

טיוטה שנייה של הוראת רשות ניירות ערך בעניין שירות ביחס לנכסים מוגבלים ושירות חד פעמי – מה השתנה בעקבות הערות הציבור

עדכוני לקוחות

ביום 10 בספטמבר 2026 פורסמה להערות הציבור נוסח מעודכן של טיוטת ההוראה לבעלי רישיון בעניין מתן שירותי ייעוץ ושיווק השקעות ביחס לנכסים מוגבלים וייעוץ ושיווק השקעות חד פעמי.^[1]

הנוסח החדש, לצד דוח ה-RIA המעודכן הכולל את ריכוז ההערות והמענה להן, פתוח להערות עד ליום 13 באוקטובר 2026. הרשות ביקשה למקד את ההערות בשינויים שבוצעו – אז אנחנו פה, לעשות לכם סדר.

על מי ההוראה חלה

ההוראה חלה על כלל בעלי הרישיון, יחידים ותאגידים, בעת מתן שירותי ייעוץ השקעות או שיווק השקעות בשני מצבים: שירות ביחס ל"נכס מוגבל", ושירות "חד פעמי".

"נכס מוגבל" (בטיוטה הראשונה: "נכס אלטרנטיבי") הוא הסדר השקעה משותפת או נכס פיננסי אחר שאינו מוצע לציבור לפי תשקיף או מסמך הצעה דומה שקיבל היתר, וכן ניירות ערך שאינם רשומים למסחר – ובכלל זה, לפי מענה הרשות, קרנות גידור, קרנות PE, שותפויות, מוצרים מובנים ודומיהם.

"שירות חד פעמי" הוא שירות מוגבל וממוקד בהמלצת השקעה אחת או במספר המלצות הניתנות באותו מועד, שאינו חלק מקשר מתמשך עם הלקוח.

הרשות מדגישה כי ההוראה אינה מרחיבה את תחולת חוק הייעוץ ואינה משנה את גבולות העיסוק, אלא "פורטת ומחדדת" את אופן היישום של חובות הקיימות ממילא. עם זאת, להבנתנו, ברמה המעשית ההוראה קובעת סטנדרט מפורט שלא היה קיים קודם, וזו גם הטענה המרכזית שהעלו רבים מהמגיבים – ואשר נדחתה.

מנהלי תיקים אינם מוחרגים: כשמנהל תיקים נותן שירות ביחס לנכס מוגבל ללקוחותיו המנוהלים, ההוראה חלה עליו מכוח עיסוקו כיועץ או כמשווק.

ביחס לנותני שירותים **ללקוחות כשירים** נוספה הבחנה מפורשת: הוראות שעניינן התאמת השירות ללקוח (ובהן בירור צרכים, תקציר ההשקעה, תיעוד וחובת העדכון) לא יחולו, ואילו חובות הזהירות והמקצועיות – ובראשן היכרות עם הנכס ובדיקת הנאותות – חלות גם כלפיהם.

הערות הציבור ומה השתנה בעקבותיהן

הטבלה שלהלן מרכזת את הנושאים העיקריים שעלו בהערות הציבור, את עמדת הרשות ואת הנוסח המעודכן. במרבית הנושאים הרשות "קיבלה את ההערה באופן חלקי" – כלומר, ריכזה את הניסוח או הוסיפה הבהרה, אך שמרה על עקרון החובה.

הנושא	הטיטה הראשונה (אפריל 2026)	עיקר הערות הציבור	הטיטה המעודכנת (ספטמבר 2026)
מועד תחילה	שלושה חודשים מיום פרסום ההוראה.	תקופה קצרה מדי לטכח היקף הריעורבות הנדרשת (נהלים, בקורות, מערכות, הדרכה) בקשה 9-12 חודשים לפחות, ותקופה ארוכה יותר לבעלי רישיון עצמאיים.	ההערה התקבלה: תחילה בתום תשעה חודשים מיום פרסום ההודעה על מתן ההוראה ברשומות.
תחולה על שירות בעבר	לא נקבעה הוראה.	חשש לתחולה רטרואקטיבית על נכסים שנרכשו ושירותים שניתנו לפני ההוראה.	ביחס לנכסים מוגבלים שניתן לנביהם שירות (מתמשך או חד פעמי) לפני התחילה – תחול רק חובת העדכון במידע שלילי מהותי, ואף היא רק בתום 12 חודשים מפרסום ההודעה ברשומות.
לקוחות כשירים	לא הוברר אם ההוראה חלה על לקוחות כשירים.	ההוראה סותרת את הפטורים שבחוק, הרשות אינה מסתמכת להחילה על לקוחות כשירים.	התקבלה בחלקה: הוראות ההתאמה (סעיף 2), תקציר ההשקעה (3.4-3.6), היתעוד (4) חובת העדכון (7), ובכיר הצרכים בשירות חד פעמי (8.3) לא יחולו על לקוח כשיר. חובות ההירות והמקצועיות – ובראשן הכירות עם הנכס ובדיקת הנאותות – חלות גם כלפי.
המונח והגדרות	נכס אלטרנטיבי – הסדר השקעה משותפת או נכס פיננסי אחר שאינו מוצע לפי תשקיף ואינו רשום למסחר.	הגדרה רחבה ועמומה, המרחיבה למעשה את תחולת חוק הייעוץ בלא הסמכה: נדרשים מבחני סיווג, דוגמאות וזמל מבטחים, מוצרים מוגבלים אינם מתאימים למסחר.	המונח שונה ל"נכס מוגבל", ההגדרה נותרה בעינה. הרשות עומדת על כך שתחולת החוק נגזרת גם מסיכובות מתן השירות ולא רק מסוג הנכס. מוצרים מוגבלים נותרו בתחולה, אך הוברר שהפרמטרים יושמו לפי סוג הנכס ופרמטר שאינו רלוונטי אינו חייב בחינה.
הגדרת "שירות חד פעמי"	הגדרה שנשענה על המונח "שירות מתמשך", שאינו מוגדר.	עממות; האם שירות הניתן פעם ברבעון או בשנה הוא "חד פעמי"?	ההגדרה חודרה: שירות מוגבל וממוקד בהמלצת השקעה אחת או במספר המלצות הניתנות באותו מועד; שאינו חלק מקשר מתמשך. שירות חוזר מדי תקופה הוא על פניו חלק משירות מתמשך, והמלצה חד פעמית ללקוח מתמשך אינה כפופה לפרק השירות החד פעמי.
"מגוון נכסים"	השירות יינתן ביחס למגוון נכסים אלטרנטיביים ולא ביחס לנכס יחיד.	הדרישה אינה ברורה, פוגעת בנופים המתמחים בניה, ולעיתים קיימת חלופה מתאימה אחת בלבד.	התקבלה בחלקה: הדרישה הוחלפה בחובה לבחון חלופות השקעה רלוונטיות – לפחות נכס נוסף אחד, מוגבל או שאינו מוגבל – גם אם ההמלצה במופץ על דבר היא לנכס מוגבל אחד. אין מבחן כמותי, אך "נכס בודד" אינו יכול להיות נקודת המוצא של השירות.
בדיקת נאותות (אף)	בדיקת נאותות "עדכנית ויסודית" סמוך למתן השירות, לפי רשימת פרמטרים.	נטל בלתי מידתי; מידע רב אינו נגיש או ניתן לאימות; יש לאפשר הסתמכות על צדדים שלישיים ולקבוע "זמל מבטחים".	התקבלה בחלקה: נדרשת בחינה מקצועית וסבירה לפי מאפייני הנכס והמידע שניתן להשיג באופן סביר. מתורת הסתמכות מחוודת על גורמים מקצועיים, אך האחריות נותרת בידי בעל הרישיון, וסופו מבחינה ניטרית עניינים מהותיים (הסדרי תמורה, יעדי גיוס) ומעגוני הפדיון ומגבלותיהם. הוברר שהחובה חלה גם על קרן הבסיס במבנה Feeder היעדר מידע מהותי אינו מקל – הוא שולל את האפשרות לתת שירות.
תרגום מסמכי ההשקעה	המצאת ה-PPM ללקוח מתורגם לעברית.	עלויות גבוהה, סיכון לטעויות תרגום. אינו מקובל בבירת עור זרים ואינו תורם להבנת הסיכונים.	התקבלה בחלקה: במקום תרגום מלא – "תקציר השקעה" בעברית לצד מסמכי המקור (שם המוצר והיצרן, פיקוח, מדיניות השקעה, מטבע, מאפיינים מהותיים, מרד סיכון אם קיים, עלויות, ביטול וניטר עניינים). התקציר אינו מחליף את מסמכי המקור, ואם נערך בידי אחר – בעל הרישיון אחראי לנאמנותו.
הקלטת שיחות	תיעוד בהקלטת של כל אינטראקציה עם הלקוח – לפני, במהלך ואחרי השירות.	דרישה רחבה ומבכירה, שאינה מעוגנת בדיון מעוררת קשיי פרטיות ותפעול, ואינה מבחינה בין שיחות מהותיות לסבניות.	התקבלה במלואה: חובת ההקלטת בוטלה, נותרה חובת תיעוד "בצורה מעבדת" של כל אינטראקציה, עם שמירה לשבוע שנים ומסירה ללקוח לפי בקשתו. הרשות מציינת כי הקלטה עשויה לשמש כדי הגנה לבעל הרישיון עצמו, בפרט לפיקוח על גורמים מפנים.
מידע שוטף בתום ההתקשרות	מסירת פרטי הגורמים מהם יוכל הלקוח לקבל מידע שוטף ודרכי מימוש ההשקעה.	הדרישה חורגת מסמכות ורלוונטית רק לשירות חד פעמי.	התקבלה בחלקה: החובה צומצמה לסיום ההתקשרות או לחלופין תחול בעת מתן שירות חד פעמי – שכן בשירות מתמשך בעל הרישיון נושא בעצמו באחריות למסירת המידע.
ניטור ועדכון לאחר השירות	חובת ניטור מתמשך של הנכס "כל עוד ניתן לניבוי שירות" ועדכון על שיתויים משמעותיים.	החובה הופכת שירות חד פעמי למתמשך, עניינות בריבך, בתדירות ובתחולה על לקוחות עבר; אינה מתאימה לקרנות סטורות.	התקבלה בחלקה: החובה צומצמה לעדכון על מידע שלילי מהותי שנוגע לבעל הרישיון, ללא מעקב שוטף או בדיקת צרכים חוזר. העדכון ייטור לכל מי שקיבל שירות בגבס, נרבות לקוחות עבר. יותר הלקוח אפשרי רק ביזמתו ובמועד העדכון – לא מראש בהסכם, אין הבחנה בין קרנות פתוחות לסטורות.
גורמים מפנים	חובת פיקוח על גורמים המפנים לקוחות.	אחריות רחבה כלפי גורמים עצמאיים, אינה ישימה: יוצרת ארביטראז', נדרש "זמל מבטחים".	התקבלה בחלקה: נדרשים "אמצעים סבירים ואפקטיביים" – הסכמים עם מגבלות ברורות, נהלים, בדיקות מדגמיות ותיעוד. הרשות מדינשה כי מודל התגמול למפנים צריך להיות סביר, וכי מפה בתמורה המתייחס לכדאיות ההשקעה נטל חלק בתהליך הייעוץ.
נהלים ובקורות (פרק ה')	הקמת בקורות, זיהוי סיכונים ונוהל ייעודי.	חפיפה לזרואת הנהלים הקיימת לתאגידים מורשים.	התקבלה בחלקה: אין צורך במשטר נהלים נפרד, עדכון הנהלים הקיימים באופן שגות מענה מלא – מספיק. ההוראה חלה גם על יחידים.
ניהול תיקים	–	מהטיטה משתמע שלא ניתן לזלזל נכסים מוגבלים בתיק מנהל.	הוברר: ההוראה אינה משנה את נבולות העיסוק שבחוק, כשמנהל תיקים נתון שירות ביחס לנכסים מוגבלים ללקוחותיו המנהלים, ההוראה חלה עליו מכוח עיסוקו כיועץ או כמשווק.
בחינה מחודשת	בחינה ראשונה לאחר עשר שנים.	בקשה לבחינה לאחר שנתיים, לרבות השפעה על תחרות ועלויות ציזות.	התקבלה בחלקה: בחינה ראשונה לאחר חמש שנים.
הערות שנדחו	–	אין צורך בהוראה לאחר עמדת הסגל בעניין הצעה ותיווך של הסדרי השקעה משותפת; ההוראה יוצרת ארביטראז' לטובת גורמים לא מפקחים. הרשות אינה מוסמכת ליצור חובות זהירות בהוראה מניהלית; יש להסדיר תגמול בין שיווק נכסים מוגבלים.	הרשות דחתה הערות אלה: ההוראה קובעת את אופן היישום של חובות קיימות מכוח סעיף 28 לחוק, ולא חובות חדשות; סוגית התגמול אינה נדונה בהוראה.

המשמעות לנותני השירות

הנוסח המעודכן מקל בשלושה עניינים מרכזיים – ביטול חובת ההקלטה, החלפת התרגום המלא בתקציר בעברית, ותקופת היערכות ארוכה יותר – ומבהיר את גבולות חובת העדכון לאחר השירות. יחד עם זאת, ליבת ההוראה נותרה: בעל רישיון המבקש להציע נכסים מוגבלים נדרש להליך מובנה ומתועד של היכרות עם הנכס, לבחינת חלופות טרם ההמלצה, לפיקוח על גורמים מפנים ולעדכון לקוחות, לרבות לקוחות עבר, במידע שלילי מהותי.

עמדת הרשות ביחס לבדיקת הנאותות ראויה לתשומת לב מיוחדת: כאשר מידע מהותי על הנכס אינו ניתן להשגה באופן סביר, מתן שירות לגביו "אינו מתאפשר הלכה למעשה", וגילוי ללקוח על היעדר המידע אינו מרפא זאת.

לטיטות ההוראה כפי שפורסמה על ידי הרשות: [לחצו כאן](#)

למשרדנו מומחיות ייחודית בתחום ההשקעות, המסחר והמכשירים הפיננסיים. נשמח ללוות אתכם בגיבוש הערות הציבור (מועד הגשת הערות הציבור הוא עד ה 13/10/2026) וכן בבחינת ההשלכות על פעילותכם והערכותיכם ליישום ההוראה.

נשמח לעמוד לרשותכם

^[1] הטיטות הראשונה פורסמה באפריל 2026 והתקבלו לגביה תגובות מ-16 גורמים – בעלי רישיון, גופים מוסדיים, בתי השקעות ואיגודים מקצועיים.

עדכון זה נועד לספק מידע כללי ותמציתי בלבד. הוא אינו מהווה ניתוח מלא או שלם של הסוגיות הנידונות, אינו מהווה חוות דעת משפטית או ייעוץ משפטי, ואין להסתמך עליו.

אנשי קשר



ליאת מיידלר
שותפה