

**הוראה למנהלי קרנות ונאמנים בדבר תנאים שיחולו לגבי קרן כספית
לפי סעיפים 47(ב), 97, 129ג(2) ו- (3) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-
1994 (להלן- "חוק הקרנות" או "החוק")**

רקע

החל מאפריל 2022 עם תחילת המדיניות המוניטרית של בנק ישראל להעלאת הריבית ניכר גידול משמעותי בהיקף העברת כספי ציבור מחשבונות העובר ושב אל אפיקי השקעה וחיסכון, ובפרט אל הפיקדונות הבנקאיים. העלאת ריבית בנק ישראל "הפיחה חיים" גם בקרנות הכספיות, אשר בהתאם לסביבת הריבית הנמוכה אשר שררה בישראל עד חודש אפריל 2022, היקף הנכסים המנוהלים בהן ושיעורם מתוך סך הנכסים המנוהלים בקרנות נאמנות היה נמוך באופן יחסי בשנים האחרונות.

על אף תנאי הריבית אשר היו צפויים על פניו לאפשר לציבור למקסם את תנאי השוק ולקבל תמורה גבוהה יותר בעבור השקעותיו וחסכוניותו, באמצעות ערוצי ההשקעה מגוונים, ניכר כי הציבור אינו נהנה מכך באופן מלא. לא זו אף זו, חלק ניכר מהציבור עדיין בוחר להשאיר את כספיו בחשבונות העובר ושב, שם הערך של הכספים נשחק נוכח האינפלציה.

הלכה למעשה, הציבור אינו ממצה את תנאי השוק על ידי בחירת מוצרי ההשקעה והחיסכון האופטימאליים בעבורו מתוך "שוק הכסף", המוגדר בעולם כשוק של מוצרים נזילים קצרי טווח, עד שנה, בעלי סיכון אשראי נמוך. מצב זה בו "שוק הכסף" אינו נהנה מתחרות מספקת ומעומק מוצרים מספק, פוגע ביכולתו של הציבור למקסם את תנאיו ולבחור את מוצרי ההשקעה המתאימים ביותר בעבורו בכל נקודת זמן ובכל צומת החלטה. זאת ועוד, נמצא כי קיים פער בתיווך מוצרי שוק הכסף המקשה על הציבור בבחירת המוצר המתאים ביותר עבורו, ולכן קיימת חשיבות בהנגשת כל מוצרי "שוק הכסף" באופן שווה על מנת שהמשקיע יוכל למצות את הברירות העומדות בפניו.

באוקטובר 2024 יכנס לתוקף תיקון מס' 31 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן – "**חוק הקרנות**"), שבמסגרתו תוקן גם חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן – "**חוק הייעוץ**") (ביחד – "**חקיקה לפיתוח שוק הכסף**" או "**האסדרה לפיתוח שוק הכסף**"), לפי העניין, שמטרתה לאפשר השקת קרנות כספיות חדשות כחלק מ"שוק הכסף" בישראל ולהרחיב את אפשרויות התיווך של הקרנות הכספיות. קרנות כאמור יאפשרו השקעה סולידית ושקופה ביחס לתשואה הצפויה המשוערת, תוך הרחבת ערוצי התיווך של קרנות אלו במטרה להנגישן לכלל הציבור, ללא הבחנה באשר לגובה ההשקעה וכושר המיקוח של המשקיע. במסגרת החקיקה לפיתוח שוק הכסף האמורה הוסמכה הרשות לקבוע הוראות וכללים אשר יחולו ביחס לקרן כספית, לרבות לעניין הנכסים אשר יוחזקו בקרן ומגבלותיהם, אופן חישוב התשואה הצפויה והצגתה, פרטים שיש לכלול בתשקיף ובדוח שנתי ועוד. קביעת ההוראות והכללים כאמור עתידים לסייע באסדרת פעילותן של הקרנות הכספיות הקיימות, לצד השקתן של הקרנות הכספיות החדשות, קרנות המועדים הקבועים, ובכך לסייע בשכלול וקידום שוק הקרנות הכספיות בפרט, ושוק הכסף בכלל.

זיהוי הבעיה וסיבותיה

כאמור, השינויים המהותיים בסביבת הריבית בישראל בשנת 2022 הניעו תהליך של העברת כסף רב מחשבונות העו"ש אל אפיקי השקעה וחסכון, ובפרט אל פיקדונות הציבור בבנקים, כאשר הריביות המוצעות בפיקדונות אלו הלכו וצמחו יחד עם העלאות ריבית בנק ישראל. עם זאת, מהנתונים המפורסמים לציבור עולה כי בשלב זה הציבור אינו נהנה באופן מלא ממיצוי תנאי השוק, כאשר העלאות ריבית בנק ישראל אינן מגולגלות במלואן אל הפיקדונות המוצעים לציבור, ובפרט אל הפיקדונות לתקופות הקצרות משנה¹. תופעה זו מקבלת ביטוי אף יותר בבחינת הפערים הקיימים בין נתוני הריביות הממוצעות לבין נתוני הריבית החציונית כאשר במקרים מסוימים פער זה הינו משמעותי מאוד ומצביע על "כח המיקוח" של הלקוחות החזקים והגדולים יותר. פער זה אף משתקף בנתונים אשר מפורסמים על ידי בנק ישראל ומצביעים על כך ששיעור תמסורת ריבית בנק ישראל אל הפיקדונות הבנקאיים העסקיים הינו גבוה בצורה משמעותית מהתמסורת לפיקדונות המקבילים של משקי הבית².

סביבת הריבית העולה החזירה עמה גם את אטרקטיביות הקרנות הכספיות, המתאפיינות בתשואות הדומות לריבית בנק ישראל, בניזילות גבוהה ובסיכון נמוך. עם זאת, בבחינת פילוח היקפי השקעת הציבור במגוון מוצרי שוק הכסף הנגשים לו, עולה כי בהשוואה להיקפי הכספים המופקדים בפיקדונות הבנקים, היקף הנכסים המנוהלים בקרנות הכספיות עדיין נמוך באופן מהותי.

היבט נוסף העולה מנתוני אופן אחזקת כספי הציבור בבנקים ואשר מקבל משנה תוקף בסביבת הריבית העולה הוא היקף הכספים המוחזקים על ידי הציבור בחשבונות העובר ושב. בהתאם לנתוני בנק ישראל, נכון לחודש אפריל 2024, היקף הכספים המוחזקים בחשבונות העובר ושב עומד על כ- 499 מיליארדי ₪. כספים אלו לא רק שאינם מייצרים לציבור כל הכנסה, אלא שהם גם מייצגים הפסד ריאלי לציבור כתוצאה משחיקתם עקב נתוני האינפלציה.

לאור האמור לעיל נערכה במסגרת האסדרה לפיתוח שוק הכסף בחינה של מאפייני הקרנות הכספיות אל מול מאפייני הפיקדונות הבנקאיים במטרה לעדכן את האסדרה הקיימת כיום כך שמוצרי הקרנות הכספיות אכן יוכלו להוות תחליף הולם, נגיש ותחרותי בתוך שוק הכסף. מרכיב מרכזי נוסף העומד בתכלית מאמץ זה הינו הגברת נגישות הציבור אל "שוק הכסף", באופן אשר

¹ על פי דוח סקירת מערכת הבנקאות בישראל לשנת 2023 אשר פורסם על ידי הפיקוח על הבנקים בחודש מאי 2024, בשנת 2023 שיעור התמסורת למשקי הבית בעבור פיקדונות לתקופה של עד חודש עמד על כ-51% ובעבור תקופה של 3 חודשים עמד על כ-63%.

² להרחבה ראו דוח סקירת מערכת הבנקאות בישראל לשנת 2023 שפורסם על ידי הפיקוח על הבנקים בחודש מאי 2024.

יאפשר לציבור חשיפה אל מגוון המוצרים הקיימים בו, ובפרט חשיפה אל מוצרי הקרנות הכספיות וליתרונות הגלומים במוצר זה. מרכיב זה הינו חלק מהמאמץ לשיפור החינוך הפיננסי בקרב הציבור הרחב.

בהתאם לתובנות האסדרה לפיתוח שוק הכסף, פרסם סגל הרשות להערות ציבור בחודש אוגוסט 2023 טיוטת הוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר תנאים שיחולו ביחס לקרן כספית. טיוטת הוראה זו נועדה לקבוע את הכללים והמגבלות אשר יחולו על קרנות כספיות ולהסדיר את אופן פעילותן במטרה לאפשר למצב את הקרנות הכספיות בעיני הציבור כאלטרנטיבה לפיקדונות הבנקאיים. בפרט, בעת גיבוש טיוטת הוראה האמורה נדונו הן נושאים וסוגיות הנוגעים לפעילות הקרנות הכספיות הקיימות, והן נושאים וסוגיות הנוגעים לקרנות הכספיות החדשות, קרנות המועדים הקבועים.

בהתאם להערות הציבור אשר התקבלו לטיוטת ההוראות שפורסמה כאמור וכן לנוסח החוק כפי שאושר ופורסם ולצורך השלמת תהליך החקיקה, פרסמה רשות ניירות ערך להערות הציבור טיוטת הוראה נוספת הכוללת נוסח עדכני של ההצעה לטיוטת הוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר תנאים שיחולו ביחס לקרן כספית (להלן – **"טיוטת הוראת קרן כספית"**). טיוטת הוראה זו שמרה על עיקרי הדרישות והעקרונות אשר גובשו במסגרת נוסחה הראשוני של טיוטת ההוראה אשר פורסם באוגוסט 2023 והוסיפה התייחסות למספר היבטים שמטרתם לשפר את התאמת הקרנות הכספיות אל כלל ציבור המשקיעים.

לאחר בחינת כלל ההערות אשר התקבלו בשני תהליכי שיתוף הציבור גובשה ההוראה המצורפת. עיקרי הערות הציבור ואופן יישומן בהוראה המצורפת מפורטים בהמשך נייר זה.

יצוין כי לצד דוח עקרונות האסדרה אשר הוכן לצורך חקיקת שוק הכסף, במסגרת גיבוש אסדרת המשנה לעניין קרן כספית נבחנו הסוגיות העיקריות הנוגעות להיבט זה ואלו שוקפו במסגרת דברי ההסבר. כמו כן, בוצע תהליך שיתוף הציבור במסגרתו אסדרת המשנה פורסמה לשני סבבי הערות ציבור, כאמור לעיל, והתקיימו מפגשים ושיח בסוגיות שהועלו.

דברי הסבר

החקיקה לפיתוח שוק הכסף הסמיכה את הרשות לקבוע הוראות וכללים באשר לניהול קרנות כספיות בעניינים שונים, כגון נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן כספית, תנאים להחזקתם ושיעורים מירביים להחזקה, היבטי חישוב ופרסום מחירים, דיווחים, גילוי בדוח שנתי והיבטי סיווג. כתוצאה מכך, התקנות השונות הקבועות באותם עניינים אינן חלות עוד ביחס לקרנות כספיות ונושאים אלו יוסדרו במסגרת הוראה זו.

יצוין כי במקביל יוסדרו בכללים היבטים נוספים אשר יעסקו בפרטי גילוי בתשקיף של קרן כספית ובפרטים נוספים שעל אדם לגלות בפרסום של קרן כספית לפי סעיף 73(ג1) לחוק. הבחנה זו בין

היבטים אשר מוסדרים בהוראה לבין היבטים המוסדרים בכללים יצרה גם היא שינוי טכני במבנה ההוראה שפורסם להערות ציבור באוגוסט 2023.

לעניין הקרנות הכספיות הקיימות, פעילותן הנוכחית המאפשרת השאת תשואה נאותה התואמת לסביבת ריבית בנק ישראל, לצד שמירה על פרופיל סיכון נמוך, אינה מצריכה שינויים מהותיים במסגרת האסדרתית הקיימת. יחד עם זאת, סגל הרשות מצא לנכון לאמץ בהוראה זו את ההנחיות אשר נקבעו במסגרת ההוראה הזמנית למנהלי קרנות ונאמנים בדבר שווי פיקדונות לזמן קצוב אשר פורסמה בחודש יולי 2018 ואשר מתירה החזקה בפיקדונות לזמן קצוב בקרנות כספיות, בשיעור של עד 20% משווי נכסי הקרן. הוראה זמנית זו והשפעותיה נבחנו החל ממועד פרסומה ולראיית סגל הרשות יישומה לא הציף קשיים מיוחדים בהיבטי נזילות, אף לא בעת משבר הקורונה.

ביחס לקרנות הכספיות החדשות, קרנות המועדים הקבועים, תכליתה של הוראה זו הינה לאסדר את אופן פעילותן, בדגש על מאפייני הפעילות היחודיים המבדלים אותן מן הקרנות הכספיות הקיימות.

בפן התפעולי של מנהל הקרן, קרנות המועדים הקבועים צפויות לאפשר למנהל הקרן לנהל את השקעותיו בצורה שונה ביחס לקרנות היומיות, תוך מתן אפשרות להצגת תשואה צפויה התואמת את אינטרוול הזמן הקרוב (התקופה שבין המועדים הקבועים הסמוכים).

בהתאם להוראה, מועד הפדיון בפועל של מרבית נכסי הקרן יהיה בתוך התקופה שבין שני מועדים קבועים סמוכים. כלומר, לא מדובר בנכסים ארוכי טווח אותם יידרש מנהל הקרן לממש באופן אקטיבי בשוק, אלא נכסים אשר מועד פדיונם על פי תנאיהם יהיה בטרם המועד הקבוע האמור. על יתרת נכסי הקרן אשר מועד פדיונם מאוחר מהמועד הקבוע המסיים תקופה יחולו מגבלות המח"מ המפורטות בהוראה. כמו כן, על מנת לצמצם את סיכון הנזילות במועד הקבוע ולאור העובדה כי במועד הקבוע החשש מפני פדיונות נרחבים הינו גבוה יותר ביחס לקרן כספית יומית, בין היתר לאור רגישות הקרן אל מול התשואה הצפויה העתידית והתחרות האפשרית אל מול קרנות כספיות מועדים קבועים דומות ולאור מיצוב סוג זה של קרן כספית בעיני המשקיע כקרן אשר הוא עשוי להשקיע בה לתקופה המנויה ולא לחדש בה את החזקתו בה, נקבע כי במועד הקבוע לא יוכל מנהל קרן כספית מועדים קבועים להחזיק בקרן שבניהולו נכסים לא נסחרים כלל, למעט מזומנים.

כמו כן, נקבע כי בהתאם לסמכות שניתנה לרשות על פי סעיף 47(ב) לחוק, תנאי מקדמי להתניית הפדיון במתן הודעה מוקדמת בקרן כספית מועדים קבועים הוא שהתקופה בין מועדים קבועים סמוכים בה תהיה מעל שנה. תנאי זה נקבע על מנת לאפשר למחזיקי היחידות בקרן כספית מועדים קבועים שהיא בתחום שוק הכסף גמישות מקסימלית בקבלת החלטות ההשקעה במועד הקבוע ועל מנת לשמור על פשטות המוצר. על מנת להקטין את החשש כי משקיעים קיימים בקרן כספית מועדים קבועים שפרק הזמן שבין מועדים קבועים סמוכים בה הוא שנה ומעלה יישארו בקרן לתקופה נוספת מבלי משים, נקבע כי על מנהל הקרן תחול החובה לדווח דוח מיידי ולשלוח אותו

למעניהם של בעלי היחידות באמצעות המפיצים ובו פירוט בדבר המועד הקבוע הקרוב של הקרן, בדבר יכולתם לפדות את היחידות ובדבר היותה של הקרן מתחדשת לתקופה נוספת ללא מתן הודעת פדיון יחידות מפורשת מטעם מחזיק היחידות.

לעניין הנכסים בהם רשאיות קרנות אלו להשקיע והמגבלות עליהם, נקבע כי לא יהיו הבדלים בסוגי הנכסים והמגבלות בין קרנות כספיות יומיות לקרנות כספיות מועדים קבועים, וזאת למעט מספר התאמות הנוגעות לסחירות הנכסים, לתקופות לפדיון של הנכסים השונים ומגבלות ההחזקה בהם, הנובעות ממאפייני הקרנות החדשות. באופן זה ניתן יהיה לשמר את פרופיל הסיכון הנמוך המאפיין את הקרנות הכספיות. בהתאם לכך, ההוראה מרכזת את מכלול ההוראות אשר יחולו ביחס לקרנות כספיות, הן קרנות יומיות והן קרנות כספיות מועדים קבועים ומבחינה זו מעגנת את מרבית ההוראות הקיימות כיום כבר בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ד – 1994 (להלן – "**תקנות הנכסים**"), כך למשל, מגבלות דירוג מינימאלי לאג"ח קונצרני, יתרה מקסימלית לפדיון אג"ח, מגבלות להחזקת תעודות חוב וכו'.

היבטים ייחודיים נוספים אשר נבחנו בעת גיבוש תהליך האסדרה נוגעים ליכולת מנהלי הקרנות להציג תשואה צפויה בעבור קרנות המועדים הקבועים, אופן חישוב והצגת התשואה ואופן פרסומה ללקוח. טיוטת ההוראה מבקשת לאזן בין הרצון לאפשר גמישות מירבית למנהל הקרן בניהול השקעותיו, הרצון לאפשר השקת מוצר תחרותי ושיווקי, לבין החובה לשמור על טובת הלקוח ואיסור הטעייתו. לאור זאת, נקבע כי הצגת התשואה הצפויה תתבסס על כך שמרבית נכסי הקרן, 75% לפחות, יהיו נכסים אשר מועד פדיונם חל בטרם המועד הקבוע. כמו כן, על מנת לאפשר גמישות עסקית למנהלי הקרנות, הוחלט שלא לקבוע מועד מסוים בו יידרש מנהל הקרן לפרסם את התשואה הצפויה, אלא לאפשר למנהל הקרן לפרסם את התשואה הצפויה במועד בו יש לו את היכולת ואת הנתונים הנדרשים על מנת לחשב את אומדן התשואה באופן ראוי.³

בהקשר זה, לאור מרכזיות נתון התשואה הצפויה בקרנות מועדים קבועים בעבור המשקיעים, נקבע בהוראה כי בקרן כספית מועדים קבועים בה בחר מנהל הקרן להציג תשואה צפויה, הוא יידרש להמשיך ולהציג תשואה צפויה בקרן לאורך כל חייה. עם זאת, בקרן כספית מועדים קבועים בה לא הוצגה תשואה צפויה מראשיתה, אין מניעה כי תשואה צפויה כאמור תוצג בעבור מועדים קבועים עתידיים, וזאת בהתאם למגבלות ולתנאים החלים על מנהל הקרן ביחס לפרסום התשואה הצפויה כאמור בהוראה זו.

בנוסף, טיוטת הוראה זו עוסקת גם בשינוי מצומצם של מגבלות הנכסים החלות כיום, הן על קרנות כספיות קיימות והן על קרנות כספיות מועדים קבועים. טיוטת ההוראה מציעה להגדיל את ההיקף

³ להרחבה בדבר החלופות והפתרונות שנבחנו ביחס לאופן חישוב התשואה הצפויה והצגתה, ראו התייחסות רלוונטית בהמשך במסמך זה וכן בהרחבה [בדוח הערכת השפעות האסדרה לפיתוח שוק הכסף שפורסם על ידי הרשות ביום](#)

המקסימלי של שווי מזומנים ופקדונות לזמן קצוב המופקדים בבנק כלשהו מ-25% ל-35% משווי נכסי הקרן. כמו כן, טיטת ההוראה מסדירה את האפשרות למנהלי הקרנות הכספיות לבצע עסקאות מכר חוזר ("עסקאות REPO" ו"עסקאות Reverse Repo") בקרנות כספיות וקובעת את התנאים והמגבלות לביצוע עסקאות אלו.

כחלק מגיבוש טיטת ההוראה המצורפת בחן סגל הרשות מגוון חלופות ופתרונות אשר נועדו לגבש ולהסדיר את מאפייני הקרנות הכספיות, הן היומיות הקיימות והן קרנות המועדים הקבועים החדשות, באופן אשר יאפשר להן להפוך לאלטרנטיבה משמעותית יותר בשוק הכסף בעבור הצרכן. החלופות והפתרונות המרכזיים יפורטו להלן ולצידם ציון החלופה הנבחרת ליישום אשר מקבלת ביטוי בנוסח ההוראה.

יצוין כי התייחסויות הנוגעות להיבטים מרכזיים בהוראה, כגון אופן חישוב והצגת התשואה הצפויה, מועדי פדיון ויצירות, חידוש הקרן ועוד, אשר התקבלו מגורמים רלוונטיים שונים במהלך העבודה על האסדרה לפיתוח שוק הכסף, נלקחו בחשבון בעת גיבוש החלופות המוצעות ובחירתן.

להלן יפורטו הסוגיות והחלופות העיקריות אשר נבחנו על ידי סגל הרשות בעת גיבוש טיטת ההוראה המצורפת:

1. תשואה צפויה

קרנות הנאמנות הקיימות כיום מספקות למשקיע מידע לגבי מדיניות ההשקעה שלהן, אך לאור מאפייניהן אינן יכולות לספק נתון כמותי לגבי התשואה הצפויה בקרן. ישנן סיבות רבות לכך, בין היתר - דינמיות ניהול ההשקעות בקרן, תנודתיות מחירי הנכסים המוחזקים בקרן, הנזילות היומית בקרן שמביאה למועדי כניסה ויציאה שונים של בעלי היחידות לקרן וכו'.

מאפייני קרן כספית מועדים קבועים, שאינם קיימים בקרנות הנזילות יומית, יכולים לסייע לשקף למשקיע פוטנציאלי מידע נוסף, ולקבל אינדיקציה לגבי אומדן התשואה הצפויה להתקבל בקרן:

1. תקופה מוגדרת וקבועה בין מועד קבוע אחד למועד הקבוע הבא אחריו ;
2. השקעה בנכסים בעלי סיכון אשראי נמוך ;
3. עבור נכסים בהם משקיעה הקרן במועד הקבוע ונפדים לפני המועד הקבוע הסמוך, ניתן לחשב את התשואה שצפויה להתקבל עבורם בהתאם לפער בין שווי הרכישה לשווי שצפוי להתקבל בפדיון או בהתאם לריבית כאשר מדובר בהחזקה בפקדונות. מכיוון שאין יצירות ופדיונות במהלך התקופה, מנהל הקרן אינו נדרש לממש את נכסים כאמור לצורך התאמת תיק ההשקעות למדיניות ההשקעות של הקרן ולכן ניתן להחזיקם ממועד הרכישה ועד לפדיון.

לאור מאפיינים כאמור, יחד עם חשיבות המידע עבור משקיע טרם קבלת החלטת השקעה, ויצירת בסיס השוואה למוצרי השקעה דומים, אנו סבורים כי בקרן כספית מועדים קבועים ניתן לפרסם אומדן לתשואה הצפויה להתקבל בקרן לתקופה שבין מועדים קבועים סמוכים.

במסגרת הבחינה שבוצעה לקביעת מאפיין זה, נבחנו מספר חלופות להיבטים שונים הרלוונטיים לאומדן התשואה הצפויה בקרנות שיבחרו לפרסם נתון כאמור:

א. מאפייני נכסי הקרן עליהם תבוסס התשואה הצפויה

חלופה מספר 1: מלוא נכסי הקרן נפדים קודם למועד הקבוע – כל הנכסים שיוחזקו בקרן כספית מועדים קבועים יהיו בעלי מועד פדיון מוקדם מהמועד הקבוע ומנהל הקרן לא יהיה רשאי לבצע תחלופה בנכסים המוחזקים בקרן במשך התקופה.

היתרון בחלופה זו הוא פשטות החישוב מכיוון שלאחר ההשקעה ניתן לדעת את הסכומים שצפויים להתקבל בתום תקופת ההשקעה בגין כלל הנכסים המוחזקים בקרן, כך שבאופן יחסי, ניתן לדייק את חישוב התשואה הצפויה. אופן חישוב כאמור אף עשוי לצמצם את שונות אופן חישוב התשואה בין מנהלי הקרנות השונים.

החיסרון המרכזי בחלופה זו הוא חוסר גמישות בניהול ההשקעות מצד מנהל הקרן וצמצום משמעותי של היצע הנכסים שניתן להשקיע בקרן. הגבלת נכסי ההשקעה הפוטנציאליים כך שהם כולם יהיו בעלי מועד פדיון מוקדם מהמועד הקבוע תצמצם מאוד את גמישות הניהול, תגרום לתלות של מנהלי הקרנות במקורות מועטים שמייצרים נכסים רלוונטיים (בעיקר בבנקים ובמכריזי המק"מ) ועל כן תפגע ביכולתם של מנהלי הקרנות להשיא ללקוחותיהם תשואה ותצמצם את היתרון הגלום בקרנות נאמנות הנובע מעצם ניהול ההשקעה על ידי גורמים בעלי ידע וניסיון רב, ותוך שמירה על רמת סיכון נמוכה.

חלופה מספר 2: מרבית נכסי הקרן נפדים קודם למועד הקבוע – בחלופה זו מוצע כי לפחות 75% מסך נכסי הקרן, המהווים את מרבית נכסי הקרן יושקעו בנכסים שמועד הפדיון שלהם חל לפני המועד הקבוע הסמוך של הקרן. על מנת לאפשר גמישות מסוימת בניהול ההשקעות של הקרן, בחלופה זו מוצע כי ניתן יהיה להחזיק עד 25% משווי נכסי הקרן בנכסים שמועד הפדיון שלהם חל לאחר המועד הקבוע.

היתרון המרכזי בחלופה זו הוא מתן גמישות מסוימת למנהל הקרן, כך שיוכל להחליט בהתאם לתנאי השוק ולשיקול דעתו כיצד להשקיע רכיב מסוים מנכסי הקרן, על מנת להשיא תשואה בקרן, וזאת תוך צמצום האפשרות להטיית התשואה הצפויה ולשונות גדולה בין התשואה הצפויה המוצהרת לתשואה אשר תושג בפועל. גמישות זו תאפשר למנהל הקרן להביא לידי ביטוי את ניסיונו ומומחיותו ולא תצמצם מדי את יכולות ניהול הקרן. יתר על כן, פתיחה, גם אם מצומצמת, של האפשרות להשקעת חלק מנכסי הקרן בנכסים בעלי מועדי פדיון מאוחר למועד הקבוע תגדיל את מגוון הנכסים הפוטנציאליים העומדים לרשות מנהל הקרן, ובפרט ביחס לנכסים קונצרניים ומכשירי חוב ממשלתיים בעלי מח"מ ארוך יותר.

החיסרון בחלופה זו הוא חוסר וודאות מסוים בחישוב התשואה הצפויה בגין נכסים המוחזקים בקרן שמועד פדיונם מאוחר למועד הקבוע, מכיוון שנכסים כאמור ישוערכו לפי מחירם בבורסה ואין וודאות לגבי התשואה שלהם במועד הקבוע. נקודה נוספת אשר עלתה בהקשר זה, בין היתר בשיח אשר התקיים עם גורמים שונים בשוק, נוגעת ליכולת מנהלי הקרנות להציג תשואה "אופטימית" יתר על המידה ביחס למרכיב זה אשר נפדה לאחר המועד הקבוע.

ניתן להתמודד עם חששות אלו על ידי צמצום מרחב חופש הפעולה המוענק למנהלי הקרנות והגבלת הרכיב הנפדה לאחר המועד הקבוע ל-25% בלבד משווי נכסי הקרן, וכן על ידי הבהרה כי התשואה הצפויה תחושב בדרך המקובלת, קרי באופן אחיד בין מנהלי הקרנות באופן אשר יצמצם את שונות ההצגה, יכיל מנגנון חישוב הלוקח בחשבון את אי הוודאות האמורה (מנגנון כיסוח)⁴ ויצמצם את סיכון הטעית הלקוח. בנוסף, לצורך צמצום חששות אלו ניתן לקבוע כי מנהל הקרן יידרש לדווח מידע אודות התשואות אותן הוא משיג בפועל לעומת התשואות הצפויות אותן הציג, וזאת באופן אשר יאפשר מעקב ובחינה, הן בהיבט צרכני והן בהיבט פיקוחי, אחר קיומם של פערים בין נתוני התשואות כאמור.

חלופה מספר 3: ללא מגבלה על מועד הפדיון של הנכסים המוחזקים בהתאם למועד הקבוע של הקרן – חלופה זו כוללת את האפשרות שלא להטיל כל מגבלה על מועד הפדיון של הנכסים המוחזקים בקרן ולאפשר למנהל הקרן גמישות מלאה בניהול ההשקעות והצגת תשואה צפויה.

היתרון ביישום חלופה זו הינו מתן גמישות מלאה למנהל הקרן לעניין אופן ניהול הקרן ואופן חישוב התשואה, באופן אשר יאפשר למנהלי הקרנות להביא לידי ביטוי את יכולתם המקצועית. כמו כן, יישום חלופה זו יכול היה לאפשר למנהלי הקרנות למקסם את התשואה ללקוח, במסגרת סוג הנכסים המותר בהחזקה בקרן כספית.

החסרונות העולים מיישום חלופה זו נוגעים בעיקרם לחששות מפני שונות גבוהה בין התשואה הצפויה אשר תוצג ללקוח, לבין התשואה בפועל במועד הקבוע. שונות גבוהה כאמור עלולה לפגוע באופן ניכר באמון הציבור במוצר הקרנות מועדים קבועים בפרט, ובאמון בשוק קרנות הנאמנות בכלל.

לאחר בחינת היתרונות והחסרונות הגלומים בכל אחת משלוש החלופות המוצגות לעיל, ועל מנת לשמור על איזון בין גמישות ניהול ההשקעות בקרן לבין מהימנות נתון התשואה הצפויה, הרשות סבורה כי חלופה 2 היא החלופה העדיפה. במסגרת זאת יקבע כי סוג הנכסים שניתן להחזיק בקרן שמועד פדיונם חל לאחר המועד הקבוע יצומצם לנכסים שנסחרים בבורסה ונקבעה עבורם מגבלת מח"מ. בנוסף לכך, צמצום חוסר הוודאות ביחס לתשואה שצפויה להתקבל עבור נכסים כאמור

⁴ לדוגמה, החלת מקדמים להפחתת גובה התשואה לפדיון או הריבית העתידה להתקבל בנכסים השונים, בהתאם למאפייני הנכסים, מועד פדיונם הצפוי וכו'.

יבוא לידי ביטוי באופן חישוב התשואה הצפויה של הקרן, שיבוצע על פי מנגנון חישוב מקובל אשר יצמצם את השונות בין מנהלי הקרנות השונים. יודגש כי הצגת תשואה צפויה בקרן כספית מועדים קבועים אינה דרישה מחייבת והיא נתונה להחלטת מנהל הקרן, אך יחד עם זאת התנאי לפיו לפחות 75% מסך נכסי הקרן יהיו נכסים שמועד הפדיון שלהם חל לפני המועד הקבוע הסמוך מהווה תנאי הכרחי בו נדרש מנהל הקרן לעמוד על מנת להציג תשואה צפויה. יצוין כי בקרן כספית מועדים קבועים בה בוחר מנהל הקרן שלא להציג תשואה צפויה מראשיתה, אין הכרח לעמוד בתנאי זה.

ב. עיתוי פרסום נתון תשואה צפויה בקרן

חלופה מספר 1: נתון תשואה צפויה יפורסם החל משבעה ימים לפני המועד הקבוע – בהתאם לחלופה זו מנהל הקרן יפרסם את התשואה הצפויה לאינטרוול הזמן הקרוב (התקופה שבין מועדים קבועים סמוכים), כפי שהוגדר בתשקיף הקרן, החל משבעה ימי עסקים טרם המועד הקבוע, ויעדכנה בהתאם לשינויים, עד למועד הקבוע.

היתרון בחלופה זו הינו האיזון המתקבל בין הצורך השיווקי של מנהלי הקרנות לפרסם את נתון התשואה הצפויה בכדי למשוך לקוחות פוטנציאליים, ובין הצורך של מנהלי הקרנות להציג תשואה צפויה אינדיקטיבית אשר תכתב עם תנאי השוק המתקיימים ערב המועד הקבוע.

החיסרון המרכזי בחלופה זו הינו הגבלת התקופה בה רשאי מנהל הקרן לפרסם את התשואה הצפויה מראש, גם במקרים בהם לראייתו קיימת לו היכולת והנתונים לחשבה ולהציגה באופן ראוי גם זמן רב יותר. בהקשר זה יש לזכור כי על מנת שהקרנות הכספיות מועדים קבועים יוכלו להוות תחליף תחרותי לפיקדונות הבנקאיים, יש לשאוף כי הן תוכלנה להציג ללקוח באופן פשוט ונגיש את מירב המידע הנדרש לו בכדי לקבל את החלטת ההשקעה המיטבית בעבורו מספיק זמן טרם ההשקעה. לאור זאת, הגבלת התקופה בה יוכלו מנהלי הקרנות לפרסם את התשואה הצפויה מראש, גם במקרים בהם הם בעלי המידע והנתונים לחזותה באופן ראוי, עלולה להוות חיסרון שיווקי ועסקי משמעותי.

חלופה מספר 2: נתון התשואה הצפויה יפורסם החל מהמועד בו מנהל הקרן קבע כי יש לו את היכולת ואת הנתונים הנדרשים על מנת לחשב את אומדן התשואה באופן ראוי – במסגרת חלופה זו, שיקול הדעת המרכזי בדבר מועד פרסום התשואה הצפויה נמצא אצל מנהל הקרן, כאשר באחריותו לפרסם את התשואה הצפויה רק במועד בו הוא סבור כי עומדים לרשותו הנתונים והמידע המספקים על מנת לפרסם תשואה צפויה אינדיקטיבית.

היתרון בחלופה זו הוא מתן האפשרות למנהל הקרן להחליט על מועד פרסום התשואה הצפויה בהתאם למידע ולנתונים העומדים לרשותו, ותוך שילוב ההיבטים השיווקיים הרלוונטיים לכל קרן וקרן. חלופה זו אף מאפשרת למנהלי הקרנות לייצר שונות בין קרנות שונות שבניהולו, כאשר קרנות

המתאפיינות בהרכב נכסים פשוט יותר אשר התשואה הצפויה בגינו ידוע זמן רב יותר מראש, תוכלנה לפרסם את התשואה הצפויה זמן רב יותר לפני המועד הקבוע.

החיסרון האפשרי ביישום חלופה זו נוגע לפרסום תשואות שאינן אינדיקטיביות דיין ושונות מהותית מהתשואה אשר תתקבל בפועל. היעדר קביעת גבולות גזרה חד משמעיים לעניין המועד הראשוני בו ניתן לפרסם את התשואה הצפויה והרצון הפוטנציאלי של מנהלי הקרנות לפרסם את התשואה כמה שיותר מוקדם לאור היבטים שיווקיים, עשוי להעלות חשש בדבר פרסום תשואה שאינה מבוססת נתונים ומידע מספקים.

חשש זה עשוי לקבל מענה על ידי קביעת דרישות מפצות, לרבות החובה לפרסם נתונים השוואתיים בין תשואות צפויות שהוצגו לתשואות אשר הושגו בפועל, וכן באמצעות החובה לכלול הסבר ברור כי התשואה הצפויה אינה מהווה תשואה מובטחת. בנוסף, מנגנון נוסף המיועד לשמור על טובת הצרכן והצגה שאינה מטעה יכול להיות קביעת חובה לפיה לאחר המועד הראשון בו פרסם מנהל הקרן את התשואה הצפויה, מנהל הקרן יחשב מידי יום את אומדן התשואה הצפויה. ככל וחל שינוי באומדן כאמור, מנהל הקרן ידווח על כך ויפרט בדיווח את הטעמים לשינויים בתשואה.

מתוך סקירת החלופות המתוארת לעיל ביחס לעיתוי פרסום נתון תשואה צפויה בקרן, ולאחר שקלול היתרונות והחסרונות בכל אחת מהחלופות, לראיתנו נכון יהיה ליישם את חלופה מספר 2 המאפשרת למנהל הקרן לפרסם את התשואה הצפויה בעת שיש לו את היכולת והנתונים הנדרשים על מנת לחשב את אומדן התשואה באופן ראוי. לאחר המועד הראשון בו פרסם מנהל הקרן את התשואה הצפויה, על מנהל הקרן לחשב מדי יום את אומדן התשואה הצפויה וככל שחל שינוי העולה על עשירית האחוז לפחות מאומדן התשואה הצפויה האחרון אשר דווח על ידו, עליו להגיש דיווח לרשות ולבורסה עם היוודע דבר השינוי. חובת דיווח זו תשקף את השינוי באופן קל ומהיר למשקיעים הפוטנציאליים ולסייע להם בקבלת ההחלטה בדבר כדאיות ונכונות ההשקעה בקרן הכספית. יובהר כי האפשרות העומדת למנהל הקרן להציג את התשואה הצפויה בקרן תתאפשר כבר בטרם המועד הקבוע הראשון של הקרן, קרי בטרם הצעתה לראשונה לציבור, וזאת החל מהמועד בו מנהל הקרן קבע כי יש לו את היכולת ואת הנתונים הנדרשים על מנת לחשב את אומדן התשואה באופן ראוי.

חלופה זו מאפשרת למנהל הקרן גמישות מקסימלית, תוך שקלול ההיבטים העסקיים והשיווקיים הרלוונטיים לכל מנהל קרן ולכל הרכב של קרן, וזאת לצד קביעת מגבלות ודרישות אשר נועדו לשקף ללקוח את מידת ההתאמה בין התשואה הצפויה לתשואה בפועל אותה השיג מנהל הקרן בעבר, כך שהלקוח יקבל תמונה שקופה ומלאה אשר עשויה לצמצם את תיאבון הסיכון של מנהל הקרן להציג תשואה שאינה מספיק מדויקת זמן רב מראש. יצוין כי ההוראות אשר נקבעו ביחס לרף השינוי הדורש דיווח ולמועדי הדיווח ייבחנו לאורך הדרך ויתכן כי יעודכנו בעתיד ככל והשוק ידרוש תגובה מהירה יותר לעניין שינויים בתשואה הצפויה.

2. מגבלת החזקת פיקדונות לזמן קצוב

תקנות הנכסים קובעות מגבלות השקעה של קרנות נאמנות בנכסים לא סחירים, ובפרט קובעות כי בקרן כספית - שווי פקדונות לזמן קצוב לתקופה העולה על שבעה ימי עסקים⁵ יחד עם שווי תעודות חוב שיש בידי מנהל הקרן התחייבות המנפיק לפדותן בתוך 7 עד 90 ימי עסקים לא יעלה על חמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

לאור העובדה כי קרנות כספיות מתאפיינות בהחזקת מזומנים בשיעורים גבוהים, וכן לנוכח חלופות ההשקעה המוגבלות, אישרה הרשות ביולי 2018 הוראה זמנית למנהלי קרנות ונאמנים בדבר שווי פיקדונות לזמן קצוב (להלן: "**ההוראה הזמנית**") מכוח סעיף 65א לחוק הקרנות. ההוראה התירה החזקה בפקדונות לזמן קצוב בקרנות שיעקר ניהול ההשקעות בהן הוא בפעילות בנגזרים (המאפיין קרנות מחקות) ובקרנות כספיות, בשיעור של עד 20% משווי נכסי הקרן ואף בשיעור גבוה יותר בתנאים מסוימים ובלבד ששיעור ההחזקה בקרן גדל באופן פאסיבי, היינו בשל קיטון בשווי הנכסים בקרן ולא בשל ביצוע עסקאות נוספות.

ההוראה הזמנית שפורסמה ביולי 2018 ופקעה בחלוף שנתיים ותשעה חודשים⁶, מה שאפשר לסגל לבחון וללמוד את אופן התנהלות השוק תחת אותה ההקלה שניתנה במסגרת ההוראה הזמנית. ההוראה לא עוגנה בתקנות ולכן בסיום מיצוי תקופות ההארכה על פי דין היא פקעה באופן סופי.

כאמור, בהתאם למגבלות הקבועות בתקנות הנכסים כיום יכולות קרנות כספיות להחזיק בפקדונות לזמן קצוב לתקופה העולה על שבעה ימי עסקים בשיעור שאינו עולה על 5% משווי נכסי הקרן. גמישות גבוהה יותר ברף ההחזקה בפקדונות מסוג זה היא משמעותית בניהול קרן כספית אשר השקעותיה כולן הן בנכסים סולידיים מצומצמים מאוד.

משך הזמן שבו ההוראה הזמנית הייתה בתוקף אפשר לסגל לבחון את היקף השימוש בהקלה שניתנה במסגרת ההוראה הזמנית ואת טיב השימוש בה. נראה כי במבחן התוצאה, מתן ההקלה ודה-פקטו הגדלת החשיפה לפיקדונות לזמן קצוב מעבר למותר בתקנות הנכסים, לא הציף קשיים מיוחדים בהיבטי נזילות. הדבר אף קיבל משנה תוקף במהלך משבר הקורונה, כאשר מנהלי הקרנות נאלצו להתמודד עם היקף פדיונות עצום, וגם אז, לא התעוררו בעיות בהנזלת קרנות, על אף שנעשה שימוש בהקלה שהעניקה ההוראה הזמנית.

עוד יצוין כי במהלך שנת 2020 נכנסה לתוקף הוראת ניהול סיכונים⁷ אשר קובעת עקרונות ותהליכים על פיהם יקיים מנהל הקרן תהליך ניהול סיכונים ראוי אשר יאפשר לו לנהל את הסיכונים הגלומים

⁵ יצוין כי קיימות מגבלות נוספות בנוגע לתקופת הפיקדון בתקנות הנכסים.

⁶ תוקפה של הוראה זמנית מכוח סעיף 65א לחוק הקרנות לא יעלה על שנתיים וחצי, אולם, ההוראה הזמנית הוארכה בשלושה חודשים נוספים לאור פיזור הכנסת באותה העת, פקיעת ההוראה נדחתה בשלושה חודשים.

⁷ הוראה למנהלי קרנות נאמנות בדבר ניהול סיכונים הוראה לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994.

בפעילות הקרנות שבניהולו וביניהם את סיכון הנזילות, באופן מיטבי. לאור ההוראה הושם דגש רב יותר מצד מנהלי הקרנות על תחום ניהול הסיכונים בכלל וניהול סיכוני הנזילות בפרט. בין היתר, מונו מנהלי סיכונים בכל מנהלי הקרנות, נערכו סקרי סיכונים, עודכנו נהלים קיימים וחודדו הבקורות בתחום. לאור האמור, עוגן בהוראה ההסדר המקל, כפי שנקבע בהוראה הזמנית לעניין שווי פיקדונות לזמן קצוב כך שהמגבלה תעמוד על 20%.

לגבי פיקדונות בקרן כספית מועדים קבועים – לאור העובדה שקרנות אלה אינן נדרשות לספק נזילות יומית לבעלי היחידות בקרן, אלא בהתאם למועדים הקבועים שנקבעו, הוחלט לאפשר להגדיל את שיעור ההחזקה בפיקדונות אשר נפדים לפני המועד הקבוע עד לשיעור של 100%. צעד זה מתאפשר בשל יכולתו של מנהל הקרן להתאים את מועד פירעון הפיקדון למועד פדיון היחידות, כך שהחזקה כאמור אינה מגדילה את סיכון הנזילות בקרן. מבחינת מנהל הקרן, צעד זה מגדיל את גמישות ניהול ההשקעות ומאפשר לו להשקיע בשיעור גבוה יותר בנכסים לא תנודתיים, בסיכון נמוך ובעלי וודאות לגבי התשואה המתקבלת עבורם.

3. מגבלות פיזור של קרנות נאמנות בין בנקים

בישראל, מגבלות הפיזור של אחזקותיה של קרן נאמנות בין בנקים מוגדרת בתקנות הנכסים בפרק ג', אשר עוסק בשיעורי האחזקה המקסימליים של קרן בסוגי נכסים שונים ובמגבלות מנפיק. תקנה 11א לתקנות אלה המתייחסת לשיעור המרבי לפקדונות ומזומנים, קובעת ששווי המזומנים והפקדונות לזמן קצוב המופקדים בבנק כלשהו לא יעלה על 25% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.⁸

כחלק מההתאמות השונות למאפייני קרנות כספיות מועדים קבועים בהתאם לאסדרה לפיתוח שוק הכסף, הוסרו מגבלות ההשקעה ביחס לפקדונות לזמן קצוב, וזאת לאור התאמת הפקדונות למועדי הקרן והנזילות הנדרשת. בהמשך לכך, ובין היתר לאור שיח שהתקיים עם השחקנים השונים, עלה חשש כי הסרת החסם מבלי לשנות את מגבלת החשיפה לבנק מסויים, תפגע בגמישות ניהול ההשקעות של הקרן והיכולת להרחיב את רכיב הפקדונות בפועל.

באיחוד האירופי, דרישות הפיזור של קרנות נאמנות בין בנקים אינן נקבעות באופן מפורש, אלא מוצגות כסטנדרטים בדירקטיבות מכוחן פועל האיחוד. בדירקטיבת Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), אשר קובעת את הכללים להקמה,

⁸ סעיף 11א.ג), תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים),

התשנ"ה-1994. https://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_6846.pdf

ניהול והפצה של קרנות נאמנות למשקיעי Retail באיחוד האירופי, נקבע שקרן UCITS לא תוכל להחזיק מעל 20% מהפיקדונות שלה במוסד בודד.⁹

התייחסות ספציפית מוקדשת למגבלות הפיזור של קרנות כספיות, במסגרת דירקטיבת Money Market Funds של האיחוד האירופי. חלק II של הרגולציה עוסק בהנחיות ביחס למדיניות ההשקעה וניהול הנכסים של קרנות שוק הכסף, וקובע, בין היתר, את התקרה שחלה על אחזקה של נכסי קרן במוסד בודד. Article 17 קובע שקרן כספית לא תחזיק יותר מ-15% מנכסיה שהם פיקדונות, השקעות בנכסי שוק הכסף, איגוח וניירות ערך מסחריים מגובים בגוף בודד. עם זאת, במידה שמבנה השוק במדינה בה התאגדה הקרן הכספית הוא כזה שלא קיימים מספיק מוסדות פיננסיים כדי למלא את דרישות הפיזור, והקרן לא יכולה באופן יעיל כלכלית לעשות שימוש במוסד פיננסי של מדינה חברה אחרת באיחוד, ניתן להעלות את תקרת ההחזקה עד ל-20% מהנכסים בגוף בודד.¹⁰

מגבלות אלה אמנם נמוכות ממגבלות הפיזור בין בנקים שחלות על קרנות כספיות כיום בישראל, אך הן משקפות והולמות את היקפו הנרחב של מערך הבנקאות באיחוד האירופי ובעולם. בארצות הברית פעלו ב-2022 מעל 4,000 בנקים מסחריים והוענקו 12 רישיונות חדשים לניהול בנק,¹¹ ומעל

Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), Article 52 1.(b), "A UCITS⁹ shall invest no more than: 20% of its assets in deposits made with the same body".

ולאחר מכן:

Id. At 2., "Notwithstanding the individual limits laid down in paragraph 1, a UCITS shall not combine, where this would lead to investment of more than 20% of its assets in a single body, any of the following:

(a) investments in transferable securities or money market instruments issued by that body; (b) deposits made with that body; or (c) exposures arising from OTC derivative transactions undertaken with that body".

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02009L0065-20230101>

REGULATION (EU) 2017/1131... on money market funds, Article 17, 6. [https://eur-](https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1131/oj?)¹⁰

[lex.europa.eu/eli/reg/2017/1131/oj?](https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1131/oj?)

https://banks.data.fdic.gov/explore/historical?displayFields=STNAME%2CTOTAL%2CBRANCHE%2CNew_Char&selectedEndDate=2022&selectedReport=CBS&selectedStartDate=1934&selectedState=s=0&sortField=YEAR&sortOrder=desc¹¹

500 אגודות חיסכון.¹² באיחוד האירופי, המדינה בה פועל המספר הגדול ביותר של בנקים היא גרמניה בה ישנם 1381 בנקים, כאשר באוסטריה, פולין ואיטליה פועלים מעל 400 בנקים בכל אחת מהן; בצרפת פועלים 13,394¹³ ובאנגליה פועלים 301 בנקים.¹⁴

כמות המוסדות הפיננסיים מאפשרת תחרות, מגוון ובחירה בעבודתם של מנהלי הקרנות, אשר מבקשים לפזר את אחזקות קרנות הכספיות בין הבנקים, ומאפשרת להבין את מגבלות הפיזור. לעומת זאת, בישראל שוק הבנקאות הוא הרבה יותר מצומצם, והיכולת של מנהל קרן לקבל הצעות תחרותיות ביחס לריבית שיקבל על חלק הפיקדון בקרן המוקמת היא מוגבלת הרבה יותר.

לנוכח האמור לעיל, סגל הרשות סבור כי נכון לעדכון בקרן כספית את מגבלת החשיפה לבנק בודד כך שתעמוד על 35%, חלף 25% כיום. צעד זה נועד על מנת לאפשר למנהלי הקרנות גמישות בניהול השקעות הקרנות הכספיות מועדים קבועים המתחשב גם במבנה השוק הבנקאי הריכוזי בישראל, וזאת לצד שמירה על פרופיל סיכון נמוך ופיזור ראוי, אך הוחלט לאפשר זאת גם בקרן כספית שאינה קרן מועדים קבועים וזאת לאור ההחלטה בקרן כאמור להעלות את שיעור ההחזקה בפקדונות לזמן קצוב עד 30% משווי נכסי הקרן בהתקיים נסיבות מסוימות.

בהתאם לשינוי זה, בטיוטת הוראה זו נקבע תיקון זהה גם בהוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר סיכונים קסטודי וסיכונים אשראי (להלן: "**הוראת הקסטודי**") כך שמגבלת החשיפה לבנק בודד לא תעלה על 35%, חלף 33% כיום.¹⁵

4. עסקאות מכר חוזר ("REPO" ו-"Reverse Repo"):

כללי: עסקאות מכר חוזר הן עסקאות במסגרתן צד אחד מוכר בתחילת העסקה ניירות ערך ומתחייב לרכוש אותם חזרה במחיר ובמועד שסוכם מראש. הצד המוכר את ניירות הערך בתחילת העסקה זוכה לנזילות נוספת מבלי לממש בפועל את החזקתו בניירות הערך ולכן תמחור העסקה מגלם את הריבית עבור נזילות זו. מנגד, הצד הרוכש את ניירות הערך בתחילת העסקה נהנה מצבירת ריבית על הכסף שהעביר וזאת תוך קבלת בטוחה.

בישראל, חוק הסכמים בנכסים פיננסיים, תשס"ו-2006, מסדיר בין היתר היבטים כלליים לאופן ביצוע עסקאות מכר חוזר, לרבות לעניין הצדדים לעסקה ומגבלות ותנאים ביחס לביצוע עסקאות

¹² <https://banks.data.fdic.gov/explore/historical?displayFields=STNAME%2CSAVINGS%2Cnewcount%2Cchartoth%2Ctochrt&selectedEndDate=2022&selectedReport=SIS&selectedStartDate=1934&selectedStates=0&sortField=YEAR&sortOrder=desc>

¹³ Number of banks in Europe as of June 2023, by country, Statista

¹⁴ <https://thebanks.eu/banks-by-country/United-Kingdom>

¹⁵ בהקשר זה יצויין כי מגבלת החשיפה לבנק בהוראת הקסטודי מתייחסת לחשיפות נוספות, בנוסף למזומנים ופקדונות.

מכר חוזר. ביחס לקרנות נאמנות, תקנות השקעות משותפות בנאמנות (אופציות, חוזים עתידיים ומכירות בחסר), התשס"א-2001 (להלן: "**תקנות האופציות**") קובעות תנאים ומגבלות לביצוע עסקאות מכר חוזר כדלהלן:

- המועד שנקבע לביצוע ההתחייבות לא מאוחר משלושים ימים מהיום שבו בוצעה עסקת המכר החוזר;
- איגרות החוב יסלקו באמצעות מסלקת הבורסה;
- שווי איגרות החוב שמנהל הקרן התחייב למכור לא יעלה, בעת עשיית עסקת המכר החוזר, על עשרה אחוזים משווי נכסי הקרן.

כמו כן, בחודש נובמבר 2023 פרסם סגל הרשות מענה על פיו מנהל קרן רשאי לבצע עסקאות מכר חוזר בקרנות כספיות מול בנק ישראל במסגרת מתווים המפורסמים מטעמו, בכפוף למגבלות ההשקעה החלות על הקרן ולקבוע בתקנות השקעות משותפות בנאמנות. מענה זה מבטל עמדות סגל הרשות שניתנו בעבר בעניין ואסרו על ביצוע עסקאות אלה בקרנות כספיות. בחינת סגל הרשות העלתה כי האפשרות לבצע עסקאות ריפו מול בנק ישראל, מאפשרת למנהל קרן כספית שימוש בכלים נוספים בתפעול ושכלול המוצר ובד בבד היא מתיישבת עם היות הקרנות הכספיות אלטרנטיבה לפיקדון הבנקאי נטול הסיכון.

בעבור קרנות הנאמנות, עסקאות מכר חוזר יכולות להיות רלוונטיות גם במקרים בהם מנהל הקרן מוכר ני"ע ומתחייב לרכוש אותם בעתיד בסכום קבוע וידוע מראש (להלן: "**עסקאות Repo**") וגם במקרים בהם מנהל הקרן רוכש ני"ע ומתחייב למכור אותן בעתיד בסכום קבוע וידוע מראש (להלן: "**עסקאות Reverse Repo**"). כל אחד מסוגי עסקאות המכר החוזר מאופיין בסיכונים שונים בעבור מנהל הקרן, ובפרט לעניין סיכוני צד נגדי, סיכוני אשראי וסיכוני שוק, כפי שיפורט להלן:

עסקאות Repo:

מהות האירוע: מנהל הקרן מוכר ני"ע ומתחייב לרכוש אותם בחזרה בעתיד בסכום קבוע וידוע מראש. בתמורה לני"ע הנמכרים במועד התחלת העסקה, מנהל הקרן מקבל תמורה בסכום הנמוך משווי ני"ע (שווי ניירות ערך בנטרול מקדם כיסוח מסוים). למעשה, עסקה כאמור דומה במהותה להלוואה אותה מקבל מנהל הקרן לתקופה ידועה מראש ובתמורה הוא מעביר לצד הנגדי ני"ע כבטוחה.

החשיפה העיקרית: החשיפה שהצד הנגדי לעסקה לא ימכור את ניירות הערך בחזרה. במועד התחלת העסקה, גובה חשיפת מנהל הקרן לצד הנגדי הוא בגובה ההפרש שבין ני"ע הנמכר על ידי מנהל הקרן לבין המזומן שהתקבל אצלו. במהלך חיי העסקה, גובה חשיפת מנהל הקרן לצד הנגדי משתנה בכל שינוי בשווי ני"ע אשר נמכרו.

עסקאות Reverse Repo:

מהות האירוע: מנהל הקרן רוכש ני"ע ומתחייב למכור אותם בחזרה בעתיד בסכום קבוע וידוע מראש. בתמורה לני"ע הנרכשים במועד התחלת העסקה, מנהל הקרן מעביר תמורה בסכום הנמוך משווי ני"ע (שווי ניירות ערך בנטרול מקדם כיסוח מסוים). למעשה, עסקה כאמור דומה במהותה להלוואה אותה נותן מנהל הקרן לתקופה ידועה מראש ובתמורה הוא מקבל מהצד הנגדי ני"ע כבטוחה.

החשיפה העיקרית: החשיפה שהצד הנגדי לעסקה לא יעמוד בהתחייבותו לרכוש בחזרה את ני"ע במועד ובסכום הקבוע, וכי שווי ני"ע המשמשים כבטוחה יהיה נמוך מהתמורה העתידה להתקבל. למעשה, סיכון הצד הנגדי בעסקה כאמור מוגבל משמעותית בכל זמן בו שווי ני"ע אשר התקבלו כבטוחה גבוה מהתמורה אשר עתידה להתקבל, אך במקרה בו שווי ני"ע יהיה נמוך מהתמורה העתידית, סיכון זה מתממש.

סקירת עסקאות מכר חוזר שמבוצעות בעולם

בעולם, קרנות כספיות עושות שימוש נרחב בעסקאות ריפון, בעיקר באמצעות רכישת אג"ח בתחילת העסקה והתחייבות למכור בסיומה. הצורך העיקרי הוא גיוון מכשירי שוק הכסף שניתן להשקיע בהם באופן זה, תוך שימוש בכלי המספק ריבית יציבה, ללא תנודתיות, שמגובה בבטחונות איכותיים שמוחזקים בחשבון הקרן.

באיחוד האירופי, המגבלות ביחס לביצוע של עסקאות Reverse Repurchase Agreement או Repurchase Agreement נקבעות ברגולציית Money Market Funds Regulation שעודכנה לאחרונה בשנת 2019.

חלק II לרגולציה, אשר עוסק בגיוון הנכסים בהם קרן כספית יכולה להחזיק, קובע שקרן כספית תוכל לבצע בין היתר עסקאות Repurchase Agreements ועסקאות Reverse Repurchase Agreements¹⁶, ובכפוף לתנאים הבאים –

Article 14 קובע שקרן Money Market Fund תוכל לבצע Repurchase Agreement בהתקיים כל התנאים להלן –

- (1) שימוש בעסקה מסוג זה ייעשה באופן זמני, ובכל אופן העסקה תהיה לפרק זמן שלא יעלה על שבעה ימי עבודה, ותשמש לצרכי ניהול נזילות בלבד, ולא למטרות השקעה, למעט אלו שמאושרות בפסקה (3) להלן;
- (2) לצד השני לעסקה, שמקבל את הנכסים כ-collateral, אסור למכור, להשקיע, להתחייב או להעביר את הנכסים מושא העסקה בלי אישור הקרן;
- (3) הכסף שיתקבל בקרן כתוצאה מעסקת Repurchase Agreement יכול לשמש לצרכים הבאים בלבד:

¹⁶ Article 9, סעיפים 1.(e)-(f).

(א) יושם בפקדון;

(ב) יושקע רק בסוגי הנכסים המפורטים ב-Article 15(6) (ר' להלן ס"ק 7) תחת פירוט Article 15) ולא בשום סוג נכס אחר שמורשה ככלל לקרן שוק הכסף להחזיק, לא יועברו או יעשה בהם כל שימוש אחר;

(4) הסכום שיתקבל בקרן כתמורה להסכם Repurchase Agreement לא יעלה על 10% מכלל נכסי הקרן;

(5) הקרן תשמור את הזכות לבטל את ההסכם בכל זמן, בהודעה מוקדמת של לא יותר משני ימי עבודה.

Article 15 קובע שקרן Money Market Fund תוכל לבצע Reverse Repurchase Agreement בהתקיים כל התנאים להלן –

(1) הקרן תשמור את הזכות לבטל את ההסכם בכל זמן, בהודעה מוקדמת של לא יותר משני ימי עבודה.

(2) שווי השוק של הנכסים שהתקבלו, יהיה שווה בכל רגע נתון לפחות לערך הכספי ששולם בעבורם.

(3) על הנכסים שהתקבלו במסגרת עסקת Reverse Repo להיות נכסים בהם קרן כספית יכולה להחזיק, ולא ניתן למוכרם, להשקיעם מחדש, להתחייב בהם או להעביר אותם.

(4) לקרן אסור לקבל Securitisations או Asset-Backed Commercial Paper במסגרת עסקת Reverse Repo.

(5) על הנכסים שמתקבלים במסגרת עסקת Reverse Repo להיות מגוונים, באופן שיבטיח חשיפה מקסימלית למנפיק אחד שלא תעלה על 15% מה-NAV של הקרן, למעט מקום בו מדובר בנכסים שהם Government Backed לפי Article 17(7). בנוסף, הנכסים שיתקבלו בקרן כחלק מההסכם נדרש שהמנפיק שלהם יהיה בלתי-תלוי בצד השני לעסקה, ויש לוודא שביצועיהם לא יהיו בקורלציה גבוהה עם ביצועי הצד השני לעסקה.

(6) קרן שמבצעת עסקת Reverse Repo תוודא שביכולתה לאחזר את מלוא הסכום שזכאית לקבל בגין הנכסים בכל רגע נתון, בין אם באמצעות אפשרות למשיכה מיידית של הסכום המלא (כולל הריבית שנצברה) ובין אם באמצעות התחשבנות יומית (Mark To Market) עבור הריבית. כאשר הכסף זמין להחזר בכל עת על בסיס Mark-To-Market, שוויו ישמש לצורך שערך שווי הנכסים בחישוב NAV הקרן.

(7) למרות האמור, קרן תוכל לקבל במסגרת עסקה נ"ע נזילים או מוצרי שוק הכסף שלא מופיעים ב-Article 10, ככל שהם הונפקו על ידי האיחוד האירופי או מוסד פיננסי יציבותי של האיחוד האירופי, שקיבלו דירוג מתאים; או ככל שהם הונפקו ע"י בנק או מדינה צד ג', וקיבלו דירוג מתאים.

(8) סך המזומן שישולם לצד נגדי במסגרת עסקאות Reverse Repo לא יעלה על 15% מנכסי הקרן.

בנוסף לכך, נקבעו מגבלות נוספות לנזילות ואפשרות ביטול ומשיכת כספים בעסקאות Reverse Repurchasing Agreement, בהתאם לסוגי הקרנות הכספיות השונות ומאפייניהן.

בארצות הברית, קרנות כספיות ממשלתיות (Government Money Market Fund) הן סוג הקרנות הכספיות עם שווי הנכסים המנוהל הגבוה ביותר. קרן מסוג זה היא קרן כספית שמשקיעה בשיעור של 99.5% משווי נכסיה במזומן, אגרות חוב ממשלתיות, או בהסכמי Repurchase Agreement שהם מגובים במלואם (collateralized fully).¹⁷

נכון לחודש יוני 2023, קרנות מסוג זה השקיעו בשיעור של כ- 59% (2.65 טריליון דולר) משווי נכסי הקרנות בהסכמי Repurchase Agreements (כ- 58% מתוכם בהסכמים שהצד הנגדי להן הוא ה-Federal Reserve).¹⁸ כמו כן, גם קרנות כספיות מסוג Prime, אשר רשאיות להשקיע ברכיב קונצרני, משקיעות בהיקפים גבוהים בהסכמי Repurchase Agreements - שיעור של כ- 44% משווי הנכסים (356 מיליארד דולר).

המגבלות ביחס לביצוע עסקאות Repurchase Agreement בידי קרן כספית נקבעו במסגרת חוק a-72 תחת חוק ההשקעות האמריקאי (Investment Company Act of 1940).¹⁹ וכאמור לעיל, הם צריכים להיות מגובים במלואם.

סוגיות וחלופות שנדונו ביחס לאסדרת עסקאות מכר חוזר בקרנות כספיות

במסגרת גיבוש ההוראה בדבר קרן כספית נדונו מספר נושאים וסוגיות הנוגעים לשאלת הצורך בקביעת מסגרת ייעודית לביצוע עסקאות מכר חוזר בקרנות כספיות ואופן קביעת האסדרה כאמור כך שתעמוד בהלימה עם המאפיינים המרכזיים של קרנות כספיות, יומיות ומועדים קבועים. בפרט, במסגרת פרסום טיוטת ההוראה למנהלי הקרנות והנאמנים ביום ה-30 לאוגוסט 2023, הועלו לדיון ההיבטים הבאים הנוגעים לביצוע עסקאות מכר בקרן כספית:

מהות העסקה: בהיבט זה נבחן האם להגביל בהוראה את מטרת העסקה כך שמנהל קרן יתקשר בעסקאות מכר חוזר, ובפרט בעסקאות Repo, למטרת נזילות בלבד. מנגנון זה של הגבלת מטרת

¹⁷ CFR 270.2a-7(a)(14), [\(https://www.ecfr.gov/current/title-17/part-270/section-270.2a-7#p-270.2a-7\(a\)\(14\)\)](https://www.ecfr.gov/current/title-17/part-270/section-270.2a-7#p-270.2a-7(a)(14)).

¹⁸ הנתונים מפורסמים על ידי Investment Company Institute (ICI)

<https://www.ici.org/research/stats/mmfssummary>

¹⁹ CFR 270.2a-7, [\(https://www.ecfr.gov/current/title-17/part-270/section-270.2a-7\)](https://www.ecfr.gov/current/title-17/part-270/section-270.2a-7)

העסקה קיים באירופה, אך לא קיים באסדרה הקיימת בישראל כיום. במסגרת המענה אשר התקבל ממנהלי קרנות עולה כי לראייתם המטרה בביצוע עסקאות Repo מתמקדת, ככלל, בגיוון המכשירים באמצעותם ניתן להשיא תשואה ללקוח על ידי שימוש במכשיר המספק ודאות. לראיית סגל הרשות, מגבלות המינוף (איסור על מינוף) הקיימות בעבור קרנות כספיות, וכן מגבלות ההשקעה הנוספות אשר מוחלות ביחס לעסקאות מכר חוזר, לרבות לעניין משך העסקה המותר והיקף העסקה המותר, לצד הצורך העסקי העולה מצד מנהלי הקרנות, מאפשרות שלא לקבוע בהוראה מגבלה ייעודית לעניין מטרת העסקה.

משך העסקה: במסגרת האסדרה הקיימת כיום בתקנות האופציות נקבע כי הן ביחס לעסקאות Repo והן ביחס לעסקאות Reverse Repo, המועד לביצוע ההתחייבות לא יהיה מאוחר משלושים ימים מהיום שבו בוצעה עסקת המכר החוזר. באירופה, כחלק מהגבלת עסקת Repo לצורכי נזילות בלבד, נקבע כי משך עסקת Repo לא יעלה על 7 ימי עבודה וכי למנהל הקרן תעמוד הזכות לבטל את עסקת ה-Repo בכל עת בתוך 2 ימי עבודה לכל היותר. מנגנון זה של מתן אפשרות הביטול נקבע גם ביחס לעסקאות Reverse Repo. מנגד, בארצות הברית לא נקבעה מגבלה כלל לעניין זה.

מגבלת השקעה: קביעת מגבלת השקעה נועדה לצמצם את הסיכונים הכרוכים בביצוע עסקאות מכר חוזר, בפרט לעניין סיכונים צד נגדי ואשראי וסיכונים מינוף. מגבלות ההשקעה הייעודיות הנקבעות ביחס לעסקאות מכר חוזר מתווספות למגבלות פיזור הנכסים והמנפיקים החלות כבר כיום על מנהלי קרנות כספיות, ומטרתן להגביל את שיעור והיקף עסקאות המכר החוזר אותן רשאי מנהל הקרן לבצע, ובכך הלכה למעשה לצמצם עוד יותר את הסיכונים המובנים בעסקאות אלו.

ביחס לעסקאות Repo, האסדרה באירופה קובעת כי סך המזומן אשר מתקבל אצל מנהל הקרן במסגרת העסקה לא יעלה על 10% מכלל נכסי הקרן, כאשר מגבלה זו דומה במהותה למגבלה הקיימת כיום בתקנות האופציות המגבילה את שווי האג"ח שמנהל הקרן התחייב למכור לעד 10% משווי נכסי הקרן. במסגרת המענה אשר התקבל ממנהלי הקרנות לנושא זה הועלתה האפשרות כי חלק מהמגבלה הקיימת היום, תיקבע מגבלה הנמדדת על פי שיעור החשיפה בפועל של מנהל הקרן לצד הנגדי במסגרת העסקה. על פי הצעה זו, שיעור חשיפת מנהל הקרן לצד הנגדי בעסקה ייקבע כשיעור ההפרש שבין שווי ני"ע הנמכר לבין סכום המזומן שהתקבל בפועל (להלן: "**שיעור ה-Hair Cut**"), כאשר שיעור זה משתנה לאורך חיי העסקה בהתאם לשינוי במחיר ני"ע הנמכר. לראיית סגל הרשות, קביעת מגבלת ההשקעה בהתאם לשיעור ה-Hair Cut בלבד אומנם יכולה לצמצם את סיכון חשיפת מנהל הקרן לצד נגדי בעסקה בודדת, אולם היקף ביצוע העסקה יכול להיות משמעותי מאוד ביחס לסך נכסי הקרן באופן בו גם החשיפה המצומצמת תישא עמה סיכון מהותי. לאור זאת, בשלב זה נקבע כי מגבלת ההשקעה תישאר במתכונת הקיימת כיום, קרי ששווי האג"ח שמנהל הקרן התחייב למכור לא יעלה על 10% משווי נכסי הקרן.

ביחס לעסקאות Reverse Repo, הוחלט להתאים את האסדרה בישראל לאסדרה הקיימת באירופה ולקבוע את מגבלות ההשקעה הבאות:

- שווי איגרות החוב שמנהל הקרן התחייב למכור לא יעלה, בעת עשיית עסקת המכר החוזר, על חמישה עשר אחוזים משווי נכסי הקרן ;
- שווי השוק של אגרות החוב שהתקבלו, יהיה שווה בכל רגע נתון לפחות לערך הכספי ששולם בעבורם.
- מנהל הקרן המתקשר בביצוע עסקת Reverse Repo יוודא שביכולתו לאחזר את מלוא הסכום אותו הוא זכאי לקבל בגין אגרות החוב בכל רגע נתון, בין אם באמצעות אפשרות למשיכה מיידית של הסכום המלא (כולל הריבית שנצברה) ובין אם באמצעות התחשבנות יומית Mark To Market).

קביעת מנגנונים אלו עתידים לסייע בצמצום הסיכון הגלום בעסקאות Reverse Repo באופן משמעותי, כיוון שעל מנהל הקרן להבטיח כי בכל רגע נתון שווי הבטוחה המתקבלת, קרי שווי ניי"ע הנרכשים במועד העסקה, עולה על שווי המזומן ששולם על ידו. מנגנון זה, יחד עם המגבלות הנוספות הנוגעות למשך העסקה וליכולת מנהל הקרן לאחזר בכל עת את מלוא הסכום לו הוא זכאי במסגרת העסקה, מאפשרים להרחיב את מגבלת שיעור שווי אגרות החוב ביחס לסך נכסי הקרן, כך שזו תעמוד על 15% חלף 10% כיום.

צדדים נגדיים לעסקה: לצורך צמצום סיכון הצד הנגדי בעסקאות Repo ובעסקאות Reverse Repo שהינו אחד מן הסיכונים המרכזיים בסוג זה של עסקאות, נקבע כי מנהלי קרנות יהיו רשאים לבצע עסקאות מכר חוזר אל מול הגופים הבאים בלבד :

- מול בנק ישראל
- מול צד נגדי שהוא בנק הנמנה עם קבוצת סיכון האשראי הראשונה או השניה כמפורט בהוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר סיכונים קסטודי וסיכונים אשראי.

הגבלת ביצוע עסקאות המכר החוזר אל מול גופים אלו בלבד, שהינם בעלי דירוג אשראי ומוניטין גבוהים, תפחית באופן משמעותי את הסיכון כי גופים אלו לא ימלאו את התחייבויותיהם במסגרת העסקה. יתר על כן, בדומה לאסדרה הקיימת באירופה, נקבע כי על מנהל הקרן לוודא כי הצד הנגדי לעסקה הינו בלתי תלוי במנפיק אגרות החוב המתקבלות במסגרת עסקת ה-Reverse Repo.

בנוסף בעניין מועד התחילה, תחילתה של ההוראה תהיה במועד כניסת חקיקת שוק הכסף לתוקף. מועד תחילה זה עשוי להשתנות בהתאם להתקדמות פרסום ההודעה על נתינת הוראה זו ברשומות.

שיתוף הציבור

כאמור, טיוטות הוראות להשלמת אסדרת הקרנות הכספיות ותיווכן פורסמו לראשונה להערות הציבור באוגוסט 2023 עת שהאסדרה הייתה בהליכי חקיקה. האסדרה המשלימה פורסמה פעם נוספת להערות ציבור ביולי 2024. לצורך הגברת שיתוף הציבור התקיים מפגש עם פורום בנקים בו

לקחו חלק נציגי הבנקים השונים ומפגש נוסף עם מנהלי הקרנות, משרדיהם המייצגים והנאמנים לקרנות. במפגשים אלו סקר סגל הרשות את עיקרי האסדרה וקיים שיח פתוח בנושאים השונים.

הערות עיקריות בתהליך שיתוף הציבור

להלן פירוט ההערות העיקריות במסגרת תהליך שיתוף הציבור:

1. **פרסום תשואה פנימית בקרן כספית יומית ללא רכיב קונצרני** – הוצע על ידי איגוד מנהלי הקרנות כי בעבור קרנות כספיות יומיות יתאפשר פרסום תשואה פנימית, וזאת בתנאי שקרנות אלו יהיו ללא רכיב קונצרני וכי לפחות 75% מנכסי הקרן יושקעו בנכסים לפדיון בטווח של עד 3 חודשים.

ההערה אינה מתקבלת. הקרנות הכספיות הקיימות כיום, אשר מציעות נזילות יומית, אינן יכולות להתייחס לתשואה צפויה בקרן ממגוון סיבות, בהן דינמיות ניהול ההשקעה בקרן המושפעת מנזילות היחידות, תנודתיות מחירי הנכסים המוחזקים בקרן, ועוד. לכן גם נתון תשואה פנימית המבוסס על הרכב הנכסים הידוע הוא נתון אשר עלול להטעות. לאור זאת האסדרה ביחס לתשואה צפויה מתמקדת בקרנות מועדים קבועים, בהן הנזילות ניתנת לניהול וניתן לקבוע כי מרבית הנכסים יפדו קודם למועד הקבוע.

2. **אופן הצגת תשואה צפויה בקרן מועדים קבועים וקיום בקרה אודותיה** – לעניין זה הועלו מספר הצעות וטענות, לרבות:

- הוצע על ידי איגוד מנהלי הקרנות כי התשואה הצפויה תוצג במונחי טווח תשואה צפויה חלף שיעור מסוים של תשואה צפויה.
- נטען על ידי איגוד הבנקים כי יש לעדכן את נוסח ההוראה כך שיובהר כי כל מנהל קרן כספית מועדים קבועים, אשר שווי הנכסים המוחזקים בה שמועד פדיונם חל עד למועד הקבוע הקרוב הוא לפחות 75% מנכסי הקרן, נדרש להצגת תשואה צפויה (חלף המילה "רשאי").
- הוצע על ידי איגוד הבנקים כי לצורך הצגת תשואה צפויה ייקבע באסדרה מהו השיעור המדויק של הנכסים שמועד פדיונם חל בטרם המועד הקבוע, וזאת חלף הקביעה הקיימת על פיה נדרש כי לפחות בעבור 75% מנכסי הקרן מועד הפדיון נדרש לחול לפני המועד הקבוע. הצעה זו נועדה לשפר את יכולת ההשוואה בין הקרנות.
- נטען על ידי איגוד הבנקים כי למנהלי הקרנות ישנה גמישות מסוימת באופן חישוב התשואה הצפויה ועל כן מבוקש שהרשות תבצע בקרה על התשואה הצפויה שתפורסם על ידי מנהל הקרן למול התשואה הסופית שניתנה ללקוחות בפועל, וזאת במטרה למנוע הטעיה.

ההצעות אינן מתקבלות. בהתייחס להצעה הראשונה להצגת טווח תשואה צפויה, הצגת שיעור

התשואה הצפויה מהווה מרכיב מרכזי בקרנות כספיות מועדים קבועים, וביכולת ההשוואתיות אל מול פיקדונות ומול קרנות כספיות מועדים קבועים אחרות. בשלב זה הצגת טווח תשואה צפויה עלולה לסרבב את ההצגה ללקוח ולהיות מורכבת להבנה. לעניין חיוב מנהל קרן כספית מועדים קבועים להציג תשואה צפויה, יובהר כי מנהל קרן המעוניין לנהל קרן כספית מועדים קבועים שמיומה הראשון לא תפרסם תשואה צפויה ורואה בקרן זאת כמוצר בעל ביקוש מאת הציבור, נכון שיתאפשר לו לעשות זאת, אך מרגע שבחר מנהל הקרן לפרסם תשואה צפויה, לא יוכל לחדול מפרסום זה במועדים הבאים. כמו כן, בהתייחס לטענה כי יש לקבוע שיעור אחיד של נכסים שמועד פדיונם קודם למועד הקבוע, יצוין כי ניהול ההשקעות בקרן נתון למנהל הקרן שהוא גורם מקצועי ובעל מומחיות. השיעור המינימאלי של נכסים שנדרשים להיפדות לפני המועד הקבוע נקבע לטובת צמצום מרווח הטעות בחישוב התשואה הצפויה, אך קיימת חשיבות במתן גמישות ניהול ההשקעות למנהל הקרן באופן שיביא לידי ביטוי את מומחיותו ומקצועיותו. עם זאת, לצורך הגברת השקיפות ויכולת תיווך המאפיינים של כל קרן כספית מועדים קבועים ללקוחות, ייכלל בדוח על התשואה הצפויה שידווח על ידי מנהל הקרן גם נתון המתייחס לשיעור הנכסים הנפדים לפני המועד הקבוע ואשר נלקחו בחשבון לצורך חישוב התשואה הצפויה.

לעניין הצורך בקיום בקרה מטעם הרשות בנוגע לתשואה הצפויה שתפורסם על ידי מנהל הקרן למול התשואה הסופית שניתנה ללקוחות בפועל, יובהר כי ההוראות והכללים לעניין קרן כספית גובשו תוך מתן דגש על צמצום מרווח הטעות הפוטנציאלי בחישוב ופרסום התשואה הצפויה על ידי מנהלי הקרנות ותוך מתן דגש על יצירת מגוון דרישות דיווח, הן למטרות פיקוח הרשות והן למטרות צרכניות, הנוגעות לפערים שבין התשואה הצפויה שפורסמה לבין התשואה שהושגה בפועל. בפרט, התשואה הצפויה תחושב בדרך המקובלת ותכלול מנגנונים לצמצום טווח הטעות הפוטנציאלי (מנגנון כיסוח), וזאת יחד עם העובדה כי לפחות 75% מנכסי הקרן ייפרעו לפני המועד הקבוע. יתר על כן, יוזכר כי למנהל הקרן עומדות חובות אמון וזהירות. פעילות מנהל קרן בעניין חישוב ופרסום תשואה צפויה תבחן על ידי הרשות גם בהיבטים אלו.

3. **השאלות ניירות ערך ותקנות כלליות אחרות** – נטען שטיטוט ההוראה אינה כוללת התייחסות לעסקת השאלת ניירות ערך, אשר ניתן לבצעה כיום בקרן כספית, ולכן מבוקש להחיל את התקנות, המתייחסות לעסקת השאלת ניירות ערך הכלולות בתקנות האופציות, במסגרת הוראה זו. בנוסף נטען כי לא ברור האם תחולנה על קרן כספית תקנות כלליות אחרות שלא צוינו בטיטוט ההוראה.

בהתייחס לטענות אלו יובהר כי במסגרת חקיקת שוק הכסף ניתנה לרשות הסמכות לקבוע הוראות וכללים ביחס לקרן כספית בנושאים ספציפיים. ככל ובמסגרת חקיקת שוק הכסף לא ניתנה לרשות הסמכות ביחס לנושאים מסוימים, הרי שלא חל שינוי באופן התחולה שלהם על קרנות כספיות. בפרט, לעניין עסקאות השאלות ניירות ערך, ההוראות הקבועות בתקנות

האופציות ביחס לעסקאות השאלות ניירות ערך נקבעו בהתאם לסמכות שר האוצר תחת סעיף 63 לחוק. חקיקת שוק הכסף לא קבעה שינויים ביחס לסמכות זו ועל כן הוראות לפי התקנות ביחס לעסקאות אלו בעבור קרנות כספיות לא השתנו. לעניין תקנות האשראי, תקנות אלו יחולו על מנהל קרן כספית ובלבד שמנוף האשראי של הקרן לא יעלה על אפס, למעט כתוצאה מביצוע עסקאות מכר חוזר בלבד. נוסח ההוראה הובהר בהיבט זה.

4. **חריגה משיעור הנכסים המינימלי שמועד פדיונם טרם המועד הקבוע בקרן כספית מועדים**

קבועים המציגה תשואה צפויה – בהקשר זה, נשאל מה תהיה המשמעות של חריגה מהחובה על פיה שווי הנכסים בקרן שיתרת התקופה עד למועד פדיונם עולה על משך התקופה שבין שני מועדים קבועים סמוכים של הקרן, לא יעלה על 25%.

יודגש כי הצגת תשואה צפויה בקרן כספית מועדים קבועים אינה דרישה מחייבת והיא נתונה להחלטת מנהל הקרן, אך יחד עם זאת התנאי לפיו לפחות 75% מסך נכסי הקרן יהיו נכסים שמועד הפדיון שלהם חל לפני המועד הקבוע הסמוך מהווה תנאי הכרחי בו נדרש מנהל הקרן לעמוד על מנת להציג תשואה צפויה, ואי עמידה בתנאי זה או חריגה ממנו מהווה הפרה של ההוראה כך שלרשות יעמדו סמכויות הפיקוח הרלוונטיות. יחד עם זאת, יצויין כי בקרן כספית מועדים קבועים בה בוחר מנהל הקרן שלא להציג תשואה צפויה, אין הכרח לעמוד בתנאי זה.

כמו כן, על מנת להגביר את השקיפות בהיבט זה ולעגן את התחייבות מנהל הקרן, נקבע בהוראה שעמידה ברף המקסימלי של 25% מהנכסים שמועד פדיונם עולה על התקופה בין שני מועדים קבועים יכלול במדיניות ההשקעה של הקרן הכספית, וכן כי חריגה מכלל זה תצריך דיווח מיידי של מנהל הקרן. חריגה מאלו תבחן על ידי הרשות ותטופל בהתאם לסמכויותיה. בהקשר זה, לאור מרכזיות נתון התשואה הצפויה בקרנות מועדים קבועים בעבור המשקיעים, נקבע בהוראה זו כי בקרן כספית מועדים קבועים בה הציג מנהל הקרן תשואה צפויה, לא יהיה רשאי מנהל הקרן שלא להציג תשואה צפויה בעבור מועדים קבועים עתידיים לאורך חיי הקרן.

5. **הצגת תשואות קרן כספית מועדים קבועים בדוח שנתי** – התבקש להבהיר כי בתקופות שאינן

משלימות מקטע, לא נדרש להציג נתוני תשואת הקרן, ככל שהבהרה זו תואמת את כוונת הסעיף.

בהתייחס לכך יובהר כי יש להבחין בין הצגת תשואות העבר בפועל אל מול התשואות הצפויות שפורסמו, לבין הצגת תשואות הקרן לתקופות הקבועות בתקנות דוח שנתי. ביחס להצגת תשואות העבר אל מול התשואה הצפויה, מנהל הקרן נדרש להציג את הנתונים לתקופות שבין מועדים קבועים בלבד, וזאת בהתייחס לתקופה של 12 חודשים שקדמה למועד הקבוע האחרון שחל קודם ליום עריכת הפרטים, כהגדרתו בתקנות דוח שנתי, או ביום תחילת הצעת יחידות הקרן לציבור, המאוחר מביניהם, וסיומה ביום עריכת הפרטים.

ביחס להצגת תשואות כאמור בתקנות דוח שנתי, על מנהל הקרן להציג את התשואות על פי הקבוע בתקנות וכפי שמוצגות עבור כלל הקרנות כיום, גם אם מועד תחילת התקופה או מועד סיום התקופה אינו מועד קבוע של הקרן.

הנגשת האסדרה לציבור

האסדרה תפורסם באתר הרשות בעמוד הייעודי לכך, וכן תופץ במסגרת הודעות דוא"ל לנמענים ברשימת הדיוור של הרשות. מעבר לכך, תפורסם ברשומות הודעה על מתן הוראה זו.

טבלת הערות הציבור לאסדרה המשלימה ובכלל זאת הוראה זו וההתייחסות אליהם תפורסם גם היא באתר הרשות.

להלן נוסח ההוראה:

טיוטת הוראה למנהלי קרנות ונאמנים בדבר תנאים שיחולו לגבי קרן כספית

לפי סעיפים 47(ב), 97, 129 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 (להלן - "חוק הקרנות" או "החוק")

"דרגת אגרת חוב", "חברה מדרגת", "טבלת דרגות", "יום מסחר", "מזומנים", "משך חיים ממוצע", "סולם דרגות לטווח ארוך", "סולם דרגות לטווח קצר", "פיקדון לזמן קצוב", "תאגיד בנקאי", "תעודת חוב", "תעודת התחייבות מובנית" – כהגדרתם בתקנות הנכסים;

"מנוף אשראי של קרן" – כהגדרתו בתקנות האשראי;

"מקטע" – תקופה שבין שני מועדים קבועים סמוכים;

"מקטע נוכחי" – התקופה שבין שני מועדים קבועים סמוכים שטרם הסתיימה;

"מקטע קודם" – התקופה שבין שני מועדים קבועים שקדמה למקטע הנוכחי;

"עסקת מכר חוזר" – כהגדרתה בתקנות האשראי;

"קרן כספית" – קרן כספית שאינה קרן מועדים קבועים או קרן כספית מועדים קבועים;

"קרן כספית ללא קונצרני" – קרן כספית שבהסכם הקרן שלה נקבע כי תהיה קרן כספית ללא קונצרני;

"קרן מועדים קבועים" – כמשמעותה בסעיף 47 לחוק;

"תקנות דוח שנתי" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוח שנתי של קרן), תשע"ו – 2016;

"תקנות האופציות" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (אופציות, חוזים עתידיים ומכירות בחסר), התשס"א – 2001;

"תקנות האשראי" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (עסקאות באשראי ופדיון יחידות באשראי), התשס"א – 2001;

"תקנות הדוחות" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוחות), התשנ"ה – 1994;

"תקנות הנכסים" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ד – 1994;

"תקנות הסיווג" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (סיווג קרנות לצורך פרסום), תשס"ח – 2007;

"תקנות חישוב תשואה" - תקנות השקעות משותפות בנאמנות (חישוב תשואה), התשנ"ה – 1995;
"תקנות פרטי תשקיף" - תקנות השקעות משותפות בנאמנות (פרטי תשקיף של קרן, מבנהו וצורתו), תש"ע – 2009;

1. **נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן כספית, תנאים להחזקתם ושיעורים מירביים להחזקה**
 - א. יובהר כי התייחסות בתקנות הנכסים ל"קרן כספית" בטלה מעיקרה ובמקומה יחול הקבוע בהוראה זו.
 - ב. תקנות 1, 4, 5, 6, 11, 11א, (א), (ב) ו-(ד) ו-13 לתקנות הנכסים יחולו על קרן כספית, אלא אם נקבע אחרת בהוראה זו.

1.1. **נכסים שמותר לקנות ולהחזיר בקרן כספית ותנאים להחזקתם**

1.1.1. מנהל קרן רשאי לקנות ולהחזיק בקרן כספית שבניהולו נכסים מהסוגים ובתנאים כמפורט להלן בלבד:

- א. איגרת חוב הנסחרת בבורסה או בשוק מוסדר, שאינה צמודה אלא לשער מטבע, שיתרת התקופה עד למועד פדיונה אינה עולה על שנה אחת, ואם הוצאה שלא בידי המדינה - דרגתה היא כמצוין בטבלת הדרגות בנספח א', לפי סולם דרגות לטווח ארוך או לפי סולם דרגות לטווח קצר, לפי העניין;
- ב. איגרת חוב הנסחרת בבורסה או בשוק מוסדר, שאינה צמודה אלא לשער מטבע, הנושאת ריבית משתנה ששיעורה נקבע אחת ל-6 חודשים או פחות, ואם הוצאה שלא בידי המדינה - דרגתה היא כמצוין בטבלת הדרגות בנספח א', לפי סולם דרגות לטווח ארוך או לפי סולם דרגות לטווח קצר, לפי העניין;
- ג. מילווה קצר מועד שהוציאה המדינה, הנסחר בבורסה, שיתרת התקופה עד למועד פדיונו אינה עולה על 13 חודשים;
- ד. תעודת חוב שאינה צמודה אלא לשער מטבע, אשר מתקיים בה האמור בתקנה 2(8)א לתקנות הנכסים, ודרגתה היא כמצוין בטבלת הדרגות בנספח א', בסולם דרגות לטווח קצר;
- ה. איגרת חוב הנסחרת בבורסה או בשוק מוסדר, שאינה צמודה אלא לשער מטבע, שיתרת התקופה עד למועד פדיונה עולה על שנה אחת, אם היא ניתנת לפדיון פעם אחת לפחות בתקופה של 6 חודשים, תנאי פדיונה או המרתה גורמים לכך שתנודתיותה דומה לתנודתיות איגרת חוב כאמור בפסקת משנה (א) ודרגתה היא כמצוין בטבלת הדרגות בנספח א', לפי סולם דרגות לטווח ארוך;
- ו. לגבי קרן כספית שאינה קרן מועדים קבועים – פיקדון לזמן קצוב;

ז. לגבי קרן כספית מועדים קבועים – פיקדון בתאגיד בנקאי שלפי תנאי הפקדתו נעשה לתקופה קבועה מראש, העולה על יום אחד ואינה עולה על מספר הימים שנותרו עד למועד הקבוע הסמוך של הקרן ;
ח. מזומנים ;

1.1.2. הוחזקו בקרן נכסים הצמודים לשער מטבע, יהיו כולם צמודים לאותו מטבע, פיקדונות לזמן קצוב ומזומנים המוחזקים בקרן יהיו באותו מטבע ולא יוחזקו בה נכסים שאינם צמודים ;

1.1.3. הוחזקו בקרן נכסים שאינם צמודים לשער מטבע, יוחזקו בה פיקדונות לזמן קצוב ומזומנים בשקלים חדשים בלבד.

1.1.4. בקרן כספית ללא קונצרני לא יוחזקו ניירות ערך שהוצאו שלא בידי מדינה.

1.2. מגבלת משך חיים ממוצע

בקרן כספית יחולו אלה :

1.2.1. בקרן כספית שאינה קרן מועדים קבועים, משך החיים הממוצע של כלל הנכסים המוחזקים בקרן, לא יעלה, בכל עת, על 90 ימים.

1.2.2. בקרן כספית מועדים קבועים, משך החיים הממוצע של כלל הנכסים הנסחרים המוחזקים בקרן שמועד פדיונם מאוחר למועד הקבוע הסמוך, לא יעלה, בכל עת, על 90 ימים בתוספת יתרת הימים עד למועד הקבוע הסמוך של הקרן.

1.3. שיעורים מרביים לאחזקה בקרן כספית

תנאים והגדרות לעניין שיעורים מרביים לאחזקה בקרן נאמנות אשר קבועים בתקנות הנכסים ביחס לכל סוג של קרן נאמנות יוסיפו לחול גם על קרן כספית בהתאם לקבוע בתקנות, בשינויים הבאים, כאשר לעניין סעיף זה, "פקדונות לזמן קצוב" - לרבות פקדונות בקרן כספית מועדים קבועים כהגדרתם בסעיף 1.1 :

1.3.1. שיעור מרבי לאחזקה בתעודות חוב ולהחזקה בתעודות חוב יחד עם פקדונות לזמן

קצוב בקרן כספית

בהחזקת תעודות חוב בקרן כספית יחולו הוראות אלה :

א. שווי תעודות חוב המוחזקות בקרן כספית לא יעלה על 25% מהשווי הנקי של נכסי הקרן ;

ב. שווי תעודות חוב שהנפיק תאגיד כלשהו המוחזקות בקרן כספית לא יעלה על 2.5% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

ג. עלה שווי תעודות חוב המוחזקות בקרן על השיעורים כאמור בסעיפים (א) או (ב) במשך 7 ימי מסחר רצופים, לא יראו בחריגה מהשיעורים האמורים הפרת הוראות סעיפים אלה, אם דרש מנהל הקרן ממנפיק תעודות החוב, ביום המסחר הראשון

לאחר שחלפה התקופה כאמור, פדיון של תעודות חוב בשווי שיפחית את שיעורן לשיעורים המותרים.

ד. בקרן כספית מועדים קבועים יחולו התנאים הבאים ביחס לשיעור תעודות החוב המוחזקות בקרן שתקופת הפדיון שלהן עולה על 7 ימים:

1) שווי תעודות חוב שיש בידי מנהל הקרן התחייבות המנפיק לפדותן בתוך תקופה העולה על 7 ימי עסקים ועד 90 ימי עסקים לאחר שקיבל דרישה על כך בכתב ממנהל הקרן, בסכום האמור בתקנה 2(8)(א) לתקנות הנכסים, לא יעלה על 5% מהשווי הנקי של נכסי הקרן;

2) שווי תעודות חוב שיש בידי מנהל הקרן התחייבות של המנפיק לפדותן בתוך תקופה העולה על 30 ימי עסקים ועד 60 ימי עסקים לאחר שקיבל דרישה על כך בכתב ממנהל הקרן, בסכום האמור בתקנה 2(8)(א) לתקנות הנכסים, לא יעלה על 2% מהשווי הנקי של נכסי הקרן;

3) שווי תעודות חוב שיש בידי מנהל הקרן התחייבות של המנפיק לפדותן בתוך תקופה העולה על 60 ימי עסקים ועד 90 ימי עסקים לאחר שקיבל דרישה על כך בכתב ממנהל הקרן, בסכום האמור בתקנה 2(8)(א) לתקנות הנכסים, לא יעלה על 1% מהשווי הנקי של נכסי הקרן;

ה. בקרן כספית שאינה קרן מועדים קבועים, שיעור פיקדונות לזמן קצוב יחד עם שיעור תעודות החוב המוחזקות בקרן לא יעלה על 25% מהשווי הנקי של נכסי הקרן, ובלבד שהתקיימו התנאים המנויים בסעיף קטן ד' וכן שהתקיימו כל אלה:

1) שווי פיקדונות לזמן קצוב לתקופה העולה על 7 ימי עסקים יחד עם שווי תעודות חוב בתנאים כאמור בסעיף ד', לא יעלה על 20% מהשווי הנקי של נכסי הקרן, ובלבד שהשווי הכולל של הפיקדונות לזמן קצוב ותעודות החוב לא יעלה על 25%;

2) עלה שווי הפיקדונות לזמן קצוב לתקופה העולה על 7 ימי עסקים על 20% יחד עם שווי תעודות חוב בתנאים כאמור בסעיף ד', אך לא עלה על 25% מהשווי הנקי של נכסי הקרן, וכתוצאה מכך עלה שווי הנכסים המנויים בסעיף 1.3.2.1 א יחד עם השווי הכולל של הפיקדונות לזמן קצוב ותעודות החוב על 30% - לא יראו בכך הפרת הוראות סעיף ד' לעיל אם החריגה היא חריגה פאסיבית;

3) עלה שווי הפיקדונות לזמן קצוב לתקופה העולה על 7 ימי עסקים יחד עם שווי תעודות חוב בתנאים כאמור בסעיף ד' על השיעור הקבוע בסעיף 1.3.2.3.1. והתקיימו התנאים המנויים בסעיף 1.3.1.ה(2), לא יראו בכך הפרה במשך 30 ימי חישוב מחירים מיום שהחלה החריגה.

1.3.2. שיעור מירבי לנכסים שאינם נסחרים המוחזקים בקרן כספית

לעניין החזקת נכסים שאינם נסחרים בקרן כספית יחולו הוראות אלה:

- א. שווי איגרות חוב כאמור בתקנה 2(א)(3) לתקנות הנכסים, ששווי הסדרה שלהן נמוך מן השווי המזערי, כמשמעותו בתקנה האמורה, במשך תקופה של 3 חודשים לפחות, יחד עם שווי נכסים כאמור בתקנה 2(4) ו-7) לתקנות הנכסים, ניירות ערך וניירות ערך חוץ שהושאלו כאמור בתקנה 9 לתקנות האופציות ולמעט תעודות התחייבות מובנות כאמור בתקנה 8(א1) לתקנות הנכסים, המוחזקים בקרן, לא יעלה על 10% מהשווי הנקי של נכסי הקרן;
- ב. על אף האמור בסעיף קטן (א), אם עלה שיעור הנכסים המוחזקים בקרן, ששוויים נקבע לפי הנחיות הדירקטוריון, על 15% משווי נכסי הקרן – לא יעלה שיעור הנכסים המפורטים בסעיף קטן (א) על 5% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.
- ג. בקרן כספית שאינה קרן מועדים קבועים, שווי הנכסים המפורטים בסעיף קטן (א) יחד עם שווי פיקדונות לזמן קצוב ותעודות חוב, לא יעלה על 30% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.
- ד. במועד הקבוע לפדיון לא יוחזקו בקרן כספית מועדים קבועים הנכסים המנויים בסעיף קטן (א), תעודות חוב ופקדונות לזמן קצוב.
- ה. עלה שווי הנכסים המנויים בסעיפים א' עד ג' על השיעורים האמורים בהם, לא יראו בכך הפרת הוראה זו אם הוקטן השווי האמור כדי השיעור המותר, בתוך 7 ימי עסקים.

1.3.3. שיעור מירבי למזומנים ופקדונות המופקדים בבנק כלשהו

- 1.3.3.1. תקנה 11א(א) לתקנות הנכסים לא תחול על קרן כספית מועדים קבועים.
- 1.3.3.2. בקרן כספית, שווי מזומנים ופקדונות לזמן קצוב המופקדים בבנק כלשהו לא יעלה, למעט בתקופה של 45 ימים לאחר הצעת היחידות לראשונה לציבור, על 35% מהשווי הנקי של נכסי הקרן;
- 1.3.3.3. לעניין סעיף 7 להוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר סיכוני קסטודי וסיכוני אשראי (להלן בסעיף זה – "הוראת הקסטודי"), חשיפה של קרן כספית לבנק מסויים, הנובעת מהנכסים המנויים באותו סעיף, יחד עם מזומנים ופקדונות המופקדים באותו בנק, לא תעלה על 35%; לעניין זה יובהר כי לא יראו חריגה משיעור כאמור בסעיף קטן זה כהפרת הוראת הקסטודי ככל שמקורה בהחזקת מזומנים ופקדונות בלבד וזאת בתקופה של 45 הימים לאחר הצעת היחידות לראשונה לציבור או אם המספר המצטבר של ימי המסחר שבהם עלה השווי על השיעור האמור לא עלה על 12 במשך שנים עשר חודשים.

2. חישוב ופרסום מחירים

- 2.1. מנהל קרן יחשב את מחירי הקנייה והמכירה של קרן כספית בהתאם לאמור בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (מחירי קניה ומכירה של נכסי קרן ושווי נכסי קרן), התשנ"ה – 1994.
- 2.2. מנהל קרן יפרסם את מחירי הקרן הכספית על פי האמור בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (פרסום מחיר יחידה ומחיר פדיון בקרן פתוחה ומחיר יחידה ושווייה בקרן סגורה), תשנ"ה-1994.
- 2.3. לעניין קרן כספית מועדים קבועים, מנהל הקרן יפרסם את מחירי הקרן עבור המועד הקבוע בלבד.

3. תנאים נוספים שיחולו ביחס לניהול קרן כספית מועדים קבועים

3.1. תשואה צפויה

- מנהל קרן רשאי להציג תשואה צפויה בקרן כספית מועדים קבועים, בהתאם לתנאים הבאים:
- א. שווי הנכסים בקרן שיתרת התקופה עד למועד פדיונם עולה על משך התקופה שבין שני מועדים קבועים סמוכים של הקרן, לא יעלה על 25% מהשווי הנקי של נכסי הקרן. תנאי זה ייכלל במסגרת מדיניות ההשקעות של הקרן.
 - ב. מנהל קרן אשר בחר להציג תשואה צפויה בקרן שבניהולו, ימשיך להציג תשואה צפויה גם ביחס לכל מועד קבוע עתידי.
 - ג. התשואה הצפויה תוצג במונחים שנתיים ותדווח באמצעות טופס ייעודי לכך החל מהמועד בו מנהל הקרן קבע כי יש לו את היכולת ואת הנתונים הנדרשים על מנת לחשב את אומדן התשואה באופן ראוי. יחד עם נתון התשואה הצפויה, ידווח מנהל הקרן גם את שיעור הנכסים שמועד פדיונם חל בתקופה שבין שני המועדים הקבועים של הקרן ואשר נלקחו בחשבון לצורך חישוב התשואה הצפויה, כאשר לצד התשואה הצפויה על מנהל הקרן לתת גילוי גם לתשואה הצפויה ולתשואה בפועל המתייחסות למועד הקבוע האחרון הידוע, ככל ורלוונטי.
 - ד. לאחר המועד הראשון בו פרסם מנהל הקרן את התשואה הצפויה, מנהל הקרן יחשב מדי יום את אומדן התשואה הצפויה וזאת עד לשעה היעודה במועד הקבוע. השתנה אומדן התשואה הצפויה בשיעור של עשירית האחוז לפחות מאומדן התשואה הצפויה האחרון אשר דווח על ידו, יגיש מנהל הקרן דיווח מיידי על כך לרשות ולבורסה. הדיווח המיידי יוגש באמצעות טופס ייעודי ויכלול פרטים בדבר השינוי באומדן התשואה הצפויה, פירוט בדבר הסיבות לשינויים בתשואה הצפויה וכל מידע מהותי נוסף שידרוש סגל הרשות בהקשר זה.

ה. במועד הקבוע בסמוך לאחר השעה היעודה של הקרן, ידווח מנהל הקרן כי תמה התקופה להגשת הזמנות ביחס למועד קבוע זה.

ו. עד 5 ימי מסחר לאחר תום המועד הקבוע ליצירה ולפדיון, מנהל הקרן ידווח דוח תשואות עבר של הקרן בהשוואה לתשואה הצפויה שדווחה על ידו, באמצעות טופס דיווח ייעודי לכך. דוח תשואות העבר יכיל נתונים השוואתיים לתקופה של 12 החודשים הקודמים למועד הקבוע, ונתוני התשואות כאמור ידווחו גם במונחי תשואה שנתית.

ז. חישוב התשואה הצפויה יבוצע בדרך המקובלת לחישובו.

ח. בקרן מועדים קבועים שהתקופה בין מועדים קבועים סמוכים בה הינה 6 חודשים ומעלה, ידווח מנהל הקרן עדכון או תיקוף לאומדן התשואה הצפויה האחרונה שפורסמה לכל הפחות 5 ימי מסחר לפני המועד הקבוע שהוא מועד סיום תקופת החישוב אליו היא מתייחסת. דוח זה ישלח למעניהם של בעלי היחידות כאמור בסעיף 72(ה1) לחוק.

4. פרסום תשואה

לעניין פרסום תשואה יפעל מנהל הקרן בהתאם לאמור בהוראה בדבר חישוב תשואה ותקופות פרסום תשואה.

5. עסקאות מכר חוזר

5.1. תקנות 5א ו-7 לתקנות האופציות יחולו על מנהל קרן לעניין ביצוע עסקאות מכר חוזר.
5.2. תקנות האשראי יחולו על מנהל קרן כספית, ובלבד שמנוף האשראי של הקרן לא יעלה על אפס, למעט כתוצאה מביצוע עסקאות מכר חוזר בלבד.
5.3. מנהל קרן רשאי ליצור בעד קרן שבניהולו התחייבות לרכוש או למכור בעתיד איגרת חוב הנסחרת בבורסה שאינה איגרת חוב הניתנת להמרה, במסגרת עסקת מכר חוזר, בכמות, במועד ובתנאים הנקובים בהתחייבות ובלבד שמתקיימים תנאים אלו:

5.3.1.1. בעסקת מכר חוזר במסגרתה מנהל קרן מוכר אגרות חוב ומתחייב לרכוש

אותן בחזרה במועד מוסכם בעתיד ("עסקאות REPO"):

1. המועד שנקבע לביצוע ההתחייבות לא מאוחר מ-30 ימים מהיום שבו בוצעה עסקת המכר החוזר, ובקרן כספית מועדים קבועים, לא מאוחר מ-30 ימים או מהמועד הקבוע הסמוך, לפי המאוחר מבניהם;
2. איגרות החוב יסלקו באמצעות מסלקת הבורסה;
3. שווי איגרות החוב שמנהל הקרן התחייב למכור לא יעלה, בעת עשיית עסקת המכר החוזר, על 10% משווי נכסי הקרן;

5.4. בעסקת מכר חוזר במסגרתה מנהל קרן רוכש אגרות חוב ומתחייב למכור אותן בחזרה במועד מוסכם בעתיד (להלן "עסקאות Reverse REPO"):

1. בעבור קרן כספית מועדים קבועים, המועד שנקבע לביצוע ההתחייבות לא מאוחר מהמועד הקבוע הסמוך; בקרן כספית שאינה קרן מועדים קבועים, הקרן תשמור את הזכות לבטל את ההסכם בכל זמן, בהודעה מוקדמת של לא יותר מ-2 ימי עסקים.

2. אגרות החוב יסלקו באמצעות מסלקת הבורסה;

3. שווי אגרות החוב שמנהל הקרן התחייב למכור לא יעלה, בעת עשיית עסקת המכר החוזר, על 15% משווי נכסי הקרן;

4. שווי השוק של אגרות החוב שהתקבלו, יהיה שווה בכל רגע נתון לפחות לערך הכספי ששולם בעבורם.

5. מנהל הקרן המתקשר בביצוע עסקת Reverse Repo יוודא שביכולתו לאחזר את מלוא הסכום אותו הוא זכאי לקבל בגין אגרות החוב בכל רגע נתון, בין אם באמצעות אפשרות למשיכה מיידית של הסכום המלא (כולל הריבית שנצברה) ובין אם באמצעות התחשבנות יומית (Mark To Market).

6. על אגרות החוב שהתקבלו במסגרת עסקת Reverse Repo להיות מהסוג והתנאים המותרים לקניה ואחזקה בקרן כספית ובקרן כספית מועדים קבועים, כאמור בהוראה זו.

7. מנהל הקרן יוודא כי הצד הנגדי לעסקה ומנפיק אגרות החוב המתקבלות במסגרת עסקת ה-Reverse Repo אינם נמנים על אותה קבוצת חברות.

5.5. מנהל קרן רשאי לבצע עסקאות REPO ועסקאות Reverse REPO אל מול בנק ישראל או אל מול צד נגדי שהוא בנק הנמנה עם קבוצת סיכון האשראי הראשונה או השנייה כמפורט בהוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר סיכוני קסטודי וסיכוני אשראי.

6. תנאים למתן הודעה מוקדמת לפדיון יחידות בקרן כספית מועדים קבועים

מנהל קרן כספית מועדים קבועים רשאי להתנות את פדיון יחידות הקרן במתן הודעה מוקדמת, ובלבד שהתקופה בין מועדים קבועים סמוכים בה עולה על שנה.

7. דיווחים

7.1. דרישות דיווח וגילויי הקבועות בתקנות 1 עד 5, 18 עד 20ג, 20ה עד 20כז, 20כח, פרק ג', פרק ד', פרק ה', פרק ו' והתוספת לתקנות הדוחות, יוסיפו לחול גם ביחס לקרן כספית.

7.2. על מנהל קרן כספית מועדים קבועים יחולו בנוסף גם דרישות הדיווח המפורטות בסעיפים 3.1(ג)-(ח) להוראה זו. דיווחים אלו ידווחו לרשות ולבורסה.

7.3. חרג מנהל הקרן מהתנאי האמור בסעיף 3.1(א) לעיל, יגיש מנהל הקרן דיווח מידי על כך לרשות ולבורסה.

7.4. בקרן כספית מועדים קבועים שהתקופה בין מועדים קבועים סמוכים בה היא שנה ומעלה, מנהל הקרן יגיש לא מאוחר מ-60 ימים ולא מוקדם מ-90 ימים קודם למועד הקבוע, דוח אשר ישלח למעניהם של בעלי היחידות כאמור בסעיף 72(ה1) לחוק, המיידע את בעלי היחידות בדבר המועד הקבוע לפדיון ומפרט על אודות אפשרותו של בעל היחידות לפדות את יחידותיו במועד זה וכן כי ללא מתן הודעה כאמור תחודש ההשקעה בקרן באופן אוטומטי.

8. דוח כספי

כלל דרישות הדיווח והגילוי הקבועות בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (דוחות כספיים של קרן), התשי"ע – 2009 הקובעות את חובת מנהל הקרן להגיש דוחות כספיים של קרן שבניהולו יחולו גם ביחס לקרן כספית.

9. דוח שנתי

9.1. תקנות 1 עד 27 לתקנות דוח שנתי ביחס לכל סוג של קרן נאמנות, יוסיפו לחול גם ביחס לקרן כספית.

9.2. מבלי לגרוע מהאמור בסעיף 9.1, יש לתת ביטוי בדוח שנתי של קרן כספית מועדים קבועים לתשואות העבר ביחס לנתוני התשואה הצפויה שפורסמו. גילוי זה יינתן למקטעים שבתקופה של 12 חודשים שקדמה למועד הקבוע האחרון שחל קודם ליום עריכת הפרטים, כהגדרתו בתקנות דוח שנתי, או ביום תחילת הצעת יחידות הקרן לציבור, לפי המאוחר מביניהם, וסיומה ביום עריכת הפרטים, בציון התקופה ובחלוקה על פי תקופות המועדים הקבועים בהם פועלת הקרן.

9.3. התקיים פער בין תשואת העבר לבין נתון התשואה הצפויה אשר פורסם ביחס לכל אחת מתקופות המועדים הקבועים של הקרן, רשאי מנהל הקרן לצרף הסבר על אודות הסיבות לפער זה.

10. פרסום וסיווג

בנוגע לפרסום מנהל קרן, אדם השולט בו או חברה בשליטה של אדם כאמור, לגבי נתוני כל הקרנות או מרביתן, כאמור בסעיף 73(ג3) לחוק, שנעשה בהתאם להוראות לפי סעיף 73(ג1) לחוק, המתייחס לכל הקרנות שסווגו בסיווג זהה לסיווגה של הקרן שבניהולו, יחול האמור בכללי הסיווג.

11. בחינה תקופתית

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

12. תחילה

תחילתה של הוראה זו עם כניסתו לתוקף של תיקון מס' 31 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994 (3.10.24).

נספח א'

טבלת דירוג :

חברה מדרגת :	מעלות	מידרג	Moody's	Fitch	S&P
סולם דרגות טווח ארוך	AA או דרגה גבוהה יותר	Aa2 או דרגה גבוהה יותר	Aa2 או דרגה גבוהה יותר	AA או דרגה גבוהה יותר	AA או דרגה גבוהה יותר
סולם דרגות טווח קצר	A-1 או דרגה גבוהה יותר	P1 או דרגה גבוהה יותר	P-1 או דרגה גבוהה יותר	F1 או דרגה גבוהה יותר	A-1 או דרגה גבוהה יותר