.¹³⁰

סיכום זדיון

בשני העשורים האחרונים עלתה עמלת ההפצה לדיון ציבורי, אצל הרגולטור כמו גם בארגונים בינלאומיים שונים. החל מאמצע שנות ה-2000 החלו מדינות רבות לדון בהטלת איסור על עמלות הפצה, וב-2013 הטילו בריטניה, הולנד ואוסטרליה איסור כזה. האיחוד האירופי יושב על המדוכה: המלצה להטלת איסור כמעט הועלתה על ידי הנציבות האירופית לאישור הפרלמנט האירופי ומועצת האיחוד האירופי ב-2023 אבל לבסוף לא אימצה הנציבות את ההמלצה בשל התנגדות מדינות אחדות באיחוד ובראשן גרמניה. מטרות האיסור הן מניעת ההטייה ביעוץ, אשר יכולה להביא לכך שצרכנים ירכשו מוצרים פיננסיים שאינם מתאימים להם מבחינת רמת סיכון ומחיר, הגברת השקיפות ואמון הצרכנים והעלאת השתתפות הצרכנים בשוק.

"The Commission proposes an inducements ban for execution-only (XO) and RTO. The Parliament seeks to delete the proposed ban. The Council also seeks to delete the proposed ban but would only permit inducements where a new "inducements test" is met...

The Commission proposes a 3-year review clause for the inducements regime (potentially to bring in a full ban at a later date). The Parliament seeks to delete the proposed review clause. The Council seeks a 5-year review clause."

.Council of the European Union (2025)¹²⁸

.World Economic Forum (2022)¹²⁹

.Morningstar (2019) וכן Morningstar (2022), שהוא המעודכן ביותר.¹³⁰

בבחינת ההתפתחויות בשוק הייעוץ בשלוש המדינות אשר חוקקו את האיסור על תשלום עמלות ההפצה ממרחק זמן של עשור, עולה כי האיסור השיג את רוב מטרותיו. נקודת התורפה היחידה הקיימת בכל אחת מן המדינות היא פער הייעוץ, כלומר העובדה שחלק מהצרכנים שזקוקים לייעוץ לא מקבלים אותו, וברוב המקרים אלו הם הצרכנים המשתייכים לשכבות האוכלוסיה החלשות יותר, שהן אלו אשר זקוקות ביותר לייעוץ הפיננסי. עם זאת, באף אחת מן המדינות שהטילו את האיסור לא מדובר על ביטולו. ההיפך הוא הנכון - מודגש שוב ושוב כי הטלת האיסור היתה נכונה, וכי פער הייעוץ משתלב במטרותיו וצריך להיות מטופל במסגרתו.

ממצאי מחקרים המשווים את מצב הצרכנים מבחינה פיננסית במדינות שנבדקו במחקר זה תומכים בכך שמצב הצרכנים השתפר במדינות שהטילו את האיסור על עמלות ההפצה. מחקרים שבדקו את דמי הניהול והוצאות הקרן (Fees and Expenses) במדינות רבות בעולם מצאו כי הם נמוכים בבריטניה, הולנד ואוסטרליה, שהטילו את האיסור על עמלות ההפצה, לעומת אלו שברוב המדינות באירופה, ובכללן כל המדינות הגדולות ביבשת, וכן ברוב מדינות העולם.¹³¹ ממצאים דומים מופיעים במחקרים של הרשות האירופית לניירות ערך ושווקים (European Securities and Markets Authority), רגולטור העל של האיחוד האירופי לשווקי ההון. מחקר של Sebastian et al. (2023) מצא כי התשואה על ההון של משקי הבית במדינות ה-OECD שהטילו את האיסור על תשלום עמלות עולה על התשואה במדינות OECD שלא עשו זאת.¹³²

שלוש המדינות מטפלות בפער הייעוץ באינטנסיביות, אם כי בצורות שונות. בריטניה ואוסטרליה דנות באימוץ דרך ביניים שאינה העדר ייעוץ אבל גם אינה ייעוץ אישי הוליסטי. מטרת שתי הרפורמות הללו היא לסגור את פער הייעוץ באמצעות יצירת האפשרות לקבל ייעוץ שהינו בעל היקף מצומצם יותר מאשר ייעוץ הוליסטי. בבריטניה מדובר על מתן ייעוץ לקבוצות אנשים בעלות מאפיינים דומים או על מתן ייעוץ אישי מפושט, ואילו באוסטרליה מדובר על מתן ייעוץ אישי בעל היקף מצומצם יותר, בדומה לייעוץ המפושט בבריטניה. בנוסף,

¹³¹ יוצאת הדופן היא ארה"ב אשר לכלכלה ולשווקים שלה מאפיינים ייחודיים. בהזדמנות זו כדאי לציין כי אף אחת מן המדינות הסקנדינביות לא נמצאת בשתי הקטגוריות הנמוכות ביותר של דירוגי מורנינגסטאר. הדבר קונסיסטנטי עם המקור החוקי (legal origin) של המדינות הסקנדינביות במאמר המכונן של Porta et al. (1998).
¹³² Sebastian et al. (2023). יש לציין שבמחקר נכללו גם מדינות שבהן האיסור חל רק על מוצרים פנסיוניים.

בשתי המדינות מדובר על הקטנת הבירוקרטיה והסרת חסמים כדי להשיג את המטרה. בהולנד הגישה שונה: שם מדובר על אימוץ פתרונות דיגיטליים מסוגים שונים.

מטרת הסקירה הגלובאלית שנערכה במאמר זה היא להוסיף נדבך משמעותי לדיון הציבורי בסוגיית עמלות ההפצה בישראל. לצד זאת, יש לזכור כי לישראל מאפיינים ייחודיים, כדוגמת רפורמת בכר שהוזכרה לעיל. למאפיינים כאלו משקל רב בקביעת רגולציה המתאימה למדינה ספציפית. ניקח לדוגמה את ארצות הברית. בארה"ב לא הוטל איסור על עמלות הפצה, ולמרות זאת היא זוכה, יחד עם הולנד ואוסטרליה, בציון הגבוה ביותר בדו"חות חברת מורנינגסטאר (Morningstar) העוסקים בדמי הניהול והוצאות הקרן במדינות שונות בעולם.¹³³ הסיבה לכך היא מבנה ייחודי של שוק ההון האמריקאי, המאופיין על ידי תחרות, חדשנות ומסורת רבת שנים של השקעות לקוחות קמעונאיים במכשירים פיננסיים. המקרה של קרנות האינדקס בארצות הברית ממחיש את המאפיינים הייחודיים הללו. קרנות אינדקס, שהן קרנות נאמנות המחקות ביצועי מדדים שונים, הומצאו בארצות הברית והחלו להיות משווקות למשקיעים קמעונאיים כבר בשנת 1976. מכשירים אלו הציעו אלטרנטיבת השקעה זולה למשקיע קמעונאי וגרמו לירידה משמעותית בדמי הניהול של מכשירים פיננסיים אחרים, כדוגמת קרנות נאמנות אקטיביות.¹³⁴ מכאן עולה כי הדיון בעמלות ההפצה מחייב בחינה זהירה של מאפייני השוק המקומי בנוסף לניתוח הפתרונות הרגולטוריים שיושמו במדינות אחרות.

רשימת מקורות

דניאל דותן. בכיר בשוק ההון: "רשות ניירות ערך עושה טעות איומה שתרכק את תעשיית הקרנות האקטיביות". פאנדר, 22.12.2024.

רשות ניירות ערך. (2024). קול קורא לקבלת התייחסות מהציבור – מודלי תגמול בפעילות הציבור בניירות ערך, נוסח להערות הציבור, 12 בנובמבר, 2024.

¹³³ Morningstar (2019), Morningstar (2022).

¹³⁴ ראו אתר Vanguard: <https://corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/who-we-are/sets-us-apart/our-history.html>

רשות ניירות ערך. (2025). דו"ח ביניים לקבלת התייחסות מהציבור - מודלי תגמול בפעילות הציבור בניירות ערך, נוסח להערות הציבור, 21 בספטמבר, 2025.

Allenbach-Ammann, J. (2023). Germany, Austria lobby EU not to ban inducement-based financial advice. *Euractiv*, February 17, 2023.

Australian Government. (2011, April 28). *Future of Financial Advice: Information pack*. Canberra: Commonwealth of Australia. ISBN 978-0-642-74685-6.

Australian Government, Treasury. (2013, November). *Options-stage regulation impact statement: Future of financial advice amendments*. Australian Government.

Australian Government, Treasury. (2019, August). *Restoring trust in Australia's financial system: Financial Services Royal Commission—Implementation roadmap* (FOI 2584).

Australian Securities and Investments Commission. (2012a, May 1). *The future of advice post-FoFA* [Speech by Commissioner Peter Kell at the Association of Financial Advisers /Financial Services Council Leadership Forum]. Australian Securities and Investments Commission.

Australian Securities and Investments Commission. (2012b, December). *Report 224: Access to financial advice—Scoping the opportunities for scaled advice*. Australian Securities and Investments Commission.

Australian Securities and Investments Commission. (2012c, December). *Regulation impact statement: Future of Financial Advice—Best interests duty and related obligations*.

Australian Securities and Investments Commission. (2012d, August). *Consultation Paper 183: Giving information, general advice and scaled advice.*

Australian Securities and Investments Commission. (2014, September). *Report 407: Review of the financial advice industry's implementation of the FOFA reforms.* ASIC.

Australian Securities and Investments Commission. (2021, June 30). *ASIC update: Compensation for financial advice-related misconduct as of 30 June 2021* (Media Release 21-203MR).

Australian Securities and Investments Commission. (2024, June 19). *Financial advice in a changing world* [Opening remarks by ASIC Commissioner Alan Kirkland at the Professional Planner Licensee Summit, 18 June 2024].

Aveni. (2025, December 8). *Closing the advice gap: Technology solutions for UK firms.*

Better Finance [The European Federation of Investors and Financial Services Users]. (2022a, February). *Better Finance research paper on detrimental effects of "Inducements": Evidence & arguments for banning inducements in retail investment services.*

Better Finance [The European Federation of Investors and Financial Services Users]. (2022b, December). *EU Commissioner reconfirms key objectives of Retail Investor Strategy in letter to Better Finance.*

Bureau Européen des Unions de Consommateurs (BEUC). (2018). *The price of bad advice.*

Bureau Européen des Unions de Consommateurs (BEUC). (2019). *The case for banning commissions in financial advice*.

Bureau Européen des Unions de Consommateurs (BEUC). (2020). *MiFID II review – BEUC consultation response: Review of the regulatory framework for investment firms and market operators*.

Committee of European Securities Regulators. (2007). *Inducements under MiFID: Recommendations* (Ref. CESR/07-228b). CESR.

CFA Institute. (2013). *Restricting sales inducements: Perspectives on the availability and quality of financial advice for individual investors*. CFA Institute.

CFA Institute. (2023, February). CFA Institute global survey on inducements. CFA Institute.

Chau, D., & Clark, E. (2017, November 30). *Banking royal commission: How did we get here?* ABC News.

Collinson, P. (2012, December 30). FSA ban on commission-based selling sparks 'death of salesman' fears. *The Guardian*.

Council of the European Union. (2024, June 12). *Retail investment package: Council agrees on its position*.

Council of the European Union. (2025, December 18). *Retail investment strategy: Council and Parliament agree on package to empower consumers while boosting markets*.

de Jong, F. (2017, November). *A commission ban for financial advice: Lessons learned from The Netherlands*. HAN University of Applied Sciences.

Dutch Authority for the Financial Markets. (2020, April 28). *Working towards open and sustainable capital markets in Europe that serve the real economy: Next steps for the Capital Markets Union*. Dutch Authority for the Financial Markets.

Dutch Authority for the Financial Markets. (2023). *AFM agenda 2023*.

Dutch Banking Association. (2022, October). *An innovative retail investment strategy that benefits retail investors: A position paper*.

Dutch Ministry of Finance, & Dutch Authority for the Financial Markets. (2021, July). *The Netherlands' position on effective consumer and investor protection to stimulate long-term retail investment*. Dutch Ministry of Finance.

DutchNews.nl. (2013, January 15). *Consumers warned on "financial advice subscriptions."*

<https://www.dutchnews.nl/2013/01/consumers warned on financial/>

Eckhardt, P., & Kotovskaia, A. (2023). *Ban on commission in financial services markets: Summary of evidence and arguments for the current debate in the EU* (cepStudy). Centrum für Europäische Politik, March 16.

ETF Stream. (2024, May 2). *European Parliament votes to remove ban on inducements*.

European Commission. (2018a). *Distribution systems of retail investment products across the European Union: Executive summary* (Ref. FISMA/2016/105(02)). Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union.

European Commission. (2018b). *Study on the distribution systems of retail investment products across the European Union: Final report* (Ref. FISMA/2016/105(02)). Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union.

European Commission, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. (2022). *Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study: Final report*. Publications Office of the European Union.

European Commission. (2023). Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL. Brussels, 24/5/2023.

European Fund and Asset Management Association. (2021, August 3). *EFAMA's reply to the European Commission's public consultation on a retail investment strategy for Europe*.

European Parliament. (2021). *Robo-advisors: How do they fit in the existing EU regulatory framework, in particular with regard to investor protection?* Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies.

European Parliament, European Parliamentary Research Service. (2024). *Retail investor package*.

European Securities and Markets Authority. (2020). *ESMA's technical advice to the European Commission on the impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II* (ESMA35-43-2126). European Securities and Markets Authority.

European Securities and Markets Authority. (2021, April 6). *Annual statistical report: Performance and costs of EU retail investment products* (ESMA50-165-1710).

European Securities and Markets Authority. (2025, January 14). *Market report: Costs and performance of EU retail investment products 2024* (ESMA50-524821-3525).

Europe Economics. (2014). *Retail Distribution Review: Post-implementation review (Final report)*. Financial Conduct Authority.

European Union. (2014). *Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU*. Official Journal of the European Union, L 173, 349–496.

Financial Conduct Authority. (2013, September). *Supervising retail investment advice: Inducements and conflicts of interest*. Financial Conduct Authority.

Financial Conduct Authority. (2020, December). *Evaluation of the impact of the Retail Distribution Review and the Financial Advice Market Review*. Financial Conduct Authority.

Financial Conduct Authority & HM Treasury. (2023, December). *Advice guidance boundary review – proposals for closing the advice gap (DP23/5)*.

Financial Markets Authority. (2025, June). *Financial conduct report*.

Financial Services Authority. (2007). *A Review of Retail Distribution*, Discussion Paper 07/01, FSA, London.

Financial Services Authority. (2009, June). *Distribution of retail investments: Delivering the RDR* (CP09/18).

Financial Services Authority. (2012). *Retail Distribution Review: Independent and restricted advice (Guidance consultation)*. Financial Services Authority.

Grant Thornton. (2025, July 4). *Targeted support – the FCA consults on bridging the advice gap*.

Haas, F. (2007). *The Markets in Financial Instruments Directive: Banking on market and supervisory efficiency* (IMF Working Paper No. WP/07/250). International Monetary Fund.

HM Treasury. (2016). *Financial Advice Market Review: Final Report*.

Hoekstra, W. B. (2018, January 23). *Evaluatie provisieverbod* [Evaluation of the ban on commissions]. (Parliamentary paper No. 32 545, 74). Ministry of Finance (Netherlands).

Hutchens, G. (2023, June 13). *The government is announcing the biggest financial advice shake-up in years. Here's what it could mean for you*. ABC News.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jones, H. (2023). EU financial services chief favours banning sales inducements on investment products. *Reuters*, January 6, 2023.

Levy, M. (2023). *Quality of Advice Review – Final Report*. Australian Government, Treasury.

Ministry of Business, Innovation and Employment. (2015). *Review of the operation of the Financial Advisers Act 2008 and Financial Service Providers (Registration and Dispute Resolution) Act 2008: Terms of reference.*

Ministry of Business, Innovation and Employment. (2016a). *Final report: Review of the operation of the Financial Advisers Act 2008 and the Financial Service Providers (Registration and Dispute Resolution) Act 2008.*

Ministry of Business, Innovation and Employment. (2016b). *Review of the Financial Advisers Act 2008 and the Financial Service Providers (Registration and Dispute Resolution) Act 2008: Factsheet.*

Ministry of Business, Innovation and Employment. (2018). *What is the new regime for financial advice?*

Ministry of Business, Innovation and Employment. (2019a). *Impact summary: Financial advice disclosure regulations.*

Ministry of Business, Innovation and Employment. (2019b). *Conduct of financial institutions review: Options paper.*

Morningstar, Inc. (2019, September 17). *Global investor experience study: Fees and expenses.* Morningstar.

Morningstar, Inc. (2022). *Global investor experience study: Fees and expenses.* Morningstar.

Morningstar, Inc. (2025, September). *European fund fee study 2025.* Morningstar.

Oxera. (2015). *Regulating remuneration systems: Effective distribution of financial products*. Oxera Consulting LLP.

Oxera. (2023). *An economic analysis of remuneration systems: Effective distribution of financial products*. Oxera Consulting LLP.

Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.

Roll & Pastuch [Management Consultants]. (2012, September 17). *Towards a fairer deal for consumers and the financial industry: Lessons from the Retail Distribution Review and the ban of commissions in the UK*. ConPolicy - Institute for Consumer Policy Commissioned by the Association of German Fee-Only Advisers (BVDH).

Ring, P. (2016). *The retail distribution review: Retail financial services regulation and the financial advice market review*. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 24(2), 140–153.

Risseeuw, P., Kerste, M., Baarsma, B., & Dosker, R. (2010). *Evaluation of commission rules for complex products* (SEO report no. 2010-44e). SEO Economic Research. Commissioned by the Ministry of Finance. ISBN 978-90-6733-573-7.

Sebastian, S., Noth, L., & Grafe, A. (2023, May). *The effect of commission bans on household wealth: Evidence from OECD countries*. University of Regensburg and HHL Leipzig Graduate School of Management.

Simmons & Simmons LLP. (2023, May 25). *EU Retail Investment Strategy (RIS) – view*. Simmons & Simmons LLP.

Simmons & Simmons LLP. (2024, June 12). *EU Retail Investment Strategy view: The stage is now set for trilogues*. Simmons & Simmons LLP.

World Economic Forum. (2022, August 23). *This is where Gen Z goes for financial advice*.