



רשות ניירות ערך
Israel Securities Authority
سلطة الأوراق المالية

דוח הערכת השפעות אסדרה (RIA) למנהלי קרנות ונאמנים בדבר מיקור חוץ בנוגע לניהול השקעות בקרנות נאמנות

תאריך: ספטמבר 2026

תוכן עניינים

3	רקע כללי.....
4	סקירה בארץ ובינלאומית.....
8	פרק א' - מודל האירוח (הוסטינג).....
8	חלק א' - ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית.....
8	א. רקע.....
9	ב. זיהוי הבעיה וסיבותיה.....
14	חלק ב' - בחינת החלופות.....
14	א. גיבוש וניסוח חלופות.....
23	טבלת סיכום החלופה הנבחרת.....
25	ב. ניתוח והשוואת החלופות ובחירת החלופה המוצעת.....
27	פרק ב' - פעילות יועץ חיצוני לקרן.....
27	חלק א' - ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית.....
27	א. רקע.....
28	ב. זיהוי הבעיה וסיבותיה.....
30	חלק ב' - בחינת החלופות.....
30	א. גיבוש וניסוח חלופות.....
32	ב. ניתוח והשוואת החלופות ובחירת החלופה המוצעת.....
34	חלק ג' - שיתוף הציבור.....
43	חלק ד' - הנגשת האסדרה לציבור.....
43	חלק ה' - מתודולוגיה, בחינה תקופתית ותהליך הכנת הדוח.....
44	נספחים.....

רקע כללי :

סעיף 13(ג)(1) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 (להלן: "**חוק הקרנות**" או "**החוק**") קובע כי כל מי שמשתתף בקבלת החלטות שעניינן ניהול תיק ההשקעות של קרן, לרבות אם מועסק על ידי מנהל הקרן, יהיה בעל רישיון מנהל תיקים מכוח חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 (להלן: "**חוק הייעוץ**")¹. בהתאם לכך ובהתאם לאחריות מנהל הקרן שאינה ניתנת לאצילה לפי סעיף 86 לחוק הקרנות, מנהל הקרן רשאי להעסיק גורם חיצוני בניהול השקעות הקרן ובלבד שהגורם האמור מחזיק ברישיון לניהול תיקי השקעות.

בהתאם לחוק הייעוץ, ניהול תיקי השקעות אינו יכול להתבצע על ידי יחיד עצמאי, אלא במסגרת חברה בעלת רישיון ניהול תיקים. לפיכך, ניהול השקעות של קרן נאמנות באמצעות מיקור חוץ (להלן: "**מודל האירוח**" או "**מודל ההוסטינג**" או "**פעילות ההוסטינג**") יכול להתבצע רק באמצעות חברה בעלת רישיון ניהול תיקים.

לצד זאת, עם השנים התפתחה פרקטיקה לפיה מנהלי קרנות נעזרים ביועצים חיצוניים לצורך קבלת, מידע והמלצות השקעה לצורך שיפור תהליך קבלת ההחלטות. פעילות זו אינה מהווה ניהול השקעות בפועל אך מאפשרת למנהל הקרן להעשיר את בסיס הידע ולהיעזר במומחיות חיצונית בניהול ההשקעות בקרן (להלן: "**פעילות יועץ חיצוני לקרן**").

סעיף 86 לחוק הקרנות האוסר על מנהל קרן ונאמן להאציל את סמכויותיהם לפי החוק לאחר, קובע כי העסקת אדם על ידי מנהל קרן או נאמן אינה מהווה האצלת סמכויות, וכי העסקה זו אינה גורעת מאחריותם כלפי בעלי היחידות. משמעות הדבר היא כי גם אם נעשה שימוש במנהל השקעות חיצוני במסגרת מודל הוסטינג או שנעשה שימוש ביועץ חיצוני, האחריות המלאה לקבלת החלטות ההשקעה ולשמירה על טובת בעלי היחידות נותרת בידי מנהל הקרן.

בשנים האחרונות, ניכרת התרחבות משמעותית בשימוש במודל ההוסטינג, לצד עליה בהסתייעות ביועצים חיצוניים בעלי מומחיות מקצועית בתחומים ייחודיים או מורכבים. מאחר שהתקשרויות אלו כרוכות בהעברה או שיתוף של פעילות ליבה מהותית בקרן לגורם חיצוני- ניהול ההשקעות של קרן נאמנות - לצורך עמידת מנהל הקרן בחובות הזהירות והנאמנות החלות עליו, עליו לבחון את זהות הגורם החיצוני, את אופן ההתקשרות עמו ואת מנגנוני הפיקוח הנדרשים לאחר תחילת פעילותו.

לאור זאת, ובמטרה להבטיח את יציבות שוק הקרנות, הגנת המשקיעים, ושמירה על אמון הציבור, מוצע להסדיר את שתי הפעילויות- פעילות ההוסטינג ופעילות יועץ חיצוני לקרן - במסגרת הוראה ייעודית. להלן תפורט האסדרה לגבי כל אחת מהפעילויות, נוסח ההוראה הסופי והמחייב יפורסם באתר הרשות והודעה על נתינתה תפורסם ברשומות.

¹ חריג לכך הם עובדים שעסקו בניהול השקעות בתעודות סל טרם כניסתו לתוקף של תיקון 28 לחוק הקרנות. במסגרת הוראות המעבר של התיקון, התאפשר המשך העסקתם של אותם עובדים כמנהלי השקעות של קרנות נאמנות מחקות ללא רישיון ניהול תיקים.

סקירה לגבי גופים מוסדיים המפוקחים על-ידי רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון

לשם בחינה רחבה של האופן בו נעשה שימוש במיקור חוץ לניהול השקעות בחנו את תחום מיקור החוץ בגופים מוסדיים מכוח הוראות הממונה על שוק ההון, בהתאם לסמכותו לפי חוקי הפיקוח על שירותים פיננסיים- חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981 (להלן: "**חוק הפיקוח על הביטוח**") וחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה - 2005) להלן: "**חוק הפיקוח על קופות גמל**". ההסדרה המרכזית מעוגנת בחוזר רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון מיום 3 ביוני 2018 שעניינו "מיקור חוץ בגופים מוסדיים"², הקובע מסגרת נורמטיבית מחייבת לניהול התקשרויות עם נותני שירות חיצוניים. הוראות החוזר חלות על כלל הגופים המוסדיים, לרבות חברות ביטוח, קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות מנהלות, ומטילות חובות הן במישור הממשל התאגידי והן במישור הניהולי-תפעולי והביקורתי. החוזר מגדיר מיקור חוץ כביצוע הליך, שירות או פעילות המהווים חלק מעסקי הגוף המוסדי באמצעות גורם חיצוני, ומעגן את עקרון האחריות המלאה של הגוף המוסדי לפעילות כאמור, אף אם ביצועה הועבר בפועל לצד שלישי. בהתאם לכך, הדירקטוריון נדרש לאשר מדיניות מיקור חוץ כתובה ומפורטת, הכוללת מנגנונים לזיהוי פעילות מהותית, לקביעת אמות מידה להוצאת פעילות למיקור חוץ ולניהול סיכונים ופיקוח שוטף; ההנהלה אחראית ליישום המדיניות ולהבטחת עמידה מתמשכת בדרישות הדין. החוזר מדגיש כי מיקור חוץ אינו מהווה העברת אחריות רגולטורית אלא העברת ביצוע בלבד, תוך שמירה על שליטה ופיקוח אפקטיביים בידי הגוף המוסדי.

חוזר מיקור חוץ בגופים מוסדיים קובע כי פעילות תסווג כ"מהותית" מקום שכלל בביצועה עלול להשפיע באופן מהותי על יציבות הגוף המוסדי, על עמידתו בהוראות הדין או על זכויות העמיתים והמבוטחים. ביחס לפעילות כאמור נקבעו דרישות מחמירות, ובהן התקשרות בהסכם כתוב ומפורט, קביעת מנגנוני בקרה ופיקוח, הסדרי המשכיות עסקית וחובות דיווח לרשות; יודגש כי בכל מקרה האחריות המלאה לביצוע הפעילות ולעמידה בהוראות הדין נותרת בידי הגוף המוסדי, אף אם זו בוצעה באמצעות ספק חיצוני.

סקירה בינלאומית בהיבטים של הוסטינג וייעוץ השקעות

במטרה להבין כיצד מתמודדים שווקים מתקדמים עם השימוש בגורמים חיצוניים לניהול השקעות בקרנות נאמנות, ובפרט עם מודל ההוסטינג והסתייעות ביועצים חיצוניים, בוצעה סקירה משווה של המסגרת הרגולטורית הנהוגה באירופה ובארצות הברית. הסקירה בוחנת את ההסדרים המשפטיים והרגולטוריים החלים על מיקור חוץ של פונקציות ניהול השקעות, לרבות התנאים, המגבלות והחובות המוטלות על מנהלי הקרן בהתקשרויות מסוג זה. בנוסף, נבחנה השאלה, האם ובאילו נסיבות חלות חובות רישוי ופיקוח ישיר גם על הגורם החיצוני עצמו.

אירופה

² חוזר רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון מס' 760, הסדרי מיקור חוץ בגופים מוסדיים (19.9.2018), רשות שוק ההון, https://www.gov.il/BlobFolder/dynamiccollectorresultitem/regulation-760/he/regulation_h_2018-9-19.pdf

דירקטיבת ה-UCITS³ מאפשרת למנהל הקרן לאצול את ניהול ההשקעות לצדדים שלישיים, לשם ניהול יעיל יותר. עם זאת, האפשרות לעשות שימוש במודל ההוסטינג כפופה לשורה של תנאים שנועדו להבטיח שהאחריות המהותית לניהול הקרן תישאר בידי מנהל הקרן:

- מנהל הקרן נדרש להודיע לרגולטור על כל האצלת סמכות.
- האצלת הסמכות אינה יכולה לפגוע ביכולת הפיקוח של הרגולטור או ביכולת הקרן לפעול לטובת בעלי היחידות.
- ניתן להאציל ניהול השקעות רק לגורמים בעלי רישיון ונמצאים תחת פיקוח רגולטורי.

הדירקטיבה אף אוסרת על העברת ניהול השקעות לגורם שהאינטרסים שלו עלולים להתנגש עם אלה של מנהל הקרן או בעלי היחידות, אלא אם קיימת הפרדה פונקציונלית והנושא שקוף ומנוהל כראוי. בנוסף, על מנהל הקרן לשמור בכל עת על יכולת פיקוח אפקטיבית, לוודא כי הגוף המתארח מחזיק בכישורים, במשאבים ובניסיון הנדרש ולהיות מסוגל לבטל את ההתקשרות באופן מידי אם הדבר דרוש לטובת המשקיעים.

על אף האפשרות לעשות שימוש במודל ההוסטינג, האחריות המשפטית של מנהל הקרן והנאמן כלפי הקרן ובעלי היחידות אינה נפגעת. יתרה מכך, מנהל הקרן אינו רשאי לאצול סמכויות עד כדי כך שיהפוך לישות ריקה מתוכן שאינה מנהלת בפועל קרן.

דירקטיבת ה-UCITS לא קובעת סף כמותי או תנאים מהותיים המחייבים חברת ניהול השקעות חיצונית להעניק שירותי השקעות לקרן. חברת ניהול השקעות יכולה להמשיך לספק שירותי ניהול השקעות לקרן UCITS כל עוד מנהל הקרן שומר על נוכחות מהותית, לרבות מומחיות, משאבים ויכולת פיקוח ולצד זאת הוא נושא באחריות המלאה כלפי הקרן ובעלי היחידות.

במקרה של התקשרות עם יועץ חיצוני לקרן, דירקטיבת ה-UCITS אינה מטילה חובות ישירות על היועץ עצמו, שכן הוא אינו גוף מפקח על פי הדירקטיבה, אלא על מנהל הקרן בלבד. מנהל הקרן מחויב להבטיח כי כל הפעילות העסקית, לרבות התקשרויות עם צדדים שלישיים, תתבצע ביושר ובהגינות, במיומנות ובזהירות נאותה, תוך ניהול או גילוי של ניגודי עניינים.⁴ הפרק בדירקטיבת ה-UCITS שקובע את האפשרות של מנהל הקרן לאצול סמכויות שונות לצדדים שלישיים אינו מתייחס במפורש ליועצים חיצוניים, ובהתאם לכך, תפקידו של היועץ מוגבל למתן חוות דעת או ייעוץ מקצועי בלבד ואינו כולל קבלת החלטות השקעה או ביצוע פעולות בשם הקרן. מכאן נגזר כי היועץ החיצוני אינו כפוף לחובת רישוי או פיקוח רגולטורי והפיקוח עליו מתקיים בעקיפין דרך החובות והאחריות המוטלות על מנהל הקרן.

³ Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), article 13.

⁴ Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), Article 14.

בהמשך לאמור, יש להפנות תשומת לב למסמך עקרונות שפרסמה ESMA⁵ ביוני 2025 בנוגע לניהול סיכוני צד ג'. המסמך קובע את העקרונות בכל הנוגע להתקשרויות עם צד ג' ומתייחס לכך כי האחריות לניהול סיכוני צד ג' מוטלת תמיד על הגוף המפוקח, גם כאשר הוא נעזר בגורם חיצוני. ESMA מדגישה כי ההסתמכות על צדדים שלישיים אינה יכולה להפוך את הגוף לישות ריקה מתוכן ואינה פוטרת אותו מחובותיו הרגולטוריות.

העקרונות מתמקדים בארבעה ממדים :

- רגולטורים : נדרשים לוודא שההתקשרויות עם צד ג' לא פוגעת ביכולת הפיקוח ולשלב סיכוני צד ג' כחלק מהפיקוח השוטף.
- גופים מפוקחים : מחויבים לשמור על אחריות מלאה, על ממשל תאגידי עצמאי ולהקים מסגרת פנימית לניהול סיכוני צד ג'.
- התקשרויות חוזיות : מחייבת בדיקת נאותות יסודית, הסכמים כתובים הכוללים זכויות פיקוח, ביקורת ותוכניות יציאה.
- סיכונים וסוגיות ייחודיות : בהתקשרויות עם צד ג' במדינות מחוץ לאיחוד האירופי עשויים להתעורר קשיי פיקוח, אכיפה ונגישות למידע; בהתקשרויות תוך-קבוצתיות (עם תאגידים קשורים באותה קבוצת חברות) יש להחיל תנאים חוזיים, זכויות פיקוח ומנגנוני בקרה ואכיפה במלואם, כאילו מדובר בצד ג' בלתי תלוי; שימוש בספקי משנה מחייב מנגנוני שליטה ופיקוח מוגברים, לרבות שקיפות ביחס לזהותם ולהיקף פעילותם.

ארה"ב

חוק ה- Investment Company Act 1940 מאפשר למנהל קרן להתקשר עם מנהל השקעות חיצוני (Sub-Adviser) לשם ניהול יעיל יותר של נכסי הקרן. עם זאת, האפשרות לעשות שימוש במיקור חוץ של ניהול ההשקעות, כפופה לתנאים שנועדו להבטיח שהאחריות המהותית לניהול הקרן תישאר בידי מנהל הקרן⁶:

- ההתקשרויות חייבת להיעשות באמצעות חוזה כתוב המאושר על ידי דירקטוריון הקרן.
- ניתן להמשיך את החוזה מעבר לשנתיים ממועד כריתתו, רק אם חידושו מאושר על בסיס שנתי על ידי הדירקטוריון.
- על ההסכם לקבוע מנגנון ביטול בכל עת ללא קנס על ידי הדירקטוריון.
- על הקרן לפרט בפני בעלי היחידות את זהות הגוף המתארח והתמורה שהוא מקבל.

⁵ ESMA- European Securities and Markets Authority, Principles on Third-Party Risks Supervision, ESMA42-1710566791-6103, 12 June 2025, available at: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA42-1710566791-6103 Principles on third-party risks.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA42-1710566791-6103%20Principles%20on%20third-party%20risks.pdf)

⁶ Investment Company Act of 1940, §15, U.S.C. §80a-15.

האחריות המשפטית כלפי בעלי היחידות נותרת על מנהל הקרן, גם אם בפועל ניהול ההשקעות נעשה על ידי גוף חיצוני. מנהל הקרן מחויב לפקח באופן שוטף על פעילות הגוף המתארח על מנת להבטיח עמידה ברגולציה ובמדיניות ההשקעות של הקרן.⁷

ביחס להתקשרות עם יועץ לקרן, על פי Investment Advisers Act of 1940, "יועץ השקעות" הוא כל אדם אשר עוסק במתן ייעוץ לאחרים במישרין או באמצעות פרסומים, לגבי שווים של ניירות ערך או לגבי כדאיות ההשקעה, הרכישה או המכירה שלהם, תוך קבלת תמורה. חובת הרישוי אינה תלויה בשאלה מי מקבל בפועל את החלטת ההשקעה או מבצע את הפעולה, אלא בעצם מתן עצה בתמורה לגבי ניירות ערך. עולה כי יועץ חיצוני לקרן שמספק חוות דעת או המלצות השקעה, נחשב כ-"Investment Adviser" וחייב ברישיון.⁸

בעת התקשרות עם יועץ חיצוני לקרן, על מנהל הקרן מוטלת האחריות לוודא כי ההתקשרות מתבצעת באופן שאינו פוגע בממשל התאגידי של הקרן ושהתגמול לא מטיל נטל בלתי סביר על המשקיעים.⁹ חובות אלו מתממשות באמצעות חוזי התקשרות מוסדרים ושקופים, מנגנוני בקרה פנימיים וכן באמצעות חובת האמון הפדרלית הכללית המחייבת את מנהל הקרן לפעול לטובת המשקיעים. חובת אמון זו כוללת אחריות לפיקוח, ניהול סיכונים וגילוי נאות גם כאשר הקרן נעזרת בצד ג' שאינו מפוקח.¹⁰

לסיכום, למרות שבשווקים כמו אירופה (UCITS) ובארה"ב (Investment Company Act) מותר למנהלי קרנות להסתייע בגורמים חיצוניים לניהול השקעות, עיקרון מרכזי הוא שהאחריות המהותית לניהול הקרן נותרת תמיד בידי מנהל הקרן, והוא מחויב לפקח באופן אפקטיבי על פעילות הגורם החיצוני, בין אם מדובר במודל ההוסטינג או בייעוץ חיצוני. עיקרון זה קיים כאמור גם ביחס למנהלי קרנות בישראל.

באירופה היועץ החיצוני אינו כפוף לרישוי רגולטורי והפיקוח עליו מתבצע בעקיפין דרך מנהל הקרן, ובארה"ב היועץ נדרש ברישוי אך הפיקוח מתממש בעיקר דרך מנגנוני חוזה, ציות וביקורת של מנהל הקרן. יחד עם זאת, באירופה ובארה"ב לא נקבעו דרישות ספציפיות יותר כפי שמוצע לקבוע בהוראה זו. ההמלצות בדוח זה מבוססות על צורך שעולה לנוכח ממצאי הביקורת המקומית בפעילות ההוסטינג ובשימוש ביועצים חיצוניים, אשר מצביעים על פערי פיקוח, סיכונים תפעוליים ואי-התאמה בין היקף הפעילות לבין דרישות האמון והנאותות, ומצדיקים קביעת מסגרת רגולטורית ברורה ומחייבת גם במקרה של הסתייעות בגורמים חיצוניים.

⁷ Gregory C. Davis, Rajib Chanda, Renee E. Laws & Melissa C. Smit, *Mutual Fund Use of Sub-Advisers*, chapter 42 in *Mutual Funds & Exchange Traded Funds Regulation* (Ropes & Gray LLP Mar. 2014), available at <https://www.ropesgray.com/-/media/files/articles/2014/march/4751242mutual-fund-regulationp2.pdf?rev=89664b0579ce4cd2a59fc5b755efb030&hash=C49CDAB8C1A4B92FAEB2389F3B47BF92>.

⁸ *Investment Advisers Act of 1940*, §202(11)(A), 15 U.S.C. §80b-2(11)(A).

⁹ *Investment Company Act of 1940*, §36, 15 U.S.C. §80a-36.

¹⁰ *Investment Advisers Act of 1940*, SEC 206.

פרק א- מודל האירוח (הוסטינג)

חלק א- ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית

א. רקע

פעילות ההוסטינג מהווה רכיב משמעותי ומתפתח בשוק הקרנות הישראלי, והיא טומנת בחובה יתרונות רבים לשוק ההון ולציבור המשקיעים. מודל זה מאפשר גיוון דעות ואסטרטגיות השקעה, תורם להגברת התחרות בענף הקרנות, ומאפשר למנהלי קרנות להסתייע במומחיות מקצועית ייחודית שאינה מצויה בהכרח בבית ההשקעות שבו מתבצע ניהול הקרן ואף לאפשר לחברות ניהול תיקים לצבור ניסיון בניהול קרנות נאמנות, תחת מעטפת של מנהל קרן ותיק, טרם הוצאת רישיון מנהל קרן.

פעילות ההוסטינג מייצרת ערך לשני הצדדים המעורבים :

מנהל הקרן נהנה משירותי ניהול השקעות מקצועיים הניתנים על ידי מנהל תיקים בעל מומחיות ייחודית, ומנגד, מנהל ההשקעות החיצוני נהנה מיכולת להציע לציבור את מומחיותו באמצעות ניהול השקעות במסגרת קרן נאמנות- כלי המאפשר לו לפזר השקעות עבור לקוחותיו באופן יעיל וזול יותר. במסגרת זו, מנהל הקרן מספק למנהל התיקים החיצוני מעטפת שירותים רחבה הכוללת, בין היתר, תפעול ובקרה, ניהול סיכונים, פרסום, שירותים משפטיים ועמידה בדרישות הרגולציה החלות על ניהול קרן.

בנוסף, מודל זה מהווה לאורך השנים מנגנון חשוב המאפשר למנהל תיקים לייצר עבור לקוחותיו פיזור השקעות רחב בדרך יעילה במבנה של קרנות נאמנות ומאפשר לצבירת ידע וניסיון עבור מנהלי תיקים המעוניינים להרחיב את פעילותם לניהול קרנות נאמנות. ואכן, מספר חברות ניהול קרנות הפועלות כיום החלו את דרכן כחברות ניהול תיקים מתארחות, ורק לאחר פיתוח מומחיות מספקת וגידול בהיקף הנכסים, הן הפכו לחברות לניהול קרנות נאמנות. בין גופים אלה ניתן למנות את מור, ילין לפידות ועוד. נראה כי אחת מהתכליות המרכזיות שעמדו לנגד עיניו של המחוקק בהתרת פעילות ההוסטינג- הייתה יצירת "הגנת ינוקא" שתאפשר למנהלי תיקים לפתח פעילות ולצבור ניסיון בתחום ניהול הקרנות תחת כנפיו של מנהל קרן קיים ועד לביסוס יכולתם העצמאית לשמש כמנהלי קרנות.

המסגרת המשפטית החלה על פעילות ההוסטינג

חוק הקרנות מתייחס במפורש להיבטי האצלת סמכויות. סעיף 86 לחוק קובע כי מנהל הקרן לא יאציל לאחר את סמכויותיו לפי החוק. לצד זאת מבהיר הסעיף כי העסקת אדם על ידי מנהל קרן לא תיחשב כהאצלת סמכות ולא תגרע מאחריותו של מנהל הקרן או מחובותיו כלפי בעלי היחידות לפי חוק זה. בנוסף, סעיף 13(א1) לחוק קובע כי מהימנות מנהל הקרן היא תנאי לקבלת אישור ניהול קרנות, ולפיכך העסקת מנהל השקעות חיצוני שאינו עומד ברף המהימנות עשויה להשפיע על עמידתו של מנהל הקרן בדרישה זו.

לצורך הבהרת החובות החלות במסגרת מודל ההוסטינג, פרסם סגל הרשות ביום 12 בפברואר 2008 את חוזר "עמדת סגל הרשות בנוגע להעסקת מנהלי השקעות חיצוניים על ידי מנהל קרן והפיקוח עליהם" (להלן: "חוזר העסקת מנהלי השקעות חיצוניים")¹¹, המפרט פעולות שעל מנהל קרן לנקוט

¹¹ חוזר עמדת סגל הרשות בנוגע להעסקת מנהלי השקעות חיצוניים על ידי מנהל קרן והפיקוח עליהם, 12.02.2008. קישור לחוזר: https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby_62bd445f910eb/IsaFile_2504.pdf

הן טרם ההתקשרות והן במהלכה. בין היתר, נקבע כי על מנהל הקרן לבחון מראש את כשירותו, ניסיונו ויכולתו המקצועית של מנהל ההשקעות החיצוני; להסדיר בהסכם ההתקשרות את תחומי סמכותו ואחריותו; ולקיים פיקוח ובקרה שוטפים על פעילותו, לרבות באמצעות קבלת דיווחים ומידע שוטפים ובחינת עמידת פעילות ההשקעה במדיניות ההשקעות של הקרן ובהוראות הדין. לצד זאת מדגיש החוזר כי גם מקום שבו מועסק מנהל השקעות חיצוני, האחריות לניהול הקרן ולעמידה בהוראות הדין נותרת בידי מנהל הקרן כלפי בעלי היחידות.

נכון לסוף פברואר 2026, ישנם 4 מנהלי קרנות המבצעים פעילות הוסטינג,¹² היקף הנכסים המנוהלים בפעילות זו עומד על כ-50.4 מיליארד ש"ח, המפוזרים בכ- 266 קרנות נאמנות המנוהלות על ידי 45 חברות לניהול תיקים.

בשנים האחרונות חלו בשוק הקרנות התפתחויות משמעותיות באופן השימוש במיקור חוץ של ניהול השקעות. התפתחויות אלו הובילו להרחבה מהותית של היקף הפעילויות המבוצעות בפועל על ידי גורמים חיצוניים, ולעיתים אף לסטייה מהרציונליים המקוריים שעמדו בבסיס האפשרות לקיומם. הרחבה זו מעלה שאלות רגולטוריות ומשפטיות שונות, וחושפת פערים וחולשות במבנה הפיקוח הקיים. לנוכח שינויי השוק והסיכונים הנלווים להם, עולה הצורך לעדכן ולהסדיר באופן ברור וממוקד את מסגרת הכללים החלה על פעילות ההוסטינג ואת גבולות הגזרה של אותה "הגנת ינוקא".

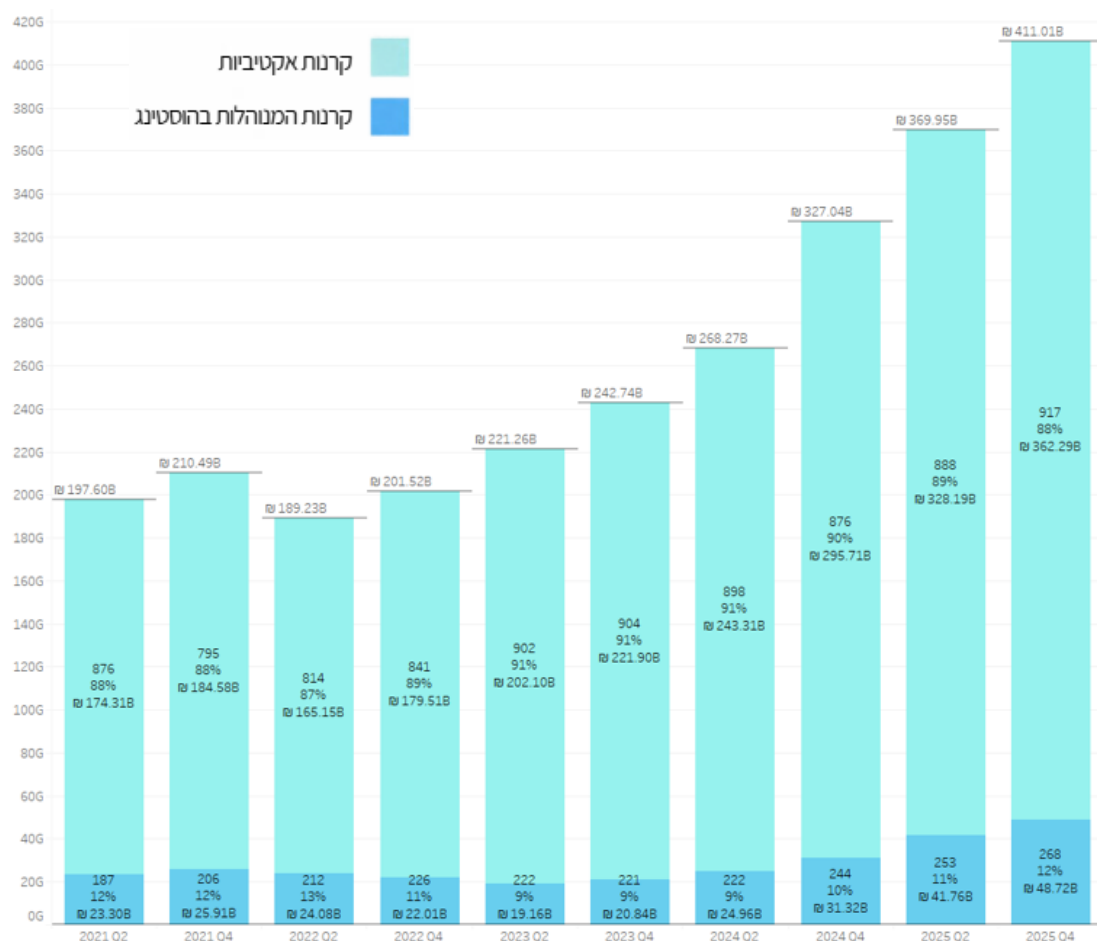
ב. זיהוי הבעיה וסיבותיה

מגמת פעילות ההוסטינג

בשנים האחרונות התפתחה והתרחבה הפרקטיקה של ניהול קרנות נאמנות תחת מודל ההוסטינג אשר מהווה נתח נכבד מהפעילות בשוק הקרנות. הגידול במספר הקרנות המנוהלות תחת מודל ההוסטינג, כמו גם שווי הנכסים המנוהלים במסגרתו, ממחישים את היקף התופעה.

¹² אחד ממנהלי הקרן הוא מגדל אשר מארח חברת ניהול התיקים אחת בלבד הפועלת במודל ההוסטינג באמצעותו, והיא חברת ניהול התיקים המשתייכת לאותה קבוצה של מגדל. המשמעות היא שמדובר בפעילות שכולה תחת אותה קורת גג ולא פעילות חיצונית שהפיקוח עליה מוגבל.

גרף 1- גידול במספר הקרנות ובשווי הנכסים תחת מודל ההוסטינג בשנים 2020-12/2025



הגרף מציג את הגידול בשיעור מספר הקרנות תחת מודל ההוסטינג ביחס למספר קרנות האקטיביות וכן את הגידול בשיעור שווי הקרנות תחת מודל ההוסטינג ביחס לשווי הקרנות האקטיביות לאורך השנים.

כיום פועלים 15 מנהלי קרנות לצד 45 מנהלי תיקים המנהלים קרנות במסגרת מודל ההוסטינג. נכון ל-31/12/2025, 1,130 קרנות אקטיביות בסך נכסים כולל של כ-418 מיליארד ₪. מתוכן, 266 קרנות מנוהלות במודל ההוסטינג בהיקף נכסים כולל של כ-50.4 מיליארד ₪. כלומר:

- כ- 23% ממספר הקרנות האקטיביות מנוהלות במסגרת מודל ההוסטינג.
- כ- 12% משווי הנכסים של הקרנות האקטיביות מנוהל במודל זה.

שנה	מס' קרנות מנהלי מארחים	שיעור המנהלים המארחים מכלל המנהלים בענף	מס' מנהלי התיקים המתארחים	שיעור מנהלי התיקים המתארחים מכלל מנהלי התיקים בענף	מס' קרנות הנאמנות במודל ההוסטינג	שיעור הקרנות המנוהלות במודל ההוסטינג מכלל הקרנות האקטיביות	שווי קרנות הנאמנות המנוהלות במודל ההוסטינג	שיעור קרנות הנאמנות המנוהלות במודל ההוסטינג ביחס לשווי הקרנות האקטיביות בענף.
-----	------------------------	---	---------------------------	--	----------------------------------	--	--	---

2015	8	42%	30	33%	141	10.1%	9.8 מיליארד ₪	4%
2020	7	41%	38	35%	184	16%	17 מיליארד ₪	9%
2025	4	26%	45	34.3%	267	23.5%	48.7 מיליארד	11.7%

ניתן לראות מנתוני הטבלה שיש ירידה במספר ובשיעור מנהלי הקרנות שמארחים גופים במודל ההוסטינג. לצד זאת, ישנו גידול במספר ובשיעור מספר מנהלי התיקים המתארחים במודל ההוסטינג וכן גידול במספר ובשווי הקרנות המנוהלות במודל ההוסטינג לאורך השנים. נתונים אלו מכוונים לכך שהשימוש במודל ההוסטינג כבר אינו נעשה לשם הגנת יווקא או כלי יעיל לפיזור השקעות עבור לקוחות ניהול התיקים, אלא למטרות אחרות להן לא כיוון המחקר.

מגמת גידול זו מעוררת מספר קשיים ביחס להשלכות המודל, בהיבטים רגולטוריים, משפטיים ותפעוליים:

מעבר לפעילות הוסטינג מתמשכת ובהיקפים מהותיים

כאמור, אחד הרציונליים האפשריים לביצוע פעילות הוסטינג הוא צבירת ניסיון למנהלי תיקים בפעילות של קרנות נאמנות, כך שיוכלו בעתיד להפוך בעצמם למנהלי קרנות. במשך השנים התפתחה פרקטיקה שלפיה מנהל הקרן מעניק בעיקר שירותי תפעול וציות לחברת ניהול התיקים המתארכת, אבל זו אינה מבקשת אישור לפעול כמנהל קרן לניהול קרנות עצמאי על אף ביסוס הניסיון וצבירת היקף הנכסים המנוהלים. התפתחות זו אינה מתיישבת עם הרציונל האמור.

הנתונים מלמדים כי בעבר, בעת שינוי הרישיון לניהול קרנות, מנהלי תיקים ניהלו בין 5 ל-10 קרנות נאמנות, בהיקף נכסים מנוהלים כ-2.5 מיליארד ₪. נכון לסוף פברואר 2026, כ-14% ממנהלי התיקים הפועלים במודל הוסטינג מנהלים קרנות בשווי העולה על רף זה, וכ-21% מהם מנהלים יותר מ-10 קרנות נאמנות.

פעילות ההוסטינג כיום מרוכזת בעיקר אצל שני מנהלי קרנות:

- מנהל הקרן איילון, המארח 31 מנהלי תיקים עם 179 קרנות מנוהלות במודל ההוסטינג (ומהוות 70.3% מסך הקרנות המנוהלות תחת איילון).
- מנהל הקרן סיגמא, המארח 11 מנהלי תיקים עם 55 קרנות מתארחות (המהוות כ-62% מסך הקרנות המנוהלות תחת סיגמא).

נוסף על כך, ישנן כ-3 חברות ניהול תיקים הפועלות בניהול קרנות נאמנות ללא פעילות ניהול תיקי השקעות עבור לקוחות. כמו כן, אצל כשליש מחברות ניהול התיקים הפועלות כיום בניהול קרנות, היקף הנכסים המנוהלים בקרנות עולה על זה המנוהלים בניהול התיקים, נתון המעיד על מוקד הפעילות העסקית של חברות אלו. בתקופה האחרונה ניכר גידול בבקשות לרישיון ובהקמת חברות ניהול תיקים שמטרתן היא ניהול קרנות נאמנות בלבד ללא כל כוונה לעסוק בניהול תיקי השקעות ללקוחות שלא במסגרת ניהול קרנות. בקשות אלו לא אושרו על ידי סגל הרשות.

נתונים אלו מעידים על מציאות בה בתחום ניהול התיקים מתרחקת הפעילות ממסלול ההתפתחות המקורי שעל פניו חוק הייעוץ ייעד לו - ניהול השקעות אישי בחשבון הלקוח.

ארביטראז' רגולטורי

לתופעה זו ישנן השלכות מעשיות על הגנת המשקיעים מאחר שהיא עוקפת, הלכה למעשה, את אבני היסוד של חוק השקעות משותפות בנאמנות, שכן הגורם המנהל את ההשקעות בפועל אינו כפוף לדרישות החלות על "מנהל הקרן" לפי דין, לרבות דרישות הון עצמי, חובות ממשל תאגידי, ניהול סיכונים, ביקורת פנימית ותחולת ביקורת חיצונית של נאמן הקרן. כתוצאה מכך נוצר פער רגולטורי משמעותי בין אחריותו המשפטית של מנהל הקרן המפוקח לבין זהותו של מקבל ההחלטות בפועל, פער העלול לפגוע ביכולת ההגנה על ציבור המשקיעים באופן מיטבי. מצב זה עלול להביא את מנהלי התיקים לכדי נטייה לתיאבון, סיכון מוגבר ולפגיעה אפשרית ביכולת הרשות להפעיל פיקוח אפקטיבי.

אמנם חברות ניהול תיקים הינן חברות בעלות רישיון מכוח חוק הייעוץ לעסוק בפעילות זו והן מפוקחות ונדרשות לפעול בהתאם להוראות הדין, אך הרגולציה שחלה עליהן מותאמת לעיסוק במתן **שירותים** של ניהול תיקים עבור לקוחות ואינה הולמת את מאפייני פעילותן של חברות ניהול תיקים המנהלות קרנות במודל ההוסטינג, אשר מהות פעילותן, מבנה האחריות התאגידית ותכלית הפיקוח הנדרשת עליהן שונים באופן מהותי ומותאמים לניהול של **מוצרים**.

המשמעות היא ארביטראז' רגולטורי בין הגופים העוסקים בפועל בניהול קרנות נאמנות-מחד גיסא, מנהלי קרנות הנושאים במלוא החובות הקבועות בדין בהתאם למסגרת הרגולטורית המותאמת לפעילותם ומאידך גיסא, מנהלי תיקים המנהלים קרנות בפועל תחת רישיונו של מנהל קרן ובכך נהנים מפעילות זהה מבחינת מהותה אך ללא כפיפות ישירה לדרישות רגולטוריות רלוונטיות, אלא בהתבסס על האחריות של מנהל הקרן בלבד.

פער רגולטורי זה מקבל ביטוי קונקרטי בהבדלים המובנים בין מערך החובות החל על מנהל קרן נאמנות לבין זה החל על מנהל תיקים. כך לדוגמה, בעוד שמנהל תיקים כפוף לדרישת הון עצמי מינימלית בסך של כ-300 אלף ₪ (צמוד מדד), מנהל קרן נאמנות נדרש לעמוד בדרישת הון עצמי העולה על מיליון ₪ (צמוד מדד), דרישה המשקפת את מאפייני הפעילות, היקף האחריות והחשיפה לסיכונים הנובעים מניהול מוצרי השקעה לציבור. בנוסף, על מנהל קרן חלה חובה להעמיד כיסוי ביטוחי הנגזר משווי נכסי הקרנות המנוהלות, בעוד שביחס למנהלי תיקים לא נקבע בחוק סכום ביטוח מינימלי נקוב או מנגנון ביטוח המותאם להיקף נכסים המנוהלים בפועל והדבר נתון לשיקול דעתו של מנהל התיקים, גם אם עליו לפעול בסבירות ובהתאמה למאפייני פעילותו¹³. כמו כן, חברות ניהול תיקים שאינן בהגדרת "חברת גדולה" אינן כפופות למערך חובות ממשל תאגידי, לרבות קיומם של דירקטוריון, ועדת ביקורת, מבקר פנימי, ביקורת חיצונית של נאמן לקרן ומנגנוני בקרה תאגידיים עצמאיים, המהווים רכיב יסודי במסגרת הפיקוח החלה על מנהלי קרנות נאמנות. מכלול הבדלים אלה מעיד על כך שגורמים העוסקים בפועל בניהול השקעות בקרנות עשויים לפעול במסגרת רגולטורית מקלה יחסית, אשר אינה חופפת במלואה את מאפייני הפעילות ואת פרופיל הסיכון הכרוך בניהול נכסי ציבור. פירוט השוואתי של החובות החלות על מנהל קרן נאמנות לעומת מנהל תיקים, בהתאם לדין החל, מובא בנספח א' למסמך זה.

¹³ סעיפים 2, 4 לתקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (הון עצמי וביטוח), תש"ס-2000.

פער זה מתחדד במיוחד מקום שבו מנהלי תיקים מנהלים קרנות בהיקפים משמעותיים. אמנם הדין מאפשר את קיומו של מודל ההוסטינג ואינו מחייב את מנהל התיקים לעמוד במישרין במלוא ההסדרים הרגולטוריים החלים על מנהל קרן נאמנות, אולם כאשר בפועל מופעל שיקול דעת השקעה מהותי בניהול נכסי ציבור בהיקפים ניכרים, נוצרת מציאות שבה רמת החובות והפיקוח הישירה החלה על מקבל ההחלטות בפועל אינה משקפת במלואה את עוצמת השפעתו ואת היקף האחריות הכרוך בפעילותו. במצב זה, הציבור רוכש יחידות בקרן נאמנות מתוך הנחה סבירה כי מדובר במוצר השקעה הנתון למערך פיקוח מלא ואחיד, מבלי להיות מודע לכך שניהול ההשקעות בפועל מתבצע תחת מסגרת פיקוח שונה ומצומצמת יותר. פער זה עלול לפגוע בהגנת המשקיעים, להגביר סיכונים של כשלי ממשל תאגידי, ציות וניהול סיכונים, ולצמצם את יכולתה של הרשות לזהות סיכונים, לאתר כשלים ולהפעיל פיקוח אפקטיבי בזמן אמת.

אומנם קיימת הבחנה רגולטורית הקבועה בחוק הייעוץ בין חברת ניהול תיקים גדולה לחברת ניהול תיקים שאינה גדולה כך שחברות גדולות נדרשות למערכת רחבה יותר של חובות ודרישות רגולטוריות ובכלל זה חובות ממשל תאגידי וחובות דיווח נוספות. אך עם זאת, חובות אלו נועדו להתאים את הרגולציה למאפייני הפעילות, להיקפה ולשווי הנכסים המשמעותי המנוהל בתיקים של חברות אלה ואינן חובות רגולטוריות המותאמות לפיקוח על מוצר פיננסי. יתירה מזאת, בפועל רק 3 מתוך 45 חברות ניהול תיקים המנהלות קרנות במודל ההוסטינג מוגדרות כחברות גדולות (כאשר 2 מתוכן הן חברות ניהול תיקים אחיות של מנהל קרן). כתוצאה מכך, החובות הרגולטוריות המחמירות חלות רק על מיעוט הגופים הפועלים במודל ההוסטינג וזאת על אף שמהותית חברות ניהול תיקים אלו מנהלות השקעות בקרנות נאמנות ולכן מנהלות כספי ציבור עבור מספר לא מבוטל של לקוחות קצה ואינן עוסקות רק בניהול תיקים מסורתי. כאמור לעיל, גם אילו תחולתם של כללים אלו לפי חוק היעוץ הייתה רחבה יותר, הם אינם מותאמים למאפייני הפעילות במודל ההוסטינג אשר נועד לתת מענה לניהול מוצר.

סיכונים פיקוחיים ותפעוליים

כאשר מנהל הקרן מסתייע במנהל תיקים חיצוני לצורך ביצוע פעילות ניהול ההשקעות בקרן, אין בכך כדי לגרוע מאחריותו ומחובותיו של מנהל הקרן לבעלי היחידות ביחס לניהול הקרן וחובות האמונים והזהירות החלות על מנהל הקרן נותרות בידי האחרון, בהתאם להוראות הדין ובהן סעיף 86 לחוק. עם זאת, בפועל יכולת הפיקוח של מנהל הקרן מוגבלת משום שמדובר בפיקוח על גוף נפרד, הפועל ממקום פיזי אחר ומאויש בצוות השקעות עצמאי באופן שמקשה על הבקרה והפיקוח השוטף ומצמצם את יעילותם. ככל שהיקף פעילות זו גדל והופך משמעותי גם ביחס לפעילות מנהל הקרן, עולה החשש כי אין בידי מנהל הקרן את הכלים והאמצעים הנדרשים למימוש חובות הפיקוח שלו על הגורם חיצוני, אשר בפועל מופקד על ליבת תכלית הקרן - ניהול השקעותיה.

ביקורת אשר נערכה בשנה האחרונה בהקשר האמור הצביעה על ליקויים מהותיים במנגנוני ההתקשרות, הפיקוח והבקרה בפעילות ההוסטינג, המעידים על פער מהותי בין דרישות החוזר לבין אופן הפיקוח בפועל. על אף שחוזר התקשרות ופיקוח על פעילות ההוסטינג התייחס לדוגמאות שעל מנהל הקרן לנקוט בעת התקשרות עם מנהל השקעות חיצוני ובפיקוח השוטף, ממצאי הביקורת העידו על שונות גבוהה בין ההתקשרויות ופערים באופן הפיקוח על מנהלי ההשקעות החיצוניים באופן העשוי לעלות לכדי הפרה של הוראות הדין ולחשיפה לסיכונים תפעוליים. כך למשל, נמצאו מקרים בהם אושרה התקשרות עם מנהל השקעות חיצוני אף שלא הועברו לחברי הדירקטוריון כלל

חומרי הרקע הנדרשים לאישור ההתקשרות טרם קבלת ההחלטה. במקרים נוספים התברר כי מנהל הקרן לא ערך בדיקות עצמאיות לאימות מהימנותו של מנהל ההשקעות החיצוני, אף שבדיקות בסיסיות במקורות פומביים היו עשויות לחשוף מידע מהותי על עברו. כמו כן, נמצאו מקרים שבהם דיוני הדירקטוריון על התקשרות עם מנהל השקעות חיצוני נערכו במקביל לדיונים אחרים, כגון אישור טיוטת תשקיף לקרן חדשה, בניגוד לעמדת סגל הרשות שלפיה התקשרות מסוג זה – הכוללת הוצאת ליבת ניהול ההשקעות למיקור חוץ – מחייבת התמקדות מלאה של הדירקטוריון ובירור מעמיק של הרקע המקצועי של מנהל ההשקעות ועוד.

כמו כן, מהניסיון שהצטבר במסגרת פיקוח הרשות, עולה כי מספר רב יחסית של חברות ניהול תיקים המנהלות קרנות במודל ההוסטינג נוטלות סיכונים רבים בבחירת ההשקעות, תוך השקעה בחברות נסחרות עם פרופיל סיכון גבוה, כולל חברות עם "הערת עסק חיי" או מאפיינים המעידים על קשיים תזרימיים. חשיפה זו בולטת בהשוואה לקרנות המנהלות ישירות על ידי מנהלי הקרנות, שבהן לרוב ננקטת גישה זהירה יותר ביחס לבחירת השקעות וניהול סיכונים. פעילות זו נובעת מכך שחברות ניהול התיקים לעיתים קרובות הן חברות קטנות, הפועלות תחת "הגנת הינוקא", ולעיתים לוקחות הזדמנויות בעלות פוטנציאל סיכון גבוה במטרה להשיג תשואות גבוהות יותר.

לאור ממצאים אלה ולנוכח מורכבות הפעילות, התעצמותה והסיכונים הגלומים בה כפי שפורטו לעיל, לעמדת הרשות יש ליצור מסגרת רגולטורית ברורה, מקיפה ומחייבת שתסדיר את ההתקשרות, הבקרה והפיקוח ביחסים שבין מנהלי הקרנות למנהלי ההשקעות החיצוניים ותפרט את התנאים בהם נדרשת לעמוד ההתקשרות כאמור כדי שזו לא תהווה הפרת חובות האמון והזהירות המוטלות על מנהל הקרן.

אסדרה זו תעגון בהוראה מחייבת שתפורסם על ידי הרשות, אשר תיצור מסגרת אחידה, מחייבת ושקופה להתקשרות ולפיקוח מהותי על מנהלי השקעות חיצוניים ותבטיח ניהול אחראי המותאם לרמת סיכון הגלומה בפעילות זו וכפועל יוצא מכך, עמידה בחובות האמון והזהירות המוטלות על מנהל הקרן. יצוין כי בהתאם לסעיף 78 לחוק הקרנות, כלל החובות שיקבעו בהוראה זו יחולו גם על הנאמן.

חלק ב' – בחינת חלופות

א. גיבוש וניסוח חלופות

לאור הקשיים והכשלים שפורטו ביחס לשימוש במנהלי השקעות חיצוניים תחת מודל ההוסטינג, מתחדד הצורך בבחינה מחודשת של ההסדר הקיים. מחד גיסא, ברור כי קיימים יתרונות וחשיבות בהמשך מתן אפשרות להיעזר בגורמי מקצוע חיצוניים לצורך הרחבת הידע והניסיון הזמין למנהלי הקרנות. מאידך גיסא, המצב הקיים מעלה חשש לניצול לרעה של ההסדרים החוקיים ולפגיעה ביעילות מנגנוני הפיקוח והאכיפה. לנוכח מתח זה, נדרשת בחינה של חלופות אפשריות שיאפשרו מצד אחד שמירה על יתרונות הגמישות והמומחיות, ומצד שני יצירת איזון נכון שיבטיח עמידה בחובות הדין והגנה על ציבור המשקיעים.

ישנם מספר כיווני פעולה אפשריים לפתרון הבעיה – להלן החלופות הנגזרות מהם:

1. חלופת האפס – המשך המצב הקיים

חלופה זו משמעה השארת המצב הרגולטורי על כנו, מדובר למעשה בחלופת אי-התערבות, במסגרתה תישאר מסגרת הכללים הקיימת ולא יחולו הוראות ייחודיות חדשות על מנהלי הקרנות המאצילים את ניהול ההשקעות בקרן מעבר לחובות הכלליות החלות עליהם מכוח הוראות חוק הקרנות וחוזר העסקת מנהלי השקעות חיצוניים.

היתרון בחלופה זו משקף את היתרונות הגלומים בפעילות ההוסטינג שתוארו לעיל, המתאפשרים בין היתר, לתרומת פעילות זו לשוק מגוון ודינמי יותר, לעידוד התחרות, ולהעמקת ההתמחות המקצועית בתחומי השקעה שונים. בנוסף לכך, בהינתן שלאחרונה בוצעה ביקורת בנושא מודל ההוסטינג, אפשר שהלקחים שעלו במסגרתה יופנמו על-ידי מנהלי הקרנות ומנהלי התיקים העוסקים בפעילות ההוסטינג, והיא תוביל - לצד המשך פעילויות פיקוח, ביקורת ואכיפה - לשיפור ההתנהלות בפעילות זו.

החיסרון בחלופה זו הוא אי מתן מענה וטיפול משמעותי לכשלים שפורטו בהרחבה בהתייחסות לעיל, בין היתר בהיבטים הבאים:

- המצב הנוכחי בשוק אינו משקף את הרציונל שצוין לעיל לראות בפעילות ההוסטינג ככזו המיועדת להוות שלב ראשון בתהליך להוצאת רישיון לניהול קרנות והן לשימוש בקרנות נאמנות לצורך פיזור השקעות וניהול יעיל בדומה לתיקים מנוהלים ללקוחות פרטיים. כך למשל, חלק ממנהלי התיקים פועלים בניהול קרנות נאמנות בלבד ואינם מנהלים תיקי השקעות עבור לקוחות.
- קושי בפיקוח אפקטיבי על פעילות ההוסטינג על ידי מנהל הקרן.
- כשלים שזוהו בתהליך התקשרות עם מנהל השקעות חיצוני ובפיקוח עליהם.
- הרגולציה שחלה על מנהלי התיקים אינה מותאמת לפעילות ההוסטינג, כפי שהורחב לעיל.

השלכות השארת המצב הקיים (חלופת אי-התערבות)

השארת המצב הקיים תוביל להמשך התרחבות פעילות ההוסטינג בשוק הקרנות, הן מבחינת מספר הקרנות המנוהלות במסגרת זו והן מבחינת השווי הכולל שלהן ובהתאם להעצמת הסיכונים הנובעים מכך.

מבחינת מנהלי קרנות: המודל ימשיך לאפשר שימוש במנהלי תיקים כפלטפורמה לאירוח פעילות נוספת, ומספר הקרנות במודל ההוסטינג והיקף הנכסים המנוהלים באמצעותו צפוי לגדול. המשמעות היא כניסת כספים נוספים לסיכון, מבלי שהרגולציה תספק כלים חדשים לצמצום פערים רגולטוריים והיכולת של מנהלי הקרנות לפקח באופן יעיל על פעילות הגורמים החיצוניים תישאר מוגבלת.

מבחינת מנהלי תיקים: מספר מנהלי התיקים המנוהלים קרנות במסגרת מודל ההוסטינג צפוי לגדול, תוך המשך מגמה של הקמת חברות ניהול תיקים שמטרתן העיקרית היא ניהול קרנות ולא ניהול תיקי השקעות ללקוחות פרטיים. בנוסף, חלק ממנהלי התיקים מבקשים כיום רישיון ניהול תיקים במטרה לעסוק בניהול קרנות, מה שמעיד על הרחבת מוקד הפעילות העסקית שלהם והתרחקות ממסלול ההתפתחות המקורי של הרציונל החוקי.

2. חלופה מספר 1 – החלת חובות באופן הדרגתי לפי היקף הנכסים המנוהלים

בהתאם לחלופה זו מוצע לקבוע ספי שווי נכסים לניהול קרנות באמצעות מנהל השקעות חיצוני כך שביחס לכל סף יוגדרו חובות שעל מנהל התיקים לעמוד בהן לצורך עמידה בדרישת נאותות

הולמת שתאפשר התקשרות מנהל הקרן עימו בהסכם אירוח. מודל זה מבוסס על סיווג מנהלי התיקים החיצוניים לפי מדרגות, כאשר העיקרון המנחה הוא התאמת דרישת הפיקוח והחובות הרגולטוריות באופן מדורג, תוך מתן "הגנת הינוקא" לגופים קטנים וחדשים, אשר להם מסלול הכשרה והסתגלות מותאם להיקף פעילותם מצד אחד ומצד שני, מנהלי השקעות חיצוניים המנהלים השקעות בקרנות בשווי נכסים בעל היקף משמעותי יחויבו לעמוד באופן מדורג בחובות דומות לאלו החלות על מנהלי קרנות נאמנות.

סגל הרשות ביקש את התייחסות הציבור לשאלה האם נכון להתנות את התקשרות מנהל הקרן עם חברת ניהול התיקים לצורך ניהול השקעות בקרנות, בכך ששווי נכסי הקרנות המנוהלות על ידי חברת ניהול התיקים לא יעלה על שיעור של 20% מסך שווי נכסי הקרנות שבניהול מנהל הקרן. בעקבות הערות הציבור שהתקבלו, הוחלט שלא לקבוע מגבלה המבוססת על שיעור מספרי קבוע, אלא לקבוע כי מנהל הקרן ינהל בכל עת את רוב נכסי הקרנות שבניהולו במישרין, כך ששווי הנכסים המנוהלים על ידו במישרין יעלה על שווי הנכסים המנוהלים במסגרת פעילות הוסטינג. הערות הציבור המרכזיות וההתייחסות להן מפורטות בפרק ג' למסמך זה.

בנוסף כפי שפורסם להערות ציבור הוצע לאמץ מודל מדורג לפעילות הוסטינג המבוסס על היקף פעילות של חברת ניהול התיקים תוך הגבלה של מספר הקרנות המנוהלות במסגרת כל מדרגה. בהתאם לכך בנוסף טיוטת ההוראה כפי שפורסמה להערות הציבור הוצעה חלוקה כדלקמן:

2.1. מדרגה ראשונה – היקף פעילות מוגבל – מדרגה זו מיועדת לחברות ניהול תיקים

שמתחילות את דרכן בפעילות ניהול השקעות במיקור חוץ עבור קרנות נאמנות, או שהיקף הפעילות שלהן עדיין הנו מצומצם.

הוצע לקבוע שבמדרגה זו יכללו חברות ניהול תיקים המנוהלות עד חמש קרנות עבור מנהלי קרנות ובשווי נכסים שאינו עולה על 1 מיליארד ₪.

הגבלת מספר הקרנות ושווי הנכסים נועד לאפשר כניסה מבוקרת לפעילות ההוסטינג, תוך צמצום סיכונים תפעוליים ומערכתיים ושמירה על יכולת פיקוח אפקטיבית. בהתאם לנתוני השוק, כ-75% מהחברות הפועלות במודל מנהלות עד חמש קרנות ובשווי נכסים שאינו עולה על 1 מיליארד ש"ח.

יצוין כי במדרגה זו הדרישות שמוצעות מצומצמות יחסית, ועיקר תכליתן הוא לאפשר כניסה מבוקרת לשוק תוך בניית יכולות ניהול השקעות במסגרת של קרנות נאמנות. הוצע כי חברה שעומדת בתנאי הסף המפורטים מטה, תחת הכותרת "תנאי סף בהתקשרות עם חברת ניהול תיקים לפעילות ההוסטינג", תוכל להיכנס למדרגה זו.

2.2. מדרגה שנייה – היקף פעילות ניכר - חברות ניהול תיקים המנוהלות השקעות במיקור

חוץ עבור קרנות נאמנות בהיקף גדול.

הוצע לקבוע שבמדרגה זו יכללו חברות ניהול תיקים המנוהלות עד עשר קרנות עבור מנהלי קרנות ובשווי נכסים העולה על 1 מיליארד ₪ ואינו גבוה מ-2 מיליארד ₪.¹⁴

¹⁴ נכון לסוף פברואר 2026, תחת מדרגה זו נכנסות 6 חברות, השווי המנוהל במדרגה זו עומד על כ- 9 מיליארד ₪ (כ- 18%) מהשווי המנוהל בקרנות במודל ההוסטינג.

הסף של 2 מיליארד ש"ח הוצע על בסיס ניתוח פעילות ההוסטינג ובחינת היקפי הנכסים שנוהלו במיקור חוץ במועד שבו חברות עברו לפעול כמנהלי קרנות. בשל הגידול בהיקף הפעילות ובפוטנציאל הסיכונים הנובע ממנו, הוצע להחיל במדרגה זו דרישות לניהול סיכונים והקצאת שעות ביקורת פנים.

2.3 מדרגה שלישית – היקף משמעותי - מדרגה זו מיועדת לחברות ניהול תיקים המנהלות

השקעות במיקור חוץ עבור קרנות נאמנות בהיקף פעילות משמעותי מאוד, כך שאין הצדקה נראית לעין מדוע לא יעשו כן במסגרת הייעודית של ניהול קרנות.

הוצע לקבוע שבמדרגה זו יכללו חברות ניהול תיקים המנהלות עד עשר קרנות עבור מנהלי קרנות ובשווי נכסים כולל העולה על 2 מיליארד ₪. תחת מדרגה זו נכנסות 6 חברות ניהול תיקים, השווי המנוהל בקרנות במדרגה זו עומד על כ- 24 מיליארד ₪ (כ- 50%) מהשווי המנוהל בקרנות במודל ההוסטינג. קביעה זו של ניהול עד 10 קרנות ומעל שווי נכסים של 2 מיליארד ₪, התבססה על ניתוח נתוני עבר לפיהם המעבר מחברת ניהול תיקים למנהל קרן התבצע כאשר סך שווי הנכסים בקרנות המנוהלות במיקור חוץ עמד בממוצע על גובה של כ- 2.5 מיליארד ₪.

בתום תקופה שבה לפחות 75% מימי השנה, השווי המנוהל בקרנות במודל ההוסטינג של חברת ניהול התיקים לא פחת מ- 2 מיליארד ש"ח, מנהל הקרן יוודא ויפקח על עמידת חברת ניהול התיקים בדרישות המוגדרות עבור חברות ניהול תיקים המשתייכות למדרגה השנייה. קרי, עמידתן של חברות ניהול התיקים עמן התקשר במתחייב מהוראות הנוגעות לניהול סיכונים וכן הקצאת שעות ביקורת פנים של מנהל הקרן לצורך בחינת התנהלות חברות ניהול התיקים עמן התקשר. בנוסף, יידרש מנהל הקרן לוודא ולפקח, כתנאי להתקשרות, כי חברות ניהול התיקים המשתייכות למדרגה זו עומדות באופן מלא בדרישות החוק החלות על מנהלי קרנות, לרבות דרישות הנוגעות לממשל תאגידי, ניהול סיכונים, הון עצמי, ביטוח ומערכת אמצעים להבטחת ניהול הקרן לפי הוראות החוק, הוראות הסכם הקרן והתחייבויות על פי תשקיף.

יש להדגיש כי השווי המנוהל לצורך קביעת המדרגה יחושב עבור כל מנהל תיקים באופן כולל, גם אם הוא מפצל את פעילותו בין מספר מנהלי קרנות- כלומר, המדידה נעשית פר מנהל תיקים ולא פר מנהל קרן.

חלוקת הקבוצות במדרגה השלישית והחלת דרישות רגולטוריות עליהן נקבעה מכיוון שניהול קרנות בשווי נכסים כה גבוה מצביע על כך שבשלב זה של היקף הנכסים, פעילות החברות דומה במהותה לזו של מנהלי קרנות - הן בהיקף הניהול, הן באופי הסיכונים והן במידת ההשפעה על ציבור המשקיעים. בנוסף, היקף פעילות זה משקף רמת רווחיות ויציבות פיננסית המאפשרת לחברות לשאת בעלויות הכרוכות בעמידה בדרישות ניהול וממשל תאגידי מחמירות יותר לרבות מערכי ציות, ביקורת פנימית וניהול סיכונים.

במסגרת בחינת הערות הציבור, עודכן מודל המדרגות במטרה לחזק את היציבות, המידתיות וההתאמה של מנגנון הסיווג למאפייני הפעילות של חברות ניהול התיקים הפועלות במסגרת מודל ההוסטינג. השינויים נועדו, בין היתר, לתת מענה לתגובות המאפיינת את תחום ניהול ההשקעות בהיקף הנכסים המנוהלים, העשויה לנבוע משינויי שוק, פדיונות או גיוסים, ולצמצם מצבים של מעבר תכוף בין מדרגות

רגולטוריות ויצירת חוסר וודאות. בכך מתאפשר מדרג רגולטורי יציב ומידתי יותר, המשמר את התאמת רמת הפיקוח להיקף הפעילות, תוך צמצום ההשפעה על פעילות קיימת ועל מחזיקי היחידות בקרנות המנוהלות באמצעות חברות ההוסטינג. בהתאם הוחלט לקבוע כדלקמן:

א. עדכון מבנה המדרגות והספים הכמותיים באופן הבא:

- "פעילות במדרגה ראשונה- היקף פעילות מוגבל"- חברת ניהול תיקים המנהלת קרנות בשווי נכסים שאינו עולה על 1 מיליארד ש"ח.
 - "מדרגה במדרגה שנייה- היקף פעילות ניכר"- חברת ניהול תיקים המנהלת קרנות בשווי נכסים העולה על 1 מיליארד ש"ח ואינו גבוה משלושה מיליארד ש"ח.
 - "פעילות במדרגה שלישית- היקף פעילות משמעותי"- חברת ניהול תיקים המנהלת קרנות בשווי נכסים העולה על שלושה מיליארד ש"ח.
- ב. ביטול הגבלת מספר הקרנות המקסימלי בכל מדרגה-** השיוך למדרגות פעילות ייקבע בהתאם להיקף השווי המנוהל בלבד, ללא מגבלה כמותית של מספר הקרנות המנוהלות ידי חברת ניהול התיקים.
- ההסבר לשינוי-** ביטול מגבלת מספר הקרנות המקסימלי בכל מדרגה נועד לאפשר לחברות ניהול תיקים הפועלות במסגרת מודל ההוסטינג לנצל באופן אופטימלי את "הגנת הינוקא", להמשיך ולצמוח בהתאם להיקף פעילותן ולצבור ניסיון לשם הפיכה למנהל קרן עצמאי. מגבלת מספר קרנות מקשה על השגת מטרה זו. בנוסף, ביטול מגבלת מספר הקרנות מפשטת את מנגנון הסיווג במקרים שבהם חברה עומדת בסף שווי הנכסים שנקבע למדרגה, אך חורגת ממספר הקרנות שנקבע במסגרת המודל הקודם.
- ג. הרחבת תקופת הבחינה לצורך כניסה למדרגת הסיווג השנייה והשלישית-** עודכן מנגנון הסיווג כך שהעמידה בסף הקבוע במדרגה השנייה והשלישית תיבחן על פני תקופה של שנתיים, כאשר הסיווג למדרגה יתבסס על עמידה ברף שנקבע לאותה המדרגה במשך 75% מתקופה זו, חלף בחינה המבוססת על 75% לתקופה של שנה. יצוין כי מדידה זו תבוצע לכל הפחות בתום כל חודש.
- ההסבר לשינוי-** הארכת תקופת הבחינה מאפשרת לבסס את הסיווג על מגמות העשויות לנבוע משינויי שוק, פדיונות או גיוסים ולא על תנודות קצרות טווח בהיקף הנכסים המנוהלים. בכך מתאפשר מנגנון סיווג למדרגות פעילות יציב ומידתי יותר, המבוסס על מאפייני פעילות לאורך זמן, תוך שמירה על תכליות ההסדרה ורמת הפיקוח הנדרשת.
- ד. הוספת תקופת התאמה לאחר כניסה למדרגה השלישית-** נוספה תקופת היערכות של שישה חודשים ממועד המעבר למדרגה השלישית, שבמהלכה יתאפשר לחברות להיערך ליישום מלוא החובות החלים על גופים המסווגים במדרגה זו. תקופת ההיערכות תחל לאחר השלמת תקופת בחינה של שנתיים, שבמהלכה עמד מנהל התיקים ברף שנקבע למדרגה השלישית במשך 75% מתקופה זו. יצוין כי מדידה זו תבוצע לכל הפחות בתום כל חודש.

ה. **הסדרת מנגנון הירידה במדרגות הפעילות** - עודכן מנגנון הסיווג כך שבחינת הירידה ממדרגת פעילות תיעשה בהתאם לאותו מנגנון החל על מעבר למדרגה גבוהה יותר. בהתאם, חברת ניהול תיקים שסווגה במדרגת פעילות מסוימת לא תעבור למדרגה נמוכה יותר בשל ירידה זמנית בהיקף הנכסים המנוהלים, אלא רק אם השווי המנוהל בקרנות בהוסטינג היה נמוך מהסף שנקבע לאותה מדרגה במשך 75% מתקופה של שנתיים. יצוין כי מדידה זו תבוצע לכל הפחות בתום כל חודש. ההסבר לשינוי - החלת מנגנון סימטרי לעלייה ולירידה במדרגות הפעילות נועדה להגביר את הוודאות והיציבות הרגולטורית, לצמצם את השפעתן של תנודות זמניות בהיקף הנכסים המנוהלים שאינן משקפות שינוי מתמשך בהיקף הפעילות או בפרופיל הסיכון של החברה. בפרסום טיוטת ההוראה לציבור, סגל הרשות ביקש את התייחסות הציבור לשאלה האם יש מקום לקבוע מדרגה נוספת, ביחס לחברת ניהול תיקים המנהלת קרנות בשווי העולה על 3 מיליארד ₪ או שווי אחר, שאז מנהל הקרן יהיה מנוע מלהתקשר עם חברת ניהול התיקים כאמור בפעילות ההוסטינג. בעקבות הערות הציבור שהתקבלו, הוחלט לעדכן את הרף שמעליו לא ניתן יהיה להמשיך פעילות במסגרת מודל ההוסטינג, כך שהאיסור יחול ביחס לחברות ניהול תיקים המנהלות במסגרת מודל הפעילות נכסים בהיקף העולה על 5 מיליארד ₪. לעניין זה, מנהל הקרן אינו נדרש לסיים התקשרותו עם חברת ניהול תיקים על אף שעמדה ברף זה ובלבד שהיא חברה אחת בקבוצת מנהל הקרן וזוהו ותמהיל האחזקות בכל אחת מהחברות זהה. הערות הציבור המרכזיות שהתקבלו וההתייחסות אליהן מפורטות בפרק ג' למסמך זה.

במסגרת פרסום טיוטת ההוראה להערוך ציבור הוצעו תנאי סף שונים בהתקשרות מנהל קרן עם מנהל תיקים לפעילות ההוסטינג המבוססים על קריטריונים של מספר לקוחות ושווי נכסים, להלן הנוסח כפי שפורסם להערוך הציבור:

תנאי סף בהתקשרות עם מנהל תיקים לפעילות ההוסטינג

ביחס לכלל המדרגות שצוינו לעיל ובמטרה להבטיח שחברות המנהלות קרנות במודל ההוסטינג הן בעלות כישורים וניסיון מספק לצורך ניהול קרנות, על מנהל הקרן לבחון טרם ההתקשרות איתן קיומו של ניסיון מקצועי משמעותי ומוכח בניהול כספי אחרים תוך התייחסות ספציפית לוותק ולניסיון בניהול תיקי השקעות ובניהול קרנות ככל שיש. מספר הלקוחות ושווי הנכסים שנוהלו על ידם לאורך השנים האחרונות, ידע ומומחיות מקצועית רלוונטיים לניהול סוג הקרן ואפיק ההשקעה, בשים לב לסיכונים הגלומים בהם וכו'.

בנוסף, לצורך יישום בחינת הקריטריונים למספר הלקוחות והיקף הנכסים המנוהל, ייקבעו תנאי סף מינימאליים אותם יידרש מנהל הקרן לבחון בטרם התקשרותו עמן.

חברת ניהול תיקים העומדת באחד משלושת התנאים הבאים:

א. חברת ניהול תיקים המעניקה שירות ללקוח אחד לפחות ומנהלת שווי נכסים בהיקף של 100 מיליון ₪ ומעלה.

ב. חברת ניהול תיקים המעניקה שירות ניהול תיקים לעשרה לקוחות לכל הפחות ומנהלת שווי נכסים בהיקף של 50 מיליון ₪ ומעלה.

ג. חברת ניהול תיקים המעניקה שירות ניהול תיקים לחמישים לקוחות לכל הפחות ומנהלת שווי נכסים בהיקף של 10 מיליון ₪ ומעלה.

קביעת כל אחד משלושת התנאים כניסיון מספק מוצעת על בסיס ניתוח כלל חברות ניהול התיקים בשוק הפועלות תחת מודל ההוסטינג, תוך בחינת מספר הלקוחות והיקף הנכסים המנוהלים בתיקים במועד תחילת פעילותן בניהול קרנות במודל ההוסטינג. תנאים אלו נועדו להבטיח כי חברת ניהול תיקים המבקשת להתחיל את דרכה במתן שירות ניהול השקעות עבור מנהל קרן, הינה חברה בעלת ניסיון מוכח, מעשי ומהותי בניהול השקעות ובמתן שירות לציבור. בפועל נמצא כי בתנאי הסף שנקבעו רק 26% מהחברות לא עמדו בתנאים בעת תחילת פעילות ההוסטינג ושווי הנכסים המנוהלים בפעילות ההוסטינג נכון להיום שחברות ניהול התיקים שלהן לא עומדות בתנאי זה עומד על 4.1 מיליארד ₪.

היתרון של חלופה זו הוא קביעת כללים ודרישות רגולטוריות החלות באופן הדרגתי וסדור בהתאם להיקף פעילותה של חברת ניהול התיקים עמה התקשר מנהל קרן לצורך ניהול ההשקעות, ועל כן יוצרים שילוב מאוזן בין יתרונות מתן השירות בפעילות ההוסטינג, בהם עידוד תחרותיות וכניסת שחקנים חדשים לשוק, לבין יכולת פיקוח אפקטיבי על השירות, הגנה על כספי ציבור המשקיעים ויציבות השוק. חלופה זו נשענת על איזון רגולטורי מהותי בין שתי מטרות מרכזיות: מחד - שמירה על פתיחות השוק והנגשתו לשחקנים באופן מדורג ומבוקר. ומאידך - הבטחת קיומה של מסגרת פיקוח שקופה, מחייבת ואחידה על הגופים המנוהלים בפועל נכסים בהיקפים דומים למנהלי קרנות נאמנות, וזאת לשם שמירה על עניינם של המשקיעים, ואמון הציבור.

החיסרון של חלופה זו הוא בעיקר חוסר יציבות מבחינת מנהלי תיקים שכפופים לרגולציה שונה בהתאם לשווי נכסים מנוהל, שאינו תלוי בהם אלא בביקוש לקרנות שהם מנהלים ומשינויים בשווי נכסי הקרנות בהתאם לתשואותיהן.

בעקבות בחינת הערות הציבור שהתקבלו, עודכן נוסח תנאי הסף כך שהבחינה לא תתבסס עוד על עמידה בספים כמותיים קבועים של שווי נכסים מנוהלים ומספר לקוחות, אלא על בחינה מהותית של התאמת חברת ניהול התיקים לפעילות במסגרת מודל ההוסטינג. במסגרת בחינה זו, תידרש חברת ניהול התיקים לקיומה של פעילות ניהול תיקים מסורתית עבור לקוחות קמעונאיים בפועל לאורך זמן של שנה לפחות בחברת ניהול התיקים קודם להתקשרות עם מנהל הקרן במודל של אירוח. הדרישה לקיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל במשך שנה לפחות נועדה להבטיח כי חברת ניהול התיקים צברה ניסיון מעשי ומתמשך במתן שירותי ניהול תיקים ופעלה לאורך זמן תחת מכלול החובות החלות עליה לפי חוק הייעוץ. תקופה זו מאפשרת לקבוע כי מדובר בפעילות עסקית ממשית ומתמשכת ולא בפעילות שהוקמה בסמוך להתקשרות לצורך עמידה פורמלית בתנאי הסף בלבד. במסגרת בחינת ההערות נשקלה גם השפעת הדרישה על התחרות ועל כניסת שחקנים חדשים לשוק. הרשות סבורה כי הדרישה

משקפת איזון ראוי בין הצורך להבטיח ניסיון מוכח ורלוונטי לבין הצורך להימנע מהטלת חסמי כניסה בלתי מידתיים, במיוחד נוכח ביטולם של הספים הכמותיים שנכללו בטיוטה.

בנוסף, ייבחנו, בין היתר, ניסיונה המקצועי של החברה, התשתיות התפעוליות והבקרתיות העומדות לרשותה, מנגנוני ניהול הסיכונים והציות שלה ויכולתה לעמוד בדרישות הרגולטוריות הנלוות לפעילות כאמור.

לעניין זה, יובהר כי במסגרת בחינת פעילות ניהול התיקים וקיומם של לקוחות מנוהלים, יובאו בחשבון לקוחות שאינם קרנות נאמנות או גופים מוסדיים כהגדרתם בתקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (דוחות), התשפ"ב–2022.

דרישה זו נובעת מכך שתכלית רישיון ניהול התיקים היא מתן שירותי ניהול השקעות ללקוחות קמעונאיים. פעילות עבור לקוחות אלה מחייבת התמודדות שוטפת עם מכלול החובות הנוגעות להתנהלות מנהל התיקים הכוללות גם חובות צרכניות החלות מכוח חוק הייעוץ, ובכלל זה התאמת השירות לצורכי הלקוח, קיום קשר שוטף עמו ומתן מענה לפנייתו, לבקשות ולהשגות מצדו. פעילות זו יוצרת מנגנוני בקרה ופיקוח מתמשכים מצד הלקוחות עצמם ומהווה אינדיקציה לניסיון מעשי במתן שירותים של ניהול כספי לקוחות.

לעומת זאת, פעילות שעיקרה מתן שירותים לקרנות נאמנות או לגופים מוסדיים בלבד אינה משקפת בהכרח התנסות דומה במכלול ההיבטים המאפיינים מתן שירותי ניהול תיקים ללקוחות. בנוסף, קיומם של לקוחות קמעונאיים מעיד כי רישיון ניהול התיקים משמש בפועל לפעילות הליבה ולתכלית שלשמה ניתן מלכתחילה, קרי מתן שירותי ניהול השקעות ללקוחות, ולא רק כפלטפורמה למתן שירותים לגופים מפוקחים אחרים.

קיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל לאורך זמן מהווה אינדיקציה ליכולתה של החברה לעמוד בחובות החלות עליה במסגרת מתן שירותי ניהול תיקים ולכן בסיס לפעילות במסגרת מודל ההוסטינג שעניינו מתן שירותי ניהול מוצר מפוקח.

השלכות חלופה מדרגות השווי לניהול קרנות באמצעות מנהלי תיקים חיצוניים

חלופה זו, המבוססת על חלוקת מנהלי התיקים החיצוניים למדרגות לפי שווי הנכסים המנוהלים, יוצרת מסגרת רגולטורית מדרגת המותאמת להיקף פעילותן של החברות.

מבחינת מנהלי קרנות: ההשלכה המרכזית היא שמנהלי הקרנות יהיו חייבים לפקח באופן מתואם ושיטתי על מנהלי התיקים החיצוניים בהתאם למדרגה שאליה הם משתייכים. ככל שהיקף הנכסים המנוהלים גבוה יותר, מנהל הקרן יידרש להקצות משאבים נוספים לביקורת פנים, לוודא עמידה בחובות ניהול סיכונים, דרישות ממשל תאגידי, הון עצמי וביטוח. כמו כן, מדרגה נוספת הקובעת כי מעל לשווי נכסים של 5 מיליארד ש"ח אצל מנהל התיקים לא יהיה רשאי מנהל הקרן להתקשר עם מנהל תיקים, יאלץ מנהל הקרן לעקוב אחר שווי הנכסים ובהתאם לסיים את התקשרותו בעת יעלה על שווי הנכסים כאמור. נוסף על כך, הדרישה שלפיה נכסי הקרנות המנוהלות במישרין על ידי

מנהל הקרן יהוו **רוב מנכסי הקרנות שבניהולו**, עשויה להביא לכך שחברות ניהול תיקים המתארחות בפעילות הוסטינג יפזרו את פעילותן בין מספר מנהלי קרנות, על מנת שלא להביא מנהל קרן מסוים למצב שבו עיקר הנכסים שבניהולו מנוהלים במסגרת הוסטינג. מצב זה, שאינו קיים כיום בשוק, עשוי להביא גם מנהלי קרנות שאינם פעילים כיום בתחום ההוסטינג להיכנס לפעילות זו ולפתח את הידע והתשתיות התפעוליות הנדרשים לשם כך. מודל זה מאפשר למנהלי הקרנות לשמר יכולת פיקוח אפקטיבית תוך שמירה על מסגרת של "הגנת הינוקא" לגופים קטנים וחדשים.

מבחינת מנהלי תיקים: ההשלכה היא שהיקף פעילותם ונגישותם לשוק פעילות הוסטינג יהיה תלוי במדרגת השווי שאליה הם משתייכים. חברות ניהול תיקים קטנות יוכלו להיכנס לשוק בהדרגה, אך עם הגדלת הנכסים המנוהלים הן יחויבו לעמוד בחובות רגולטוריות הולמות, דומות לאלו החלות על מנהלי קרנות. בכך, חלופה זו מחדדת את הגבול בין פעילות מנהלי תיקים לבין מנהלי קרנות ומקטינה את פערי הפיקוח והסיכון הקיימים כיום, אך במקביל יוצרת חוסר יציבות עבור מנהלי תיקים כאשר ההיקף שלהם תלוי בגורמים חיצוניים כמו ביקושים וערכי נכסים בקרנות.

להלן טבלה המסכמת את המדרגות על פי החלופה הראשונה לאחר הטמעת השינויים מההערות הציבור :

מודל האירוח				
סיכון	דרישות וחובות לקבוצה זו	תנאי הסף- שווי נכסים מוחזק בקרנות	הקבוצות	דרישות סף מינימליות כדי להיכנס למודל
צמצום הסיכון לאור גידור שווי הנכסים המוחזק בציבור		מתחת ל1 מיליארד ש"ח	חברות עם היקף פעילות מוגבל	על חברת ניהול תיקים המעוניינת לשמש כמנהל השקעות חיצוני לקרן נאמנות לעמוד בתנאי הסף הבאים: 1. קיומה של פעילות ניהול תיקים למול לקוחות קמעוניים לאורך זמן בחברת ניהול התיקים. 2. <u>דרישת ניסיון-</u> א. ותק בניהול כספי אחרים, תוך התייחסות ספציפית לוותק והניסיון בניהול השקעות בקרנות; ב. ותק, ידע ומומחיות מקצועית רלוונטיים לניהול סוג הקרן ואפיק ההשקעה, בשים לב לסיכונים הגלומים בהם. ג. מהימנות
עליה בסיכון וביכולת הפיקוח לאור הגידול בשווי הנכסים ולכן צמצום הסיכון באמצעות הוספת חובות פיקוח מסוימות.	לאחר עמידה בשווי האמור במשך 75% מהזמן מתוך תקופה של שנתיים : 1. דרישה לניהול מנהל סיכונים בחברה ועמידה בהוראת ניהול סיכונים - על מנהל הסיכונים לתכלל את כל סיכוני החברה, לרבות ובפרט אלו הקשורים לניהול ההשקעות בקרנות (סיכון אשראי, נזילות וכו'). 2. מנהל הקרן המארח ידרש להקצות שעות ביקורת פנים לבחינת התנהלות כל הוסינג שבקבוצה זו בהיבטים שונים.	מעל 1 מיליארד ש"ח ועד 3 מיליארד ש"ח	חברות עם היקף פעילות ניכר	
עליה בסיכון וביכולת הפיקוח לאור הגידול בשווי הנכסים ללא פיקוח ישיר מוצרי כפי שנעשה ביחס לניהול נכסים בהיקף זה על ידי מנהל הקרן ולכן צמצום הסיכון באמצעות הוספת חובות מוגבלות בדומה לאלו החלות על מנהל קרן.	לאחר עמידה בשווי האמור במשך 75% מהזמן מתוך תקופה של שנתיים : מנהל הקרן יוודא ויפקח על עמידת חברת ניהול התיקים בדרישות המוגדרות עבור חברות ניהול תיקים המשתייכות למדרגה השנייה. בנוסף, ידרש מנהל הקרן לוודא ולפקח, כתנאי להתקשרות, כי חברות ניהול התיקים המשתייכות למדרגה זו עומדות באופן מלא בדרישות החוק החלות על מנהלי קרנות, לרבות דרישות הנוגעות לממשל תאגידי, ניהול סיכונים, הון עצמי, ביטוח ומערכת אמצעים להבטחת ניהול הקרן לפי הוראות החוק, הוראות הסכם הקרן והתחייבויות על פי תשקיף. בנוסף, תיקבע תקופת הסתגלות של שישה חודשים טרם החלת מלוא החובות החלות על גופים המסווגים במדרגה השלישית, וזאת כדי לאפשר היערכות מתאימה ליישום הדרישות.	מעל 3 מיליארד ש"ח	חברות עם היקף נכסים משמעותי	
	לאחר עמידה בשווי האמור במשך 75% מהזמן מתוך תקופה של שנתיים : מנהל הקרן לא יוכל להתקשר עם חברת ניהול תיקים במסגרת מודל ההוסינג.	מעל 5 מיליארד ש"ח		
	החרגה-			
	מנהל הקרן אינו נדרש לסיים התקשרותו עם חברת ניהול תיקים על אף שעמדה בתנאים הקבועים בסעיף זה ובלבד שהיא חברה אחות בקבוצת מנהל הקרן וזהות ותמהיל החזקות בכל אחת מהחברות זהה.			

2.3 חלופה מספר 2 – קציבת תקופת מתן שירות במודל האירוח

חלופה זו מציעה להגביל את פרק הזמן שבו חברות ניהול תיקים יהיו רשאיות לנהל קרנות תחת פעילות ההוסטינג. בחלופה זו מוצע לקבוע עיקרון מרכזי לפיו מנהל קרן רשאי להתקשר עם חברת ניהול תיקים למתן שירות בפעילות ההוסטינג למשך תקופה קצובה שלא תעלה למשל על פרק זמן של חמש שנים. הגבלת התקופה מאפשרת למנהל הקרן להפעיל פיקוח אפקטיבי ולמלא את חובת הזהירות החלה עליו, תוך הבטחת צבירת ניסיון מקצועי של חברת ניהול התיקים והימנעות מיצירת מסלול קבוע או עקיפת ההסדרים הקבועים בדיון.

הרציונל בבסיס חלופה זו הוא יצירת אחידות מבנית בשוק ניהול הקרנות, והבטחת פיקוח מלא, אפקטיבי וישייר על מי שבפועל מנהל השקעה משותפת בניירות ערך תחת תחולת חוק הקרנות. קביעת תקופה של חמש שנים משקפת איזון בין הצורך לאפשר לחברת ניהול תיקים חדשה לצבור ניסיון מקצועי והיכרות עם מנגנוני הפיקוח, לבין הצורך למנוע יצירת מסלול מתמשך העשוי להקשות על הפיקוח ועל שמירה על חובות מנהל הקרן לפי הדיון.

דרישות הרגולציה על פי חלופה זו יתבצעו כך שבמהלך פעילות ההוסטינג בחמש השנים הראשונות, לא יחול שינוי בדרישות הרגולציה הקיימות. בתום התקופה מנהל הקרן לא יהיה רשאי להמשיך בהתקשרות עם אותה חברת ניהול תיקים.

היתרון של חלופה זו הוא פשטות הכלל שנקבע ויצירת וודאות לחברות ניהול התיקים המנהלות קרנות בפעילות ההוסטינג.

החיסרון העיקרי הוא שמודל זה הינו יחסית מחמיר, אינו מאפשר גמישות וקובע כלל אחיד וברור לכל חברה מבלי להתחשב בהיקף הנכסים המנוהל. כמו כן, יתכן כי שימוש בחלופה זו יפגע במוטיבציה של מנהלי תיקים להיכנס לתחום לאור תקופת הזמן המוגבלת ובכך אף תוביל לצמצום התחרות בענף. כמו כן, חלופה זו עלולה לגרום לנזק כלכלי לחברות ניהול תיקים המעוניינות להמשיך לפעול לאחר תום התקופה: אם היקף הנכסים שלהן אינו עולה על סף מסוים, הן עשויות להיכנס לשוק בתנאים בלתי רווחיים או כסובלות מסיכון כלכלי משמעותי, מצב העלול לפגוע הן בחברות עצמן והן ביציבות השוק הכללית.

חסרונות נוספים שעלולים להיות למנהל הקרן בחלופה זו הם למשל פיתוח והשקעה במשאבי התקשרות שנועדה לתקופה קצובה בלבד ואינה בהכרח כדאית עסקית עבור מנהל הקרן. כמו כן, האינטרס של מנהל הקרן להעניק קורת גג למנהל התיקים בתקופה קצובה של זמן, אינו גבוה משום שברור שבסוף התקופה מנהל התיקים יהפוך להיות מנהל קרן מתחרה.

יצוין כי הדרישות הכלליות הנוגעות להליך ההתקשרות והפיקוח השוטף של מנהל הקרן על חברת ניהול התיקים, יחולו גם בחלופה זו.

השלכות חלופת קציבת תקופת מתן שירות במודל האירוח

השלכות על מנהלי קרנות: חלופה זו מגבילה את התקופה שבה מנהל קרן יכול להתקשר עם חברת ניהול תיקים למתן שירותים בפעילות ההוסטינג. המשמעות היא שמנהלי קרנות יהיו חייבים לפקח על חובותיהם לאורך פרק זמן מוגבל ולהיערך מראש לסיום ההתקשרות. היתרון למנהלי הקרנות הוא פיקוח יותר אפקטיבי, הימנעות ממצב שבו גורם חיצוני מצטבר ומקבל אחריות בלתי מידתית על נכסי ציבור, ושמירה על שליטה ישירה ברמת הסיכון והפיקוח. מצד שני, החיסרון הוא פגיעה

בפוטנציאל ההשקעה במשאבים לטווח ארוך עם מנהלי תיקים, עלויות גבוהות יותר להחלפת גורמים חיצוניים כל מספר שנים, ופגיעה במוטיבציה של מנהלי תיקים להתחייב לפעילות לאורך זמן. בנוסף, קביעת כלל אחיד מבלי להתחשב בהיקף הנכסים של מנהל התיקים או גודל הקרנות עלולה להגביל את הגמישות של מנהלי הקרנות בניהול תיקי השקעות וקרנות.

השלכות על מנהלי תיקים: למנהלי תיקים חלופה זו יוצרת מגבלה ברורה על משך הזמן שבו הם יכולים לפעול במודל ההוסטינג, מה שעלול לפגוע בתכנון עסקי, בהשקעה בצבירת ניסיון ובהתרחבות הפעילות. מנהלי תיקים עשויים להימנע מהתחלת פעילות בתחום אם הם יודעים שהתקשרותם מוגבלת בזמן, מה שעלול לצמצם את התחרות בשוק. בנוסף, ההגבלה על תקופת פעילות ההוסטינג יכולה להקשות על מנהלי תיקים לפתח מוניטין ומסלול לצמיחה למנהל קרן עצמאי, ולהגביר את חוסר הוודאות הכלכלית, במיוחד עבור חברות קטנות או חדשות. כמו כן, חלופה זו אינה נותנת מענה למנהל תיקים שעושה שימוש בניהול קרנות רק עבור לקוחות ניהול התיקים שלו. עם זאת, ההגבלה מגבירה את אחריותם המקצועית לפרק הזמן הנתון ומסייעת להבטיח כי הצמיחה והניסיון שיצטברו תהיה מסודרת ומפוקחת.

ב. ניתוח, השוואת החלופות וחלופה הנבחרת-

טבלת השוואה:

קריטריון	חלופת האפס – הותרת המצב הקיים	חלופה 1 – מודל אירוח מדורג	חלופה 2 – חובת מעבר מלא לניהול קרנות לאחר 3 שנים
א. תיאור החלופה	ללא שינוי במצב הקיים. מנהלי תיקים חיצוניים ימשיכו לנהל קרנות תחת רישיון ניהול התיקים. הפיקוח יישאר ביד מנהל הקרן המארח לפי הדיו הקיים.	מנהלי תיקים חיצוניים נחלקים לשלוש מדרגות בהתאם לסך שווי נכסים מנוהל במודל ההוסטינג אצל מנהל הקרן ("היקף פעילות מוגבל", ניהול תיקים למתן שירות במודל התיקים. הפיקוח יישאר ביד מנהל הקרן המארח לפי הדיו הקיים.	מנהל קרן רשאי להתקשר עם חברת ניהול תיקים חיצונית, תוך שמירה על חובת מעבר מלא לניהול קרנות לאחר 3 שנים.
ב. תועלות	שמירה על תחרותיות ומגוון שחקנים. גמישות רגולטורית המעודדת חדשנות והתמחות. חסמי כניסה נמוכים המאפשרים גם לגופים קטנים וחסרי ניסיון להיכנס לשוק.	מסלול הסתגלות הדרגתי: מאפשר כניסה רכה לשוק לצד הקטנת סיכונים. חסמי כניסה נמוכים עם דרישות מקצועיות מינימליות. שמירה על תחרותיות תוך צמצום פער רגולטורי. הגנה פרופורציונלית יותר על חסמי הכניסה.	אחידות רגולטורית מלאה. פיקוח שוויוני על כל הגופים. חיזוק ההגנה על חסמי כניסה נמוכים. הגברת אמון הציבור בשוק.
ג. עלויות (נטל רגולטורי)	החובות נותרות מצומצמות לכלל מנהלי התיקים, ללא הבחנה בהיקף הפעילות. מנהלי הקרנות המארחים נושאים בנטל פיקוחי כבד, שאינו אפקטיבי במלואו.	גידול מדורג בדרישות לפי היקף הנכסים: במדרגה נמוכה - דרישות בסיסיות בלבד; במדרגה בינונית - דרישות ניהול סיכונים וביקורת פנים; במדרגה הגבוהה - דרישות זהות למנהל קרן. נטל רגולטורי שגדל בהדרגה.	לפי דרישות הרגולציה בחמש השנים הראשונות, לא יחול שינוי בדרישות הרגולציה הקיימות. בתום חמש השנים מנהל הקרן לא יהיה רשאי להמשיך בהתקשרות עם אותה חברת ניהול תיקים.

ד. השפעות על התחרות	מחד, שימור תחרות גבוהה וכניסת שחקנים קטנים. מאידך, פגיעה בשוויון בין המתחרים ויתרון לא הוגן למנהלי תיקים ביחס למנהלי קרנות.	בטווח הקצר - הכנסת שחקנים קטנים ומגוונים תוך בקרה הדוקה יותר. בטווח הארוך - יצירת שוק מאוזן יותר, שבו היתרון הרגולטורי של מנהלי תיקים מצטמצם ודרישות גדלות בהתאם להיקף הפעילות.	בטווח הקצר- ירידה בתחרות עקב קושי של חברות קטנות לשרוד. בטווח הארוך- שוק הוגן ושקוף שבו כולם מתמודדים באותם תנאים.
---------------------	---	---	--

באשר לחלופת האפס - המשך המצב הקיים, כאמור לעיל, התרחבות פעילות ההוסטינג מעוררת שאלות הנוגעות לסיכונים הקיימים בפעילות זו ולהשלכתה על הגנת המשקיעים, שכן הגורם המנהל את ההשקעות בפועל אינו כפוף לדרישות החלות על מנהל קרן לפי חוק הקרנות ועל אף אחריותו המשפטית של מנהל הקרן לא נקבעה מסגרת נורמטיבית המחייבת הכוללת כללים לפיקוח באופן אפקטיבי על הפעילות. כמו כן, נראה כי גם האסדרה הקיימת עתה אינה ברורה מספיק לפועלים בתחום ובפועל קיים שוני ביניהן הן באופן ההתקשרות והן באופן הפיקוח של מנהל קרן על חברת ניהול תיקים עמה התקשר.

באשר לחלופה מספר 2 - קציבת תקופת מתן שירות במודל האירוח, קציבת מתן השירות במודל ההוסטינג משמעותה צמצום אפשרויות מתן השירות למנהלי קרנות הרואים בו ערך, ופגיעה פוטנציאלית בתחרות בענף. עבור חברות ניהול התיקים, ההגבלה בזמן יוצרת חוסר יציבות עסקית ועלולה להוות חסם כניסה לשחקנים חדשים למודל ההוסטינג. כמו כן, ההגבלה עלולה להוביל לכך שחברות אלו ייכנסו לפעילות בתנאים בלתי רווחיים, ובנסיבות מסוימות תתמרץ אותן לקחת סיכונים מוגברים במטרה לייצר בולטות בתשואות ולמשוך משקיעים, על מנת להגדיל את שווי הנכסים המנוהלים טרם סיום תקופת פעילות ההוסטינג והפיכתם למנהלי קרנות עצמאיים. מצב זה עלול לפגוע הן ביציבות השוק והן ביציבות הפיננסית של החברות המשתתפות במודל ההוסטינג. כמו-כן, עבור מנהלי הקרנות התקשרות לתקופה קצובה עלולה לפגוע בכדאיות ההתקשרות ובנכונות לפעול במודל זה.

באשר לחלופה מספר 1 - החלת חובות באופן הדרגתי, מן הניתוח וההשוואה לעיל, עולה על פניו כי החלופה הקובעת החלת חובות באופן הדרגתי היא המאוזנת ביותר מבין החלופות ומוצע לבחור בה, שכן היא מאפשרת ליישם את היתרונות בשירות ניהול השקעות אך גם לצמצם את הסיכון הכרוך בו. המודל המדורג שבחלופה 1 מצמצם את הפער הרגולטורי מבלי לחסום לחלוטין את דרכם של שחקנים קטנים, ומאפשר שמירה על רמת תחרות לצד התאמה הדרגתית של החובות ושיפור מתמשך של מנגנוני הפיקוח. המודל מעניק לחברות קטנות מסלול התפתחות מבוקר, תוך החלת חובות מחמירות יותר ככל שהיקף הנכסים המנוהל גדל. בכך נשמרת הגנה נאותה על ציבור המשקיעים, ומצומצם החשש מניהול קרנות בהיקף מהותי תחת פיקוח חלקי בלבד. הדרישות מתפרסות באופן הדרגתי ומבוקר, מצמצמות זעזועים אפשריים בשוק ומאפשרות ניהול מיטבי של משאבים. לצד זאת, נשמרים חסמי כניסה נמוכים יחסית עבור שחקנים קטנים, דבר המעודד חדשנות, התמחות מקצועית וגיוון שחקנים בשוק ההשקעות, ותורם למניעת ריכוזיות יתר.

פרק ב - פעילות יועץ חיצוני לקרן

חלק א- ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית

א. רקע

סוגיה נוספת שהתפתחה בשוק הקרנות נוגעת לשימוש ביועצים חיצוניים לקרנות נאמנות, בין אם מדובר בחברה או ביועץ יחיד. בהתאם להוראות חוק הקרנות, יועץ חיצוני לקרן, בשונה ממנהל השקעות, אינו נדרש להחזיק ברישיון מטעם רשות ניירות ערך, ובלבד שאינו מקבל החלטות השקעה בפועל ואינו מבצע פעולות השקעה בקרן, אלא נותן למנהל הקרן המלצות השקעה במסגרת ניהול השקעות הקרן.

מנגנון זה נועד לאפשר למנהלי קרנות להסתייע בגורמים בעלי מומחיות מקצועית בתחומים ייחודיים או מורכבים כדוגמת אסטרטגיות גידור, ESG, תחום האנרגיה הירוקה, פעילות בסקטורים מסויימים או בשווקים זרים, לצורך המלצות השקעה וקבלת החלטות השקעה בקרן. הסתייעות זו נועדה לשפר את תהליך קבלת ההחלטות באמצעות נקודות מבט נוספות, גישות השקעה מגוונות ותובנות מקצועיות, ובאופן זה להגדיל את הערך עבור ציבור המשקיעים. ליועץ חיצוני עשוי להיות חלק משמעותי בתהליך קבלת החלטות השקעה בקרן, וזאת אף שהוא אינו נדרש להחזיק ברישיון לפי חוק הייעוץ. יובהר כי אין מדובר בקבלת מידע, מחקר או ניתוחים כלליים, אלא בהסתייעות בגורם חיצוני לצורך גיבוש המלצות השקעה קונקרטיות למנהל הקרן במסגרת ניהול השקעות הקרן.

על פי סעיף 3(א)(11) לחוק הייעוץ, ייעוץ או שיווק השקעות הניתן ללקוח כשיר ובכלל זה מנהל קרן וקרן נאמנות¹⁵ אינו מחייב רישיון לפי החוק, ומאפשר לגורמים ללא רישיון לפעול כיועצים¹⁶ לקרנות נאמנות באופן חוקי ולגיטימי. עם זאת, סעיף 3(א)(2) לחוק הייעוץ קובע כי מי שעוסק בייעוץ השקעות כאמור ללא רישיון, יחולו עליו הוראות פרק ג' לחוק, למעט חריגים שנקבעו בו, וזאת כאילו היה בעל רישיון. בנוסף, נקבעה חובת גילוי ללקוח בדבר היעדר רישיון.¹⁷

לפיכך מחיל חוק הייעוץ על מתן השירותים בידי היועץ לקרן הנאמנות, שורה של חובות מהותיות, ובכלל זה חובת האמון הקבועה בסעיף 11, מגבלות על ניגוד עניינים כאמור בסעיף 15, איסור קבלת תמריצים בהתאם לסעיף 17, חובת הסודיות המעוגנת בסעיף 19 וכן חובת הזהירות הקבועה בסעיף 20. חובות אלה נועדו להבטיח כי גם כאשר השירות ניתן על ידי יועץ שאינו בעל רישיון, הוא יינתן באופן מקצועי, הוגן ונטול שיקולים זרים, בהתאם לכללי האמון והזהירות הקבועים בחוק הייעוץ.

¹⁵ ראו פרט 1 לתוספת הראשונה לחוק הייעוץ.

¹⁶ לענייננו למעשה כמשווקים ללקוח כשיר אך ככלל, נשתמש בנר זה בלשון של "ייעוץ לקרן".

¹⁷ 3(א)(2) על אף הוראות פסקה (11) של סעיף קטן (א), מי שעוסק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות או בניהול תיקי השקעות כאמור באותה פסקה בלי שיש בידו רישיון לפי חוק זה –
(1) יחול לגביו הוראות פרק ג', למעט סעיפים 12, 13, 14, 16 ו-18, כאילו היה בעל רישיון ולגבי מי שעוסק בניהול תיקי השקעות – גם הוראות פרק ד', למעט סעיף 24; שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, רשאי לקבוע פטור מהוראות נוספות לגבי השירותים האמורים, כולן או חלקן, הניתנים לגבי כלל הלקוחות הכשירים או לגבי סוג מסוים שלהם;
(2) יודיע ללקוח שלו הוא נותן שירותים קודם להתקשרות עמו, כי הוא אינו בעל רישיון, ואם היה בעבר בעל רישיון – יציין גם את הנסיבות שבשלן חדל להיות בעל רישיון, וכן יציין בהודעתו אם הוא מבוטח בביטוח כנדרש מבעל רישיון לפי הוראות חוק זה.

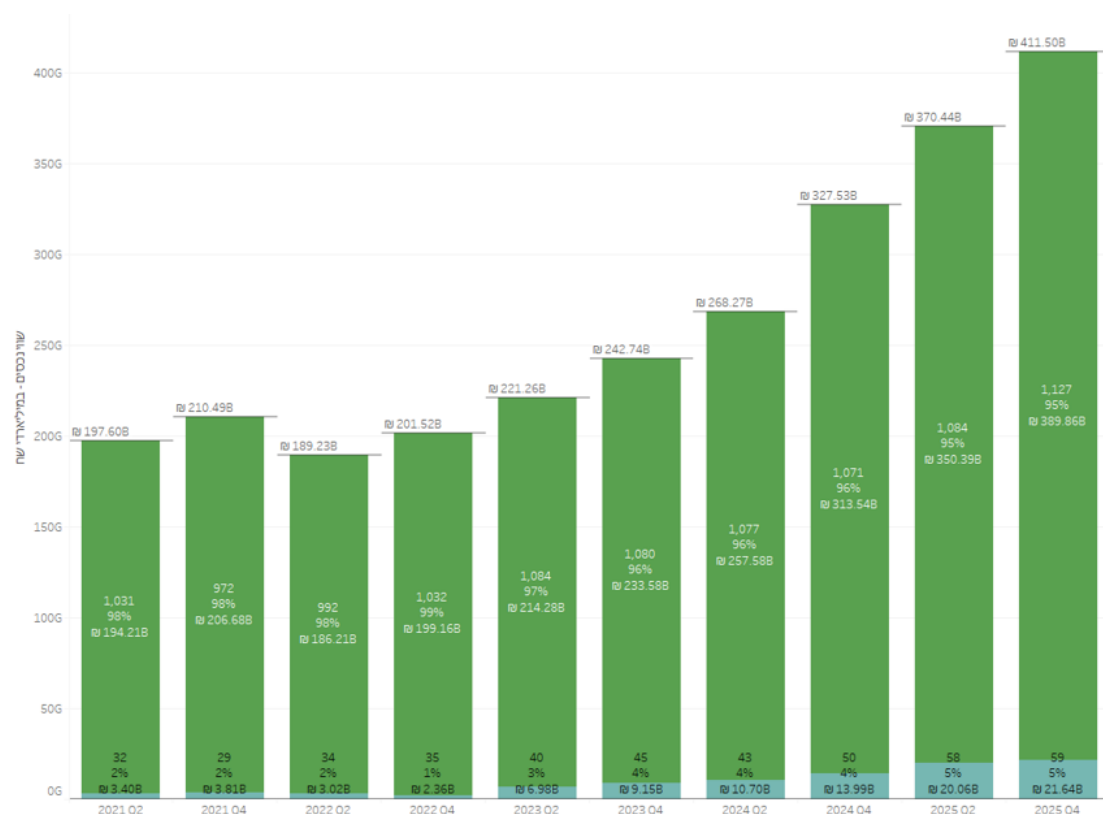
כמתואר לעיל, פעילותו של יועץ חיצוני לקרן, אף שאינו רשאי לקבל החלטות השקעה בעצמו, עשויה להיות בעלת השפעה מהותית על החלטות ההשקעה המתקבלות בפועל. לפיכך, סוגיות של ניגודי עניינים הרלוונטיות לניהול ההשקעות בקרן, עשויות להיות רלוונטיות במידה משמעותית גם ביחס ליועץ חיצוני.

לאור האמור, עלה הצורך לבחון חלופות רגולטוריות שונות שיספקו מענה ראוי לפערים הקיימים, לרבות הסדרה ייעודית של פעילות היועצים החיצוניים, קביעת מגבלות על אופן השימוש ביועצים, והחלת דרישות התאמה, בקרה וניהול ניגודי עניינים בהתאם למהות הפעילות והשפעתה בפועל כל ניהול נכסי הקרן.

ב. זיהוי הבעיה וסיבותיה

בשנים האחרונות חלה מגמת עליה הן במספר קרנות הנאמנות שבניהול השקעותיהן נעשה שימוש ביועץ חיצוני, והן בשווי הנכסים של קרנות אלה. בין השנים 2020 ל-2025 עלה מספר הקרנות הנעזרות ביועץ חיצוני מ-28 קרנות בשנה ל-57 קרנות, כאשר השווי הכולל של נכסי הקרנות זינק מכ-1.7 מיליארד ש"ח לכ-20 מיליארד ש"ח. נתונים אלו מעידים על התחזקות המגמה לשילוב ייעוץ חיצוני בניהול קרנות נאמנות.

גרף 2- גידול במספר הקרנות ובשווי הנכסים להן יועץ חיצוני בשנים 2020-6/2025



ניתן לראות מהגרף הן גידול בשיעור ובמספר הקרנות המיועצות לאורך השנים (עליה מ-1% בסוף שנת 2022 לכ-5% בסוף שנת 2025) והן גידול בשיעור ובשווי הקרנות המיועצות ביחס לקרנות האקטיביות (עליה מ-1.5% בסוף שנת 2022 לכ-5.5% בסוף שנת 2025).

כאמור, שילוב יועצים חיצוניים בניהול קרנות נאמנות טומן בחובו יתרונות משמעותיים ויכול להוסיף ערך למשקיעים - באמצעות מומחיות בתחומים ייחודיים וגיוון דעות. עם זאת, כאשר

מדובר ביועץ חיצוני שאינו בעל רישיון מכוח חוק הייעוץ, ואשר במקרים מסוימים המלצות ההשקעה שלו מהוות גורם מרכזי המשפיע על קבלת החלטות ההשקעה בקרן, מתעורר פוטנציאל ממשי לניגוד עניינים בין היועץ החיצוני שאינו נתון לפיקוח רגולטורי כבעל רישיון ובין האינטרס של בעלי היחידות בקרן. יועצים חיצוניים פועלים לעיתים במקביל בתחומים נוספים בשוק ההון, לרבות ניהול תיקי השקעות פרטיים, ניהול קרנות פרטיות, מתן שירותים לגופים מוסדיים, פעילות השקעה עצמית או קשרים עסקיים עם גורמים שונים, אשר עשויים ליצור ניגודי עניינים מהותיים.

במהלך 2025–2026 נערכה ביקורת שעניינה ההתקשרויות בין מנהלי קרנות נאמנות לבין יועצים חיצוניים (להלן: "ממצאי הביקורת על יועצים חיצוניים"), אשר בחנה, בין היתר, את ניהול ניגודי העניינים ואת אופן הפעלת שיקול הדעת העצמאי בקבלת החלטות השקעה. ממצאי הביקורת העלו חשש להישענות יתר על המלצות היועצים החיצוניים, באופן שעלול לפגוע בעצמאות שיקול הדעת של מנהל הקרן. במצב שבו המלצות היועץ מיושמות בשיעור גבוה ועקבי, השפעתו על החלטות ההשקעה עשויה להיות מהותית ואף מכרעת. נתון זה עשוי להעצים את הסיכונים הנובעים מניגודי עניינים המובנים במערך ההתקשרות.

ממצא נוסף שעולה מדוח הביקורת הוא שמנהלי הקרנות לא עומדים בהוראת החוק כפי שיפורט להלן: מהדוח עולה שהדיונים בדירקטוריון בניגודי העניינים של יועצים חיצוניים לרוב לא מתקיימים וככל שהם מתקיימים, לא נמצאו כלל דיונים קונקרטיים והתייחסות לעסקה או סוגי עסקאות בהם היועץ החיצוני עלול או מצוי בניגוד עניינים וזאת בניגוד לקבוע בסעיף 18(6) לחוק הקרנות. נוסף על כך, מן הביקורת עולה כי אף שבחלק ממנהלי הקרנות קיימות הצהרות חוזיות בדבר היעדר ניגודי עניינים ואף כללו התחייבות לעדכון בעת שינוי נסיבות, הבדיקה של מנהל הקרן מתמזה בעיקר בהצהרות אלה, ללא בחינה עצמאית של פעילותו העסקית של היועץ וללא בדיקה תקופתית כאמור. לפיכך, קיים חשש כי ניגודי עניינים קיימים או פוטנציאליים אינם מזוהים ומנוהלים באופן מספק. עוד נמצא כי תהליכי הבחינה המקדמית של התאמת היועצים החיצוניים אינם אחידים, והם נשענים בעיקר על התרשמת אישית או היכרות מקצועית. כמו כן, היבטים הנוגעים למהימנות וקיומם של ניגודי עניינים אינם נבחנים תמיד באופן שיטתי ומתועד.

ממצאים אלה מקבלים משנה תוקף כאשר מדובר ביועצים חיצוניים שאינם בעלי רישיון לפי חוק הייעוץ, אשר אינם כפופים להליך רישוי מקדים ולבדיקות התאמה הנערכות על ידי הרשות כתנאי לקבלת רישיון. במצב זה, האחריות לבחינת התאמתו של היועץ, מהימנותו וקיומם של ניגודי עניינים חלה במלואה על מנהל הקרן. ואולם, מן הביקורת עולה כי גם לאורך חיי ההתקשרות מרבית מנהלי הקרנות אינם מקיימים ניטור יזום ושיטתי של יועצים חיצוניים שאינם בעלי רישיון, ומסתמכים בעיקר על חובת הדיווח של היועץ עצמו.

לצד האמור, היעדר תיעוד מספק של שיקולי קבלת החלטות ההשקעה אגב היעוץ שהתקבל, יחד עם שיעור יישום גבוה של המלצות היועצים ללא בחינה מהותית מתועדת, מקשים להבחין בין הסתייעות מקצועית לגיטימית לבין מצב שבו מועבר מהותית ניהול ההשקעות לגורם חיצוני שאינו בעל רישיון ושאינו כפוף לפיקוח מלא מצד הרשות.

מכלול ממצאים אלה מצביע על הצורך להרחיב ולהעמיק את מנגנוני הבדיקה, הבקרה וניהול ניגודי העניינים החלים על יועצים חיצוניים, ובפרט על יועצים שאינם בעלי רישיון. לפיכך, **נדרש לעגן בהוראה ייעודית את אופן ההתקשרות וביצוע בדיקות מעמיקות הנוגעות למהימנותם וכשירותם**

של היועצים החיצוניים לרבות בעלי שליטה, נושאי משרה וכל גורם השותף ליועץ ההשקעות לקרן, ואת מנגנוני הפיקוח החלים עליהם, תוך שימת דגש מיוחד על האחריות המוגברת של מנהל הקרן ביחס ליועצים אלה.

חלק ב' – בחינת חלופות

א. גיבוש וניסוח חלופות

נראה כי נדרשת התערבות רגולטורית שתאפשר למנהלי קרנות להסתייע ביועצים חיצוניים, הן כאלה שאין ברשותם רישיון והן בעלי רישיון, תוך קביעת כללים אחידים שיבטיחו את עמידתם בחובות הקבועות במסגרת חוק הייעוץ. מטרת ההתערבות היא לאפשר המשך שימוש בכלי ההתייעצות כמקור לידע מקצועי והעשרה למנהלי הקרנות ולשוק, תוך הבטחת התקשרות ראויה שאינה פוגעת בבעלי היחידות בקרן.

כאמור, ללא קשר לחלופות ולאופן הטיפול בסוגיה, יועץ חיצוני המספק למנהל הקרן ייעוץ והמלצות השקעה לצורך קבלת החלטות השקעה בקרן מסוימת, מחויב לעמוד בכל הוראות הדין החלות עליו במתן שירות זה. ובאופן ספציפי, החובות המנויות בסעיפים 11, 15, 17 ו-20 לחוק הייעוץ, המתייחסות, בין היתר, לחובות אמון, חובת זהירות והימנעות מניגוד עניינים.

להלן יפורטו הסוגיות והחלופות העיקריות אשר נבחנו על ידי סגל הרשות:

1. חלופת האפס

בחלופה זו נותר מודל הייעוץ למנהל הקרן, כפי שהוא כיום, ללא כל שינוי. כיום, מנהל קרן רשאי להתקשר עם כל גורם ולקבל ממנו שירותי ייעוץ השקעות לקרן, כאשר התקשרות כאמור אינה גורעת מאחריותו המלאה והבלעדית לניהול הקרן ולפעילותה בהתאם לדין. אולם הדין הקיים אינו מציב מגבלות רגולטוריות ביחס לזהות היועץ, היקף פעילותו או טיב ההתקשרות עמו מעבר לחובות האמון והזהירות הכלליות החלות על מנהל הקרן והנאמן. היתרון המרכזי בחלופה זו הוא חופש הפעולה הרחב שניתן למנהל הקרן, המאפשר לו לבחור גורם מקצועי המעשיר את תהליך קבלת ההחלטות בהתאם לשיקול דעתו המקצועי וללא חסמים רגולטוריים המגבילים את הבחירה. גמישות זו תורמת לגיוון מקורות הידע ולהתאמת היעוץ לכל קרן ספציפית. עם זאת, חסרונה המשמעותי של חלופה זו נעוץ בהיעדר הסדרה אחידה של תהליכי ההתקשרות, ובכלל זה היעדר חובות מפורשות לביצוע בדיקת נאותות לעניין מהימנותו וכשירותו של היועץ החיצוני. בנוסף, נראה שהחובה הסטטוטורית הקיימת היום לקיום דיון בדירקטוריון עבור כל עסקה העלולה להיות בניגוד עניינים, לא מתקיימת, ודרישה ליישום באופן מלא כאמור עלולה לפגוע ביעילות התהליך ובהיתכנותו המעשית. מצב זה עלול להוביל לביצוע עסקאות בניגוד עניינים, העדפת אינטרסים חיצוניים על פני טובת מחזיקי היחידות, לפגוע בהגנת המשקיעים ולערער את אמון הציבור בשוק.

בהתאם לחלופה זו אכיפת החובות החלות על היועץ לקרן תסתכם בהיבט חוק הייעוץ כפי שהוא חל על נותן שירות ללקוח כשיר ללא רישיון, ולכן מנגנוני הבקרה על ניגודי עניינים נשארים מצומצמים.

2. **חלופה מספר 1- החלת חובה לפיתוח מנגנונים למניעת התממשות ניגודי עניינים בקשר למתן הייעוץ לקרן.**

בחלופה זו, מנהל הקרן נדרש כבר בשלב ההתקשרות עם היועץ החיצוני, לבחון את פוטנציאל קיומם של ניגודי העניינים ולפתח מנגנונים מתאימים להתמודדות עימם, על מנת למנוע את התממשותם. מטרת מנגנונים אלו היא להבטיח כי מנהל הקרן יקבל החלטות השקעה בקרן תוך שהוא מודע לניגודי העניינים, ככל וקיימים, ומסוגל להתמודד עם קיומם והשלכותיהם האפשריות. ככל שקיים פוטנציאל לניגוד עניינים מצד היועץ מנהל הקרן מודע לכך ומסוגל לנטרל את השפעת ניגוד העניינים על המלצות ההשקעה שמקבל מנהל הקרן מהיועץ או שלא לפעול על פי המלצת היועץ לנוכח היותה נגועה בניגוד העניינים. לשם כך, מנהל הקרן יידרש לקיים בדיקות מקדימות ומעמיקות מעבר לאלו הנוגעות למהימנותו וכשירותו של היועץ החיצוני לרבות בעלי שליטה ונושאי משרה בו וכל גורם השותף לייעוץ ההשקעות לקרן, לבחון היבטי ניגוד עניינים עוד בשלב בחירת היועץ ולגבש מנגנוני פיקוח ובקרה שוטפים הכוללים דיווחים מהיועץ לגבי אחזקותיו, קשריו העסקיים ופעילויות נוספות שעשויות ליצור ניגוד עניינים.

היתרון בחלופה זו הוא התמודדות עם פוטנציאל ניגוד עניינים אשר במקרים מסוימים עלול להגדיל את רמת הסיכון ולהוביל להחלטות השקעה שאינן מיטיבות עם מחזיקי היחידות בקרן. יחד עם זאת, חלופה זו שומרת על איזון ראוי בכך שאינה מטילה מגבלות רחבות היקף על עצם ההתקשרות עם יועצים חיצוניים שבפועל עלולות למנוע את אפשרות קיומה. בדרך זו נשמרת האפשרות להיעזר בגורמים מקצועיים מגוונים תוך שמירה על ציבור המשקיעים.

החיסרון בחלופה זו הוא שבמקרים מסוימים, הימנעות מביצוע פעולה אשר עשויה לחסות תחת פוטנציאל ניגוד עניינים, עלולה להגביל את הגמישות של הקרן לנקוט בפעולות השקעה אטרקטיביות או מידיות.

חלופה מספר 2- דרישת רישוי

חלופה זו מציעה להתייחס לייעוץ לקרן באופן דומה לניהול השקעות במודל ההוסטינג, תוך קביעה בחוק כי לשם ייעוץ השקעות למנהל קרן יידרש רישיון ייעוץ השקעות.

בדומה למתווה פעילות ההוסטינג המחייב התקשרות של מנהל קרן רק עם חברת ניהול תיקים המחזיקה ברישיון לפי חוק הייעוץ, בהתאם לחלופה זו ייקבע כי מנהל קרן יהיה רשאי להתקשר רק עם יועץ חיצוני לקרן בעל רישיון לפי חוק הייעוץ, אמנם ההחלטה הסופית לגבי פעולות ההשקעה תיוותר בידי מנהל הקרן.

כיוון שבפועל יועצים חיצוניים משפיעים באופן משמעותי על קבלת ההחלטות בקרן ולעיתים שיעור היישום של המלצותיהם גבוה כפי שניתן לראות בממצאי הביקורת על יועצים חיצוניים הרי שקיומם של יועצים שאינם בעלי רישיון מעלה סיכונים רגולטוריים

מהותיים, במיוחד בנושאי ניגודי עניינים, חובת אמון, חובת זהירות ושקיפות כלפי מחזיקי היחידות.

דרישת הרישוי נועדה להבטיח כי הגורם המשפיע על החלטות ההשקעה יעמוד ברמת פיקוח, בדיקה מקצועית ומנגנוני בקרה הדומים לאלה החלים על מנהלי השקעות רשומים, גם כאשר מדובר במתן שירות מסוג ייעוץ חיצוני. יש לציין כי בניגוד למתווה פעילות ההוסטינג, שבו מנהל התיקים נדרש להיות תאגיד המחזיק ברישיון, יועץ חיצוני לקרן עשוי להיות יחיד או חברה. ההלימה בין החובות שמוטלות על יועץ יחיד לבין אלו בפעילות ההוסטינג אינה זהה במבנה, אך המטרה היא להחיל עקרונות פיקוח, שקיפות ואחריות, כך שפעילותו של היועץ תהיה נתונה לפיקוח רגולטורי ישיר.

בדומה לחלופה שהוצגה בפרק א שלעיל, ביחס לפעילות ההוסטינג מוצע לקבוע גם בחלופה דגן מסגרת ברורה שמתייחסת, בין היתר, לאופן ההתקשרות עם היועץ החיצוני בעל הרישיון ולפיקוח השוטף עליו.

היתרון המרכזי של חלופה זו הוא יצירת אחידות ויישור קו עם המסגרת הרגולטורית הקיימת במודל ההוסטינג. אף שבפועל קיימת אבחנה בין ייעוץ לניהול השקעות, ייעוץ חיצוני יכול להיות מהותי עבור מנהל הקרן ולהשפיע על החלטות השקעה, ולכן ראוי להחילו במסגרת רגולטורית דומה. כמו כן, חלופה זו תעלה על נס את רישיון ניהול השקעות ואולי תעודד גורמים נוספים להוציא רישיון.

בנוסף, חלופה זו מונעת תמרון רגולטורי שבו גופים עלולים לעבור ממודל ההוסטינג לייעוץ כדי ליהנות מהסדרים רגולטוריים מקלים יותר.

החיסרון המרכזי והמשמעותי של חלופה זו הוא האופי המחמיר שלה, שכן היא מכתיבה כללים גורפים לכל התקשרות לייעוץ, גם במקרים בהם יועצים חיצוניים תורמים להעמקת הגיוון המקצועי ומאפשרים למנהל הקרן לקבל מומחיות בתחומים שאינם בליבת ההתמחות שלו. בנוסף, חלופה זו מבטלת את האפשרות לשימוש ביועץ בעל מומחיות שאינה מעולם ההשקעות, או ליועץ שאינו ישראלי או מחייבת את הרשות לקבוע רשימה של רישיונות ממדינות בחו"ל שיהיו מקובלים. זאת ועוד, חלופה זו אינה מביאה בחשבון כי גם על מי שמייצע למנהל קרן ללא רישיון חלות לפי חוק הייעוץ חובות משמעותיות. כמו-כן, כללים מחמירים אלו עלולים להביא לכך שגופים רבים יתקשו לעמוד בדרישות המחמירות הנדרשות ולא יוכלו להעניק כלל שירותי יעוץ לקרנות. כתוצאה מכך, מנהלי הקרנות עלולים להיתקל במגבלות משמעותיות הן בהתקשרויות קיימות והן ביצירת התקשרויות חדשות. והעדר הגמישות עלול לפגוע ביכולתם לנהל את הקרן בצורה מיטבית ובאפשרות להנות ממגוון רחב ועשיר של דעות ושירותי יעוץ כפי שקיים היום, עד כדי פגיעה באיכות ניהול ההשקעות בקרנות המיועצות כיום ואף לפירוק קרנות קיימות אשר יגרור אירועי מס כפויים.

ב. ניתוח, השוואת החלופות והחלופה הנבחרת-

טבלת השוואה:

קריטריון	חלופת האפס – הותרת המצב הקיים	חלופה 1 – פיתוח מנגנונים למניעת התממשות ניגוד עניינים בין היועץ לקרן.	חלופה 2 – חובת רישוי
----------	-------------------------------	---	----------------------

א. תיאור החלופה	שמירת מודל הייעוץ כפי שהוא כיום, ללא שינוי רגולטורי. מנהל קרן רשאי להתקשר עם כל גורם חיצוני לקבלת שירותי ייעוץ.	חובה על היועץ לפעול בזהירות, מנגנוני פיקוח ובקרה ע"י מנהל הקרן, דיווחים על החזקות, קשרים עסקיים וגילוי לניגודי עניינים או הימנעות מראש. לניהול תיקים.	התקשרות עם יועץ מחויבת לחוקים ולדרישות זהות לאלו של ניהול השקעות במודל ההוסטינג- בדיקה מוקדמת, רישיון ולעובדים, רישיון לניהול תיקים.
ב. תועלות	חופש פעולה למנהל הקרן, גיוון במקורות הידע; גמישות והקטנת חסמים לכניסה לשוק.	הימנעות מראש מניגודי עניינים, שמירה על הגנה על ציבור המשקיעים, שמירה על גמישות בהתקשרות עם יועצים.	אחידות רגולטורית, מניעת תמרון רגולטורי, התייחסות לייעוץ מהותי ככלי השפעה משמעותי על החלטות הקרן.
ג. עלויות (נטל רגולטורי)	עלות רגולטורית נמוכה, אך פיקוח על היועץ חל באופן עקיף בלבד דרך מנהל הקרן, נטל פיקוח גבוה אך לא אפקטיבי.	עלות רגולטורית בינונית- דרישה להקמת מנגנוני התקשרות, פיקוח ובקרה מצד מנהל הקרן, תהליכים מורכבים ומסורבלים, ייתכן הגבלת אפשרויות התקשרות מסוימות.	עלות רגולטורית גבוהה- כללים גורפים ומחמירים לכל התקשרות, משאבים נוספים נדרשים לפיקוח.
ד. השפעות על התחרות	מאפשר כניסה קלה לשחקנים קטנים, אך יוצר פער רגולטורי ויתרון תחרותי לא הוגן, פוטנציאל לניגוד עניינים.	שומר על מגוון יועצים מקצועיים, מגביל פוטנציאל לניגוד עניינים, השפעה מינימלית על כניסה לשוק אך משפרת אמון הציבור.	מגביל את גמישות מנהלי הקרנות, צמצום אפשרויות ייעוץ מגוונות, עשוי לפגוע בחדשנות ובכניסה של שחקנים קטנים.

באשר לחלופת האפס - המשך המצב הקיים, בהיעדר מנגנוני בקרה, דרישות גילוי, תהליכי התקשרות אחידים לרבות בדיקות מהימנות וכשירות, וכן החובה לעמוד בדרישות החוק לקיום דיון בדירקטוריון עבור כל עסקה בה עלולים להימצא בניגוד עניינים, שאינה בהכרח ישימה מבלי שקיימת חובת הימנעות מראש לצידה, עלולה להוביל להעדפת אינטרסים חיצוניים על פני טובת מחזיקי היחידות, לפגוע בהגנת המשקיעים ולערער את אמון הציבור בשוק. בכך, חלופה זו אינה נותנת מענה לסוגיות מהותיות של ניגוד עניינים ואינה מבטיחה הגנה מספקת על כספי המשקיעים.

באשר לחלופה מספר 2- דרישת רישוי, חלופה זו המבקשת להשוות בין מודל הייעוץ למודל ההוסטינג יוצרת חלופה מחמירה יתר על המידה ואינה מתאימה לאופי פעילות הייעוץ. היתרון בשימוש בייעוץ חיצוני הוא להעמקת הידע המקצועי וכגורם משלים לשיקול דעתו של מנהל הקרן ולכן החלת החובות הרגולטוריות על היועצים, שאינם גורמים מחליטים בניהול ההשקעות בקרן, עשויה להכביד ולצמצם משמעותית את היקף היצע היועצים בשוק. בנוסף, חלופה זו אינה נותנת מענה מספק לפוטנציאל ניגוד העניינים בפעילות היועצים ומהקשרים העסקיים שעשויים להשפיע על עצמאות היעוץ.

באשר לחלופה מספר 1- החלת חובה לפיתוח מנגנונים למניעת התממשות ניגוד עניינים בין היועץ לקרן, נראה כי מדובר בחלופה הסבירה והמאוזנת ועל כן מוצע לבחור בחלופה זו. במסגרת חלופה זו מנהל הקרן נדרש כבר בשלב ההתקשרות עם היועץ החיצוני, לבחון את קיומם של ניגודי העניינים ולפתח מנגנונים מתאימים להתמודדות עימם, על מנת למנוע את התממשותם. מטרת מנגנונים אלו היא להבטיח כי מנהל הקרן יקבל החלטות השקעה בקרן תוך שהוא מודע לניגודי העניינים, ככל וקיימים, ומסוגל להתמודד עם קיומם והשלכותיהם האפשריות. ככל שקיים

פוטנציאל לניגוד עניינים מצד היועץ מנהל הקרן מודע לכך ומסוגל לנטרל את השפעתו על הייעוץ או שלא לפעול על פי המלצת היועץ לנוכח היותה נגועה בניגוד העניינים. לשם כך, מנהל הקרן יידרש לקיים בדיקות מקדימות ומעמיקות מעבר לאלו הנוגעות למהימנותו וכשירותו של היועץ החיצוני לרבות בעלי שליטה ונושאי משרה בו וכל גורם השותף לייעוץ ההשקעות לקרן, לבחון היבטי ניגוד עניינים עוד בשלב בחירת היועץ ולגבש מנגנוני פיקוח ובקרה שוטפים הכוללים דיווחים מהיועץ לגבי אחזקותיו, קשריו העסקיים ופעילויות נוספות שעשויות ליצור ניגוד עניינים.

חלופה זו יוצרת איזון ראוי בין הצורך בגמישות והמשכיות הייעוץ לבין הדרישה להגנה על ציבור המשקיעים, השקיפות והעמידה בחובות הרגולטוריות. מנגנוני הפיקוח והבקרה שיפתח מנהל הקרן יאפשרו ניטור מתמשך של קשרים עסקיים והחזקה בפועל ומניעת התממשות פעולות בניגוד עניינים. חלופה 1 מציעה פתרון פרקטי, מאוזן ואפקטיבי, שמגן על ציבור המשקיעים ומבטיח המשך תפקוד מקצועי ומגוון של שוק הקרנות.

חלק ג' – שיתוף הציבור

א. תיאור תהליך שיתוף הציבור ותוצריו

טיטת ההוראה פורסמה להערות הציבור באתר הרשות ביום 27 באפריל 2026, לתקופה של 30 יום, אשר לבקשת הציבור הוארכה בתקופה נוספת, כך שתקופת ההערות הסתכמה בסך הכול ב-38 ימים. בהתאם למדיניות הרשות לקיום הליכי שיתוף ציבור וגיבוש רגולציה מיטבית, ולשם קבלת עמדות הגורמים הרלוונטיים בשוק ההון טרם השלמת הליך התקנת ההוראה, נערך הליך התייעצות מקיף עם הציבור.

ב. הערות הציבור

במהלך תקופת ההערות התקבלו הערות ממספר גופים, ובכלל זה מנהלי קרנות וחברות ניהול תיקים הפועלות כיום תחת מודל ההוסטינג. כמו כן, התקבלו הערות מגופים ענפיים-מקצועיים, ובהם איגוד מנהלי קרנות להשקעה בנאמנות, איגוד הנאמנים בשוק ההון ואיגוד לשכות המסחר, וכן ממשרדי עורכי דין המייצגים גופים מפקחים בשוק ההון. נוסף על כך, התקיימו בתקופת ההערות לפניה, ולאחריה, שיחות רבות עם כלל הגורמים שביקשו לשוחח עם הרשות בנוגע להוראה, ונערכו שיחות יזומות מצד הרשות לצורכי היועצות עם הציבור בהתאם לצורך.

להלן פירוט ההערות העיקריות שהתקבלו במסגרת תהליך שיתוף הציבור וההתייחסות אליהן:

1. **הצלחת מודל ההוסטינג ותרומתו לשוק, לרבות מנגנוני הפיקוח והבקרה הנלווים אליו-**
נטען כי הצלחת מודל ההוסטינג וגידול הפעילות במסגרתו אינם מעידים על כשל רגולטורי, אלא על יעילותו ועל התועלת הנגזרת ממנו לציבור המשקיעים, תוך תרומה להגברת התחרות, לגיוון אפשרויות ההשקעה ולהתפתחות השוק. עוד נטען כי המודל מהווה כלי מקצועי המאפשר למנהלי קרנות להיעזר בגורמים חיצוניים בעלי מומחיות וניסיון, באופן שעשוי לשפר את איכות ניהול ההשקעות ולהרחיב את היכולות המקצועיות של הקרן, מבלי להעיד בהכרח על חולשה של מנהל הקרן. לשיטת המעירים, המודל מבוסס על חלוקת תפקידים מקצועית שבמסגרתה מנהל הקרן המפוקח מספק את המעטפת התפעולית,

הרגולטורית והבקרית, ומנהל ההשקעות החיצוני מתמקד בליבת פעילות ההשקעה, וכך נוצרות שתי שכבות בקרה בלתי תלויות- של מנהל התיקים ושל מנהל הקרן- המספקות רמת פיקוח גבוהה הכוללת ניהול סיכונים, זיהוי חריגות ובקורות רגולטוריות שוטפות, ואף עשויה לעלות במקרים מסוימים על רמת הפיקוח הקיימת אצל מנהל הקרן עצמאי. משכך, נטען כי ההסדרה המוצעת עלולה לפגוע במודל מוצלח ובתועלת שהוא מעניק למשקיעים.

ההערה אינה מתקבלת.

הרשות מכירה בתרומתו של מודל ההוסטינג להגברת התחרות בשוק, לכניסת שחקנים חדשים, להרחבת מגוון מוצרי ההשקעה ולמימוש יתרונות של התמחות מקצועית וחלוקת תפקידים בין מנהל הקרן לבין מנהל ההשקעות החיצוני. הרשות אינה סבורה כי עצם ההסתייעות במנהל השקעות חיצוני מעידה על חולשה מקצועית של מנהל הקרן, ואינה רואה בגידול בהיקף פעילות ההוסטינג כשלעצמו אינדיקציה לכשל רגולטורי המצדיק את ביטול המודל.

עם זאת, הצלחתו של מודל ההוסטינג והתרחבות השימוש בו אינן מייצרות את הצורך בבחינת מאפייניו הייחודיים ובהתאמת המסגרת הרגולטורית החלה עליו. במסגרת מודל זה, האחריות לניהול הקרן ולשמירה על עניינם של בעלי היחידות מוטלת על מנהל הקרן מכוח הדין ואינה ניתנת להאצלה, אף שניהול ההשקעות מבוצע בפועל בידי מנהל התיקים חיצוני. בנסיבות אלה, ובעיקר כאשר פעילות ההוסטינג מתרחבת ומגיעה להיקפים משמעותיים, מתעוררים אתגרי פיקוח, בקרה וממשל תאגידי הנובעים מההפרדה בין הגורם הנושא באחריות המשפטית לבין הגורם המבצע בפועל את פעילות ניהול ההשקעות. הרשות מכירה בכך שמודל ההוסטינג כולל מנגנוני בקרה ופיקוח המופעלים הן על ידי מנהל התיקים והן על ידי מנהל הקרן. ואולם, קיומם של מנגנונים אלה אינו שולל את הצורך בקביעת דרישות רגולטוריות המותאמות למאפייני המודל ולהיקפי הפעילות במסגרתו. מטרת ההסדרה המוצעת אינה לבטל את המודל או לפגוע ביתרונותיו, אלא להבטיח כי לצד המשך פעילותו יתקיימו מנגנוני פיקוח, בקרה וניהול סיכונים ההולמים את היקף הפעילות ואת מאפייני הסיכון הנלווים לה, באופן שיאפשר למנהל הקרן למלא באופן אפקטיבי את אחריותו לפי הדין.

2. פגיעה בהסתמכות ובחופש העיסוק

נטען כי ההסדרה פוגעת באינטרס ההסתמכות ובחופש העיסוק של הגורמים הפועלים במודל ההוסטינג. נטען כי מודל זה פועל בשוק ההון הישראלי שנים רבות במסגרת רגולטורית מוכרת, ועל בסיסו בוצעו השקעות, הקמות עסקיות והתקשרויות ארוכות טווח, וכן כי מנהלי קרנות ומנהלי תיקים השקיעו משאבים ניכרים בפיתוח מערך ההוסטינג בהתאם לדין, להנחיות הרשות ולפיקוחה, בהסתמך על המסגרת ההסדרתית ועל עמדת הרשות הקיימת. לפיכך נטען כי קביעת תנאי סף ומדרגות היקף חדשים מחייבת מתן משקל לאינטרס ההסתמכות של הגופים הפועלים בתחום ובחינה זהירה של השפעת השינוי על פעילות קיימת, וכי הוראת האסדרה אינה יכולה לחול באופן רטרואקטיבי על גופים הפועלים כיום בהתאם לדין הקיים – שכן החלתה על פעילות קיימת תפגע בחופש העיסוק, בתחרות ובהסתמכותם של הגורמים הפועלים בתחום. בנוסף נטען כי ההוראה מצמצמת מהותית את המסלול שחוק הייעוץ הותיר פתוח, ובכך פוגעת בחופש העיסוק, וכי הדרך הראויה להסדרה מסוג זה היא חקיקה ראשית ולא הוראת רשות.

ההערה התקבלה באופן חלקי.

הרשות מכירה בכך שמודל ההוסטינג פועל בשוק ההון הישראלי מזה שנים רבות במסגרת רגולטורית מוכרת, וכי גופים שונים, ובהם מנהלי קרנות ומנהלי תיקים, ביססו במסגרתו פעילות עסקית, השקעות והתקשרויות ארוכות טווח. עם זאת, הרשות נדרשת לבחון מעת לעת את התאמתה של המסגרת הרגולטורית להתפתחויות בשוק, למאפייני הפעילות ולסיכונים הנלווים לה, וזאת תוך איזון בין אינטרס ההסתמכות של הגופים הפועלים בתחום לבין הצורך בהבטחת פעילות תקינה, שמירה על עניינם של המשקיעים והתאמת רמת הפיקוח להיקפי הפעילות.

בהתאם להערות הציבור שהתקבלו, בוצעו התאמות במודל ההסדרה, ובכלל זה עודכן מבנה מדרגות הפעילות כך שיתבסס על היקף הנכסים המנוהלים, וכן עודכן מנגנון בחינת התאמתן של חברות ניהול התיקים לפעילות במסגרת מודל ההוסטינג, כך שלא יתבסס על תנאי סף כמותיים קשיחים של מספר לקוחות ושווי נכסים מנוהלים, אלא על בחינה מהותית של קיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל לאורך זמן. התאמות אלו נועדו ליצור מסגרת מידתית וגמישה יותר, המשקפת את מאפייני הפעילות בפועל ומצמצמת את החשש מפגיעה בלתי מידתית בפעילות קיימת.

בהמשך לגישה זו, ובמטרה לאפשר יישום מדורג ומידתי של ההסדרה ומתן אפשרות הערכות מתאימה לגורמים המושפעים ממנה, נקבעה הוראת מעבר שלפיה חברת ניהול תיקים הפועלת במסגרת מודל ההוסטינג במועד כניסת ההוראה לתוקף ואשר אינה עומדת בתנאי הסף החדשים, תהיה רשאית להמשיך בפעילותה במסגרת המודל למשך תקופה של שנתיים ממועד תחילתה של ההוראה, שבמהלכה תידרש להתאים את פעילותה ולעמוד בתנאים החדשים.

באשר לטענת הפגיעה בחופש העיסוק ולדרישה כי ההסדרה תיעשה באמצעות חקיקה ראשית- הרשות דוחה טענה זו. ההסדרה המוצעת אינה שוללת את האפשרות לפעול בתחום, אלא קובעת תנאים ומאפיינים לפעילות במסגרת מודל מפוקח, המצוי בתחום סמכותה של הרשות. ההסדר נועד לקדם תכלית ראויה של הבטחת ניהול תקין של קרנות, שמירה על עניינם של מחזיקי היחידות והתאמת המודל הרגולטורי למאפייני הסיכון, והוא עומד בעקרונות המידתיות.

3. תנאי הסף -

נטען כי תנאי הסף הכמותיים הקבועים בסעיף 3 לטיוטת ההוראה, המבוססים על מספר לקוחות והיקף נכסים מנוהלים, אינם מהווים מדד מספק לכשירות, מקצועיות או התאמה לפעילות הוסטינג, וכן נטען כי ניהול תיקים וניהול קרנות הם תחומי פעילות נפרדים, ואין הכרח כי ניסיון בניהול תיקים יעיד על יכולת לנהל קרנות. לפיכך הוצע על ידי המעירים להעדיף בחינה מהותית של כשירות, מומחיות, ניסיון מקצועי ומנגנוני בקרה וציות, על פני הישענות על תנאי סף כמותיים וקשיחים. לחלופין, הוצע לאפשר לחברות ניהול תיקים חדשות או קטנות לעבור בחינה מהותית המבוססת על ניסיון בעלי התפקידים, מומחיותם, הכשרתם ומערכי הבקרה הקיימים, גם בהיעדר ותק או היסטוריית פעילות משמעותית, או לקבוע תקופת הסתגלות שבה ייבחנו גופים כאמור לפי קריטריונים איכותיים, כדי למנוע יצירת חסם כניסה בפני שחקנים חדשים.

לעמדת המעירים, תנאי הסף הכמותיים ומנגנון המדרגות - לרבות צבירת היקפים על בסיס קבוצתי וחובות המצטברות לאורך חיי ההתקשרות - מהווים חסם כניסה בלתי מידתי, המרתיע גופים בינלאומיים ובוטיקיים, מצמצם תחרות, מנציח ריכוזיות בשוק ופוגע ביזמות, במיוחד עבור גופים קטנים ובינוניים וחברות בוטיק המתמחות בלקוחות כשירים, אשר עלולות להיפסל אוטומטית מניהול קרן במודל הוסטינג אף אם הן איכותיות ומנוסות.

ההערה התקבלה באופן חלקי.

בעקבות הערות הציבור שהתקבלו, עודכן מנגנון הבחינה של תנאי הסף, כך שלא יתבסס עוד על ספים כמותיים קבועים של מספר לקוחות והיקף נכסים מנוהלים, אלא על בחינה מהותית של התאמת חברת ניהול התיקים לפעילות במסגרת מודל ההוסטינג. בהתאם לנוסח המעודכן, על מנהל הקרן לבחון, טרם ההתקשרות, את מכלול המאפיינים הרלוונטיים של חברת ניהול התיקים, ובכלל זה ניסיונה המקצועי, התשתיות התפעוליות והבקריות העומדות לרשותה, ומנגנוני ניהול הסיכונים והציות שלה.

לצד המעבר לבחינה מהותית, הוחלט להותיר על כנה את הדרישה לקיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל במשך שנה לפחות קודם להתקשרות במודל ההוסטינג. הרשות סבורה כי אף שניהול תיקים וניהול קרנות הם פעילויות שונות, הכפופות למשטרי פיקוח שונים, קיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל לאורך זמן מהווה אינדיקציה רלוונטית לכך שחברת ניהול התיקים מקיימת הלכה למעשה את הפעילות שלשמה ניתן לה רישיון, וצברה ניסיון מעשי, בשלות ארגונית ותשתית מקצועית, תפעולית ובקרתית במסגרת פעילות מפקחת. עם זאת, קיומה של פעילות כאמור אינו מהווה כשלעצמו אינדיקציה לאיכות ניהול ההשקעות ואינו מחליף את הבחינה המהותית של מכלול מאפייני החברה והתאמתה לפעילות במודל ההוסטינג.

בהמשך לכך, הובהר כי במסגרת בחינת קיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל יובאו בחשבון לקוחות שאינם קרנות נאמנות או גופים מוסדיים. זאת, בשים לב לכך שפעילות ניהול תיקים עבור לקוחות כאמור כרוכה בהתמודדות שוטפת עם מכלול החובות החלות על מנהל התיקים במתן השירות, ומהווה אינדיקציה להתנסות מעשית במתן שירותי ניהול השקעות. לעומת זאת, פעילות שעיקרה מתן שירותים לקרנות נאמנות או לגופים מוסדיים בלבד אינה משקפת בהכרח התנסות דומה במכלול ההיבטים המאפיינים מתן שירותי ניהול תיקים ללקוחות.

השינויים נועדו לתת מענה, בין היתר, לחשש שהועלה בהערות הציבור מפני יצירת חסמי כניסה ופגיעה בתחרות כתוצאה מהסתמכות על ספים כמותיים קשיחים. ביטול הספים הכמותיים מאפשר לבחון חברות גם כאשר היקף פעילותן מצומצם, ככל שהן מקיימות פעילות ניהול תיקים ממשית ומתמשכת, ובמקביל מאפשר למנהל הקרן להביא בחשבון את ניסיונה המקצועי של החברה, את תשתיותיה ואת מערכי הבקרה, הציות וניהול הסיכונים שלה. בכך מבקש הנוסח המעודכן ליצור איזון בין צמצום חסמי הכניסה ועידוד התחרות לבין הצורך להבטיח כי חברות הפועלות במסגרת מודל ההוסטינג מחזיקות בניסיון ובמאפיינים המקצועיים, התפעוליים והבקרתיים הנדרשים לפעילות זו, באופן המגן על עניינם של בעלי היחידות.

לבסוף, ביחס לחברות ניהול תיקים שכבר פועלות במסגרת מודל ההוסטינג במועד כניסת ההסדרה לתוקף ואשר אינן עומדות בתנאים החדשים, נקבעה תקופת מעבר של 24 חודשים. תקופה זו נועדה לאפשר לחברות כאמור להיערך לעמידה בדרישות החדשות ולהתאים את פעילותן, ובכלל זה לפתח פעילות ניהול תיקים בפועל בהתאם לדרישות שנקבעו. בתום תקופת המעבר, המשך הפעילות במסגרת מודל ההוסטינג יהיה מותנה בעמידה בתנאים הקבועים בהוראה.

4. תחולת ההוראה

נטען כי הוראות התחילה והמעבר אינן ברורות ואינן מקנות פרק זמן מספק להיערכות ליישום ההסדרה. המגיבים ביקשו להבהיר את תחולת ההוראה ביחס להתקשרויות קיימות ועתידיות, לקבוע כי לא תחול באופן רטרואקטיבי על פעילות קיימת, ולהאריך את תקופות ההיערכות והמעבר שנקבעו בטיוטה. בנוסף, הוצע לדחות את מועד התחילה, לקבוע הוראות מעבר מדורגות ביחס לגופים הפועלים כיום במסגרת מודל ההוסטינג ולקיים בחינה מחודשת של ההסדר בתוך פרק זמן קצר יותר.

ההערה התקבלה באופן חלקי.

בעקבות הערות הציבור, נוסח ההוראה עודכן כך שהוראות התחילה והמעבר החלות על פעילות במסגרת מודל ההוסטינג הובהרו. במסגרת זו, ביחס לחברות ניהול תיקים הפועלות במודל במועד כניסת ההסדרה לתוקף ואשר אינן עומדות בדבר קיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל לאורך זמן, נקבעה הוראת מעבר שתאפשר את המשך פעילותן למשך תקופה של שנתיים, שבמהלכה יידרשו להתאים את פעילותן לדרישות ההסדרה. בנוסף, נקבעה תקופת היערכות של שנה לצורך החלת יתר דרישות ההוראה ביחס להתקשרויות קיימות. תקופות המעבר וההיערכות נועדו לאפשר יישום מדורג ומידתי של ההסדרה החדשה, לצמצם השפעות בלתי רצויות על פעילות קיימת ולאפשר לגורמים הרלוונטיים להשלים את ההתאמות הנדרשות באופן סביר. מנגד, לא התקבלה ההצעה להחריג באופן מלא התקשרויות קיימות מתחולת ההוראה, להאריך את תקופות ההיערכות מעבר לאמור, לדחות את מועד התחילה או לקשור אותו להסדרים רגולטוריים אחרים. זאת, בשים לב לצורך להבטיח כי דרישות ההסדרה יחולו בתוך פרק זמן סביר גם על פעילות קיימת, ולכך שההסדרה כוללת מנגנון לבחינה עתית של יישומה.

5. בחינה חוזרת של תנאי הסף ובקשה לאי תחולת ההוראה על חברות ניהול תיקים

העוסקות בניהול תיקים באמצעות קרנות ייעודיות

הוצע על ידי המעירים להחריג מתחולת פרק ב' חברות ניהול תיקים הנמנות עם קבוצת החברות של מנהל הקרן, בטענה כי במקרים אלו קיימת זיקה תאגידית, רמת פיקוח גבוהה יותר, נגישות גבוהה למידע והפחתת סיכונים ביחס למודל ההוסטינג מול גורם חיצוני שאינו חלק מהקבוצה.

ההערה התקבלה באופן חלקי

לעמדת הרשות, מנהל הקרן אינו נדרש לסיים התקשרותו עם חברת ניהול תיקים על אף ששווי נכסיה עולה על 5 מיליארד ₪, ובלבד שהיא חברה אחת בקבוצת מנהל הקרן וזהות

ותמהיל ההחזקות בה ובמנהל הקרן זהים. מעבר לכך, לעמדת הרשות לא נדרשת כל החרגה נוספת, מהטעם שהסיכונים אותם מבקשת ההוראה לצמצם עשויים להתקיים גם כאשר קיים קשר מבני בין מנהל הקרן וחברת ניהול התיקים אם תמהיל האחזקות שלהם אינו זהה.

6. תנודתיות

בהערות הציבור עלו מספר הערות לפיהן ענף הקרנות וההוסטינג מאופיין בתנודתיות גבוהה בהיקפי הנכסים המנוהלים, הנובעת מגיוסים ופדיונות, תנודות שוק, שינויים מאקרו-כלכליים ושינויי דירוג. בשל כך, היקפי נכסים עשויים להשתנות באופן מהותי בפרקי זמן קצרים, כך שמעבר בין מדרגות רגולטוריות עלול להתרחש כתוצאה מתנודות זמניות ולא משינוי מבני בפעילות. בנוסף, ירידות שוק, שינויי ביקוש או פדיונות עשויים להביא לירידה מתחת לרף הנדרש גם ללא שינוי בפעילות העסקית, באופן שעלול להביא לחוסר יציבות רגולטורית ולהטלת דרישות שאינן משקפות את היקף הפעילות בפועל לאורך זמן.

ההערות התקבלו באופן חלקי

הרשות הכירה בכך שהיקף הנכסים המנוהלים בענף הקרנות ובהסדרי ההוסטינג עשוי להיות תנודתי, בין היתר כתוצאה מגיוסים ופדיונות, תנודות שוק ושינויים מאקרו-כלכליים. עם זאת, ההסדרה אינה מבוססת על תנודתיות נקודתית אלא על בחינה מצטברת של היקף הפעילות לאורך זמן. בהתאם לכך, העמידה ברף הנדרש לצורך מעבר למדרגה השנייה והשלישית תיבחן על פני תקופה של שנתיים, כאשר הסיווג למדרגה יתבסס על עמידה ברף הרלוונטי במשך 75% מתקופה זו, חלף בחינה המבוססת על 75% על פני תקופה של שנה.

בנוסף, ביחס למדרגה השלישית תתווסף תקופת היערכות של שישה חודשים ממועד המעבר למדרגה זו, לצורך התאמת מערכי הממשל התאגידי, הבקרה וניהול הסיכונים לדרישות החלות במדרגה האמורה. זאת, במטרה לחזק את הוודאות והיציבות הרגולטורית ולאפשר היערכות מדורגת לשינוי.

בהתאם, גם ירידה ממדרגת פעילות תיעשה רק לאחר תקופת בחינה של שנתיים, שבמהלכה היה השווי המנוהל נמוך מהסף הרלוונטי במשך לפחות 75% מהתקופה, וזאת במטרה להגביר את הוודאות והיציבות הרגולטורית ולהימנע ממעברים תכופים בין מדרגות הפעילות.

הנימוק לשינוי- מאחר שהחובות החלות במדרגה השלישית כרוכות בהיערכות ובהתאמת מנגנוני ממשל תאגידי, בקרה וניהול סיכונים לדרישות הנוספות ועל מנת לאפשר תחילת ההיערכות רק כאשר ברור כי היקף הפעילות אכן הגיע לרף שנקבע למדרגה השלישית, נוספה תקופת היערכות ממועד זה, שתאפשר לחברות לבצע את ההתאמות הנדרשות טרם תחולת מלוא החובות.

7. הגבלת שיעור ההוסטינג ל-20% מנכסי מנהל הקרן

במסגרת הערות ציבור נטען כי מגבלת ה-20% על היקף פעילות ההוסטינג אינה מוצדקת ועלולה לפגוע במודל ההוסטינג, בתחרות ובכניסת שחקנים חדשים לשוק, וכן לעכב את

צמיחתם של גופים מתארחים ולהוביל לריכוז הפעילות בידי מנהלי קרנות גדולים. לשיטת המגיבים, הסיכון למשקיעים נגזר ממאפייני הקרן ומדיניות ההשקעה שלה ולא מהיקף פעילות ההוסטינג. עוד נטען כי המגבלה עלולה לפגוע ביתרונות המודל, ובהם צבירת מומחיות, ניסיון ותשתיות בקרה אצל הגופים הפועלים בו. חלק מהמגיבים הציעו להחליף את התקרה הכמותית במנגנון מבוסס סיכון, או לקבוע יחס בין פעילות ההוסטינג לפעילות האורגנית של מנהל הקרן תוך בחינת החרגת קרנות כספיות מהחישוב. בנוסף, התבקשו הבהרות בנוגע לאופן יישום המגבלה, לרבות אופן החישוב, מועד הבחינה, הטיפול בחריגות ותחולתה על התקשרויות קיימות ועתידיות.

ההערות התקבלו באופן חלקי

בהתאם לתכליתו של חוק השקעות משותפות בנאמנות, מנהל קרן נועד לעסוק בניהול קרנות נאמנות ולשאת באחריות לניהולן. מודל ההוסטינג מאפשר, כחריג, הסתייעות במנהל תיקים חיצוני לביצוע פעילות השקעות עבור קרן שבניהולו. בנסיבות אלה, מצאה הרשות כי יש מקום לקבוע מגבלה שתבטיח כי פעילות ההוסטינג תיוותר פעילות נלווית לפעילות הליבה של מנהל הקרן, בהתאם לייחוד עיסוקו, ולא תהפוך לפעילות מרכזית. בנוסף, המגבלה נועדה לצמצם את הסיכונים הנובעים מהיקף משמעותי של פעילות הוסטינג אצל מנהל קרן אחד ולהבטיח כי בידי מנהל הקרן יישמרו מעורבות, שליטה ויכולת פיקוח אפקטיבית על כלל הקרנות שבניהולו ועל פעילות ההוסטינג המבוצעת במסגרתו. המגבלה אינה נועדה לפזר את פעילות ההוסטינג בין מספר מנהלי קרנות או לפגוע ביתרונות ההתמחות והניסיון המקצועי הגלומים במודל.

עם זאת, לאחר בחינה נוספת של ההערות שהתקבלו ושל השלכות המגבלה המוצעת, הוחלט לעדכן ההוראה כך שייקבע כי מנהל הקרן יידרש לנהל במישרין, בכל עת, את רוב נכסי הקרנות שבניהולו, במקום המגבלה שנקבעה בטיטת ההוראה שלפי פעילות ההוסטינג לא תעלה על 20% מנכסי הקרנות המנוהלות על ידו. שינוי זה נועד לאפשר גמישות תפעולית רחבה יותר, תוך שמירה על האיזון בין האפשרות לקיים פעילות הוסטינג משמעותית לבין הצורך להבטיח כי פעילות זו תישאר נלווית לפעילותו העיקרית של מנהל הקרן. התנאי האמור יידרש להתקיים בכל עת ולכן במועד ההתקשרות עם חברת ניהול התיקים ובמשך כל תקופת ההתקשרות, באופן רציף. בנוסף, נקבע כי במקרה של חריגה מהמגבלה עקב שינויים בהיקף הנכסים המנוהלים, תינתן למנהל הקרן תקופת הסתגלות של שישה חודשים לצורך חזרה לעמידה במגבלה. מבחינת הנתונים עלה כי "רוב הנכסים" נותן מענה להיקפי הפעילות הצפויים לאחר יישום המודל, ואינו צפוי לחייב התאמות מהותיות בפעילות הקיימת של מנהלי הקרנות, תוך שמירה על כך שפעילות ההוסטינג תיוותר נלווית לפעילותו העיקרית של מנהל הקרן.

8. קביעת מדרגה נוספת מעל 3 מיליארד ₪

במסגרת פרסום טיוטת ההוראה ומסמך ה-RIA, ביקש סגל הרשות את התייחסות הציבור לשאלה האם יש מקום לקבוע מדרגת פעילות נוספת מעל היקף נכסים מנוהלים של 3 מיליארד ש"ח (או היקף אחר), אשר ממנה ואילך לא יתאפשר למנהל קרן להתקשר עם מנהל תיקים במסגרת פעילות הוסטינג. במסגרת הערות הציבור הובעה התנגדות לקביעת מדרגת פעילות עליונה המגבילה או אוסרת התקשרות במודל ההוסטינג מעל היקף נכסים מסוים, ובפרט לסף של 3 מיליארד ש"ח, וכן למעבר האוטומטי לדרישות החלות על מנהל

קרן עצמאי עם חציית סף הפעילות. נטען כי מדובר במגבלות שאינן מבוססות על רמת הסיכון, אינן עולות בקנה אחד עם הסטנדרטים המקובלים בעולם, ועולות לפגוע בצמיחת שחקנים, בתחרות ובציבור המשקיעים, ואף להביא לעצירת גיוסים או להתאמות עסקיות מלאכותיות. לפיכך, הוצע שלא לקבוע תקרת פעילות קשיחה, אלא להתאים את הדרישות הרגולטוריות לרמת הסיכון. לחלופין, הוצע כי כל מדרגת פעילות נוספת תחול רק בהיקפי פעילות גבוהים משמעותית ולאחר תקופה ממושכת של פעילות יציבה, ללא תחולה רטרואקטיבית. בנוסף, התבקש להבהיר את ההשלכות של חציית ספי הפעילות ואת הסדרי המעבר, כדי למנוע חוסר ודאות תפעולית ופגיעה בבעלי היחידות.

ההערות התקבלו באופן חלקי

מגבלה על היקף הפעילות האפשרי במסגרת מודל ההוסטינג נועדה להבטיח כי פעילות בהיקפים משמעותיים במיוחד, המאופיינת במורכבות תפעולית, בהיקף אחריות רחב יותר ובחשיפה מוגברת לסיכונים תפעוליים וניהוליים, תתבצע במסגרת מבנה המאפשר התאמה מיטבית של מנגנוני הממשל התאגידי, הבקרה וניהול הסיכונים להיקף הפעילות. לפיכך, לא נמצא מקום לבטל את קביעת הרף או לדחות את תחולתו להיקפי פעילות גבוהים יותר, שכן בהיקפי פעילות אלה מתחדדים מאפייני הסיכון והמורכבות המצדיקים את הגבלת הפעילות במסגרת מודל ההוסטינג. הרשות סבורה כי ככל שהיקף הפעילות גדל באופן מהותי, יש להבטיח קיומו של מבנה פיקוחי ותפעולי ההולם את רמת הסיכון, בין באמצעות התאמת הדרישות החלות על מנהל הקרן ובין באמצעות מעבר למודל פעילות אחר. יחד עם זאת, לאחר בחינת הערות הציבור ובהמשך לעדכון מבנה מדרגות הפעילות וריווח הספים הכמותיים, כך שהמדרגה העליונה תחול על פעילות בשווי נכסים העולה על 3 מיליארד ש"ח, נמצא כי יש מקום להתאים גם את הרף שמעליו לא ניתן יהיה להמשיך לפעול במסגרת מודל ההוסטינג. זאת, מאחר שלאחר עדכון המדרגות, רף של 3 מיליארד ש"ח משמש כסף הכניסה למדרגה העליונה, שבה חלות חובות מוגברות, ולפיכך קביעתו גם כרף שמעליו תיאסר ההתקשרות במודל לא הייתה מאפשרת תחולה מעשית מספקת למדרגה זו.

בהתאם לכך, הוחלט להעלות את רף הפעילות שמעליו לא ניתן יהיה להתקשר עם חברת ניהול תיקים במסגרת מודל ההוסטינג מ-3 מיליארד ש"ח ל-5 מיליארד ש"ח, כך שהמגבלה תחול רק ביחס לגופים בעלי היקף פעילות משמעותי במיוחד. רף זה משקף איזון המאפשר המשך פעילות במסגרת המודל בהיקפים משמעותיים, תוך שמירה על תכליות ההסדרה. לצד זאת, נוספה תקופת היערכות של שישה חודשים ממועד חציית הסף לצורך סיום ההתקשרות והשלמת ההתאמות הנדרשות, באופן שיבטיח המשכיות ניהולית ורציפות בפעילות הקרן. כאמור, על פי ההוראה, מנהל הקרן אינו נדרש לסיים התקשרותו עם חברת ניהול תיקים על אף ששווי נכסיה עולה על 5 מיליארד ₪, ובלבד שהיא חברה אחת בקבוצת מנהל הקרן וזהות ותמהיל ההחזקות בה ובמנהל הקרן זהים.

ג. שינויים באסדרה המוצעת בעקבות הערות הציבור

בעקבות הערות הציבור בוצעו מספר התאמות בטיטת ההוראה ובכלל זה:

1. **עדכון מנגנון העמידה בתנאי הסף** - עודכן מנגנון הבחינה כך שלא יתבסס עוד על ספים כמותיים קבועים של מספר לקוחות ושווי נכסים מנוהלים, אלא יתמקד בבחינה מהותית של קיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל לאורך זמן בחברת ניהול התיקים.

בנוסף, ביחס לחברות ניהול תיקים אשר פועלות במסגרת מודל ההוסטינג במועד כניסת ההסדרה לתוקף ואשר אינן מקיימות את התנאי בדבר קיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל לאורך זמן, נבחנה קביעת הוראת מעבר שתאפשר להן תקופת היערכות של 24 חודשים לצורך עמידה בדרישה האמורה.

2. עדכון מודל המדרגות-

א. עודכן מבנה מדרגות הפעילות והספים הכמותיים באופן הבא:

- "פעילות במדרגה ראשונה- היקף פעילות מוגבל"- חברת ניהול תיקים המנהלת קרנות בשווי נכסים שאינו עולה על 1 מיליארד ש"ח.
 - "מדרגה במדרגה שנייה- היקף פעילות ניכר"- חברת ניהול תיקים המנהלת קרנות בשווי נכסים העולה על 1 מיליארד ש"ח ואינו גבוה משלושה מיליארד ש"ח.
 - "פעילות במדרגה שלישית- היקף פעילות משמעותי"- חברת ניהול תיקים המנהלת קרנות בשווי נכסים העולה על שלושה מיליארד ש"ח.
- ב. **ביטול הגבלת מספר הקרנות בכל מדרגה**- עודכנו מדרגות הפעילות כך שהשיוך למדרגות ייקבע בהתאם להיקף השווי המנוהל בלבד, ללא מגבלה על מספר הקרנות המנוהלות.

ג. **הרחבת תקופת הבחינה לצורך כניסה למדרגת הסיווג שניה והשלישית**- עודכן מנגנון הסיווג כך שהעמידה בסף הקבוע במדרגה השניה והשלישית תיבחן על פני תקופה של שנתיים, כאשר הסיווג למדרגה יתבסס על עמידה ברף שנקבע לאותה המדרגה במשך 75% מתקופה זו, חלף בחינה המבוססת על 75% על פני תקופה של שנה.

ד. **הוספת תקופת התאמה לאחר כניסה למדרגה השלישית**- נוספה תקופת היערכות של שישה חודשים ממועד המעבר למדרגה השלישית, טרם תחולת מלוא החובות החלות על גופים המסווגים במדרגה זו, וזאת לצורך היערכות והתאמת מנגנוני ממשל תאגידי, בקרה וניהול סיכונים לדרישות החדשות. כלומר, בתום שנתיים בהם עמד מנהל התיקים ברף הקבוע במדרגה במשך 75% מתוך תקופה של שנתיים, תינתן לו תקופת הערכות של חצי שנה כדי לעמוד בתנאים הקבועים במדרגה.

ה. **הסדרת מנגנון הירידה במדרגות הפעילות**- חברת ניהול תיקים שסווגה במדרגת פעילות מסוימת לא תעבור למדרגה נמוכה יותר בשל ירידה זמנית בהיקף הנכסים המנוהלים, אלא רק אם השווי המנוהל בקרנות בהוסטינג היה נמוך מהסף שנקבע לאותה מדרגה במשך 75% מתקופה של שנתיים.

3. עדכון הרף המרבי לפעילות במסגרת מודל ההוסטינג-

עודכן הרף שמעליו לא ניתן יהיה להמשיך פעילות במסגרת מודל ההוסטינג, כך שהאיסור יחול ביחס לחברות ניהול תיקים המנהלות במסגרת המודל פעילות בהיקף העולה על 5 מיליארד ש"ח, חלף רף של 3 מיליארד ש"ח שנקבע בטיטת ההוראה. יחד עם זאת, נקבע כי, מנהל הקרן אינו נדרש לסיים התקשרותו עם חברת ניהול תיקים על אף ששווי נכסיה עולה על 5 מיליארד ש"ח, ובלבד שהיא חברה אחות בקבוצת מנהל הקרן וזהות ותמהיל ההחזקות בה ובמנהל הקרן זהים.

4. הוספת תקופת היערכות ביחס לסיום התקשרות עקב חריגה מהרף המרבי

נוספה תקופת היערכות של שישה חודשים לצורך סיום התקשרות עם חברת ניהול תיקים אשר חורגת מהרף המרבי של 5 מיליארד ₪ להמשך פעילות במסגרת מודל ההוסטינג, וזאת לצורך שמירה על רציפות ניהולית.

5. הגבלת שיעור ההוסטינג מנכסי מנהל הקרן

נקבע כי מנהל הקרן יידרש לנהל בכל עת, במישרין, את רוב נכסי הקרנות שבניהולו, במקום המגבלה שנקבעה בטיטת ההוראה שלפיה פעילות ההוסטינג לא תעלה על 20% מנכסיו. שינוי זה נועד לאפשר גמישות תפעולית רבה יותר, תוך שמירה על האיזון בין מתן אפשרות לפעילות הוסטינג משמעותית לבין הבטחת אופיו הנלווה של מודל ההוסטינג ביחס לפעילותו העיקרית של מנהל הקרן. בנוסף, נקבע כי במקרה של חריגה מדרישה זו עקב שינויים בהיקף הנכסים המנוהלים, תינתן למנהל הקרן תקופה של עד שישה חודשים לצורך השבת העמידה בדרישה.

חלק ד' – הנגשת האסדרה לציבור

עם השלמת הליך האסדרה תפורסם האסדרה באתר הרשות, וכן האסדרה תופץ במסגרת הודעות דוא"ל לנמענים ברשימת הדיוור של הרשות.

ככל שיעלה הצורך, הרשות תקיים שיח עם הגופים המפוקחים לצורך הטמעה מיטבית של האסדרה. טבלת הערות הציבור שהתקבלו וההתייחסות אליהן מצורפות בנספח 2.

חלק ה' – מתודולוגיה, בחינה תקופתית ותהליך הכנת הדוח

א. בחינה תקופתית של האסדרה

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

ב. מקורות וחומרים

לצורך גיבוש האסדרה נעשה שימוש במקורות מידע מגוונים, ובהם מסמכים רשמיים, ניירות עמדה וחוות דעת מקצועיות, לצד השוואה לניסיון במדינות בעלות שוקי הון מפותחים. במסגרת תהליך הלמידה התקיימו פגישות עם מנהלי קרנות, פגישות עם חברות ניהול תיקים המנהלות קרנות במודל ההוסטינג, וכן פגישות עם רגולטורים נוספים בישראל, במטרה לקבל תמונה רחבה ומעמיקה של האתגרים והצרכים בשוק. כלל המקורות ששימשו את עבודתנו מצורפים כנספחים לדוח זה.

[צירוף נוסח האסדרה בהמשך לדוח הערכת השפעות האסדרה]

נספח 1- טבלת השוואה דרישות מנהל קרן ומנהל תיקים

טבלת השוואה דרישות מנהל קרן ומנהל תיקים			
מנהל קרן		מנהל תיקים קטן	חברת ניהול תיקים גדולה
תנאים	הון עצמי	הון עצמי לפי התקנות	כן
		הון עצמי לאחר חישוב עליית המדד	כן
		ביטוח	כן
		בדיקת מהימנות	כן
		יחיד העוסק בשם החברה בניהול ההשקעות חייב ברישיון	כן
ממשל תאגידי	דירקטוריון	הבחנה בין חברה גדולה לקטנה	כן
		5 דירקטורים מתוכם לפחות 2 דח"צים	כן
		בדיקת תנאי הכשירות של הדירקטוריון	כן
		מספר הדירקטורים המשמשים גם כדירקטור בגוף פיננסי אחר לא יעלה על שליש ממספרם	כן
		דירקטור לא יכהן ביותר משתי חברות ניהול השקעות/ גופים פיננסיים אלא בהיתר שר האוצר	כן
ממשל תאגידי	יו"ר הדירקטוריון	מספר הדירקטורים שהם עובדים של החברה או מועסקים על ידה לא יעלה על שליש ממספרם הכולל	כן
		במינוי דירקטוריון ייקבע הרכב הדירקטוריון באופן שיאפשר לדירקטוריון למלא את תפקידיו.	כן
		לא ימונה ולא יכהן כדירקטור, בחברת ניהול תיקים שהיא גוף פיננסי משמעותי, אדם השולט בתאגיד ריאלי משמעותי, אדם הקשור לשולט כאמור או נושא משרה בתאגיד ריאלי משמעותי;	כן
		דירקטוריון יבחר אחד מחבריו לכהן כיושב ראש הדירקטוריון;	כן
		המנהל הכללי או מי שכפוף למנהל הכללי, במישור או בעקיפין, או קרובו של המנהל הכללי, לא יכהנו כיושב ראש הדירקטוריון;	כן
ממשל תאגידי	ועדת ביקורת	לא יוקנו ליושב ראש הדירקטוריון או לקרובו סמכויות המנהל הכללי או סמכויות הנתונות למי שכפוף למנהל הכללי, במישור או בעקיפין; יושב ראש הדירקטוריון לא יכהן כבעל תפקיד אחר המנהל הקרן, למעט כחבר בוועדת דירקטוריון שאינה ועדת ביקורת.	כן
		דירקטוריון של מנהל קרן ימנה מבין חבריו ועדת ביקורת	כן
		להציע לדירקטוריון מועמד לתפקיד מבקר פנימי, לדון בתכנית העבודה שהוצעה על ידי המבקר הפנימי ולהגיש לדירקטוריון את המלצותיה לגבי התכנית;	כן
		לעמוד על לקויים בפעילות החברה, באמצעות המבקר הפנימי	כן
		לבחון את מערך הביקורת הפנימית של החברה ואת תפקודו של המבקר הפנימי	כן
ממשל תאגידי	מבקר פנימי	להחליט אם לאשר את פעולות מנהל הקרן אשר שר האוצר קבע לגביהן בתקנות כי יהיו טעונות את אישור הוועדה;	כן
		לדון בהתקשורת עם חברה סוחרת בדרך של מכרז, כאמור בסעיף 69(ב), או בלא מכרז, כאמור בסעיף 69(ד).	כן
		לאשר כי מתקיימים לגבי הדירקטורים החיצוניים תנאי הכשירות שנקבעו בסעיף 240 לחוק החברות כאמור בסעיף 24(ב).	כן
		* מספר חבריה של ועדת הביקורת לא יפחת משלושה, כל הדירקטורים החיצוניים יהיו חברים בוועדת הביקורת והם יהיו רוב חברה; יושב ראש הוועדה יהיה דירקטור חיצוני.	כן
		* יושב ראש דירקטוריון החברה וכל דירקטור שמועסק על ידי החברה לא יהיו חברים בוועדת הביקורת.	כן
ממשל תאגידי	ועדת השקעות	* המבקר הפנימי יקבל הודעות על קיום ישיבות ועדת הביקורת ויהיה רשאי להשתתף בהן.	כן
		* המבקר הפנימי רשאי לבקש מיושב ראש ועדת הביקורת לכנס את הוועדה לדיון בנושא שפירוט בדרישות	כן
		* אחת לשנה לפחות תקיים ועדת הביקורת ישיבה עם המבקר הפנימי בלבד.	כן
		* ישיבות ועדת הביקורת יתקיימו אחת לשלושה חודשים לפחות.	כן
		* מניין חוקי בישיבת ועדת הביקורת הוא שלושה חברים לפחות, ובהם דירקטור חיצוני, ואולם במקרים דחופים שני חברים לפחות.	כן
ממשל תאגידי	ועדת השקעות	* בישיבות ועדת הביקורת ייערך פרטוקול שבו יירשמו שמות המכבים, עיקרי הדיון וההחלטות שהתקבלו;	כן
		* על המבקר הפנימי שימונה לפי סעיף 124(3) יחולו הוראות סעיפים 3(א), 4(ב), 8, 9, 10 ו-12 לחוק הביקורת הפנימית, התשנ"ב-1992, בשינויים המחויבים.	כן
		* המבקר הפנימי יבדוק, את תקינותן של פעולות החברה מבחינת השמירה על הוראות דין, על נוהל עסקים תקין ועל הנהלים שקבע הדירקטוריון של החברה לפי חוק זה.	כן
		* המבקר הפנימי ידווח על ממצאיו ליושב ראש הדירקטוריון, לוועדת הביקורת ולמנהל הכללי.	כן
		דירקטוריון של מנהל קרן ימנה ועדת דירקטוריון להשקעות שתפקידה: לקבוע את דרך פעילות הקרן בהתאם למדיניות, להנחות את המנכ"ל ביישום מדיניות ההשקעות של הקרן.	כן
ממשל תאגידי	ועדת השקעות	מספר חברי ועדת השקעות של מנהל קרן, המכונים גם כחברי ועדת השקעות של חברת ניהול השקעות אחרת, לא יעלה על שני שלישים ממספרם הכולל של חברי ועדת ההשקעות של מנהל הקרן.	כן
		חבר ועדת השקעות של מנהל קרן לא יכהן כחבר ועדת השקעות של יותר משתי חברות ניהול השקעות נוספות בעת אחת.	כן
		ישיבות ועדת ההשקעות יתקיימו אחת לחודש לפחות.	כן
		מספרם של חברי ועדת ההשקעות הנוכחים בישיבה והמכונים גם כחברי ועדת השקעות של חברת ניהול השקעות אחרת, לא יעלה על שני שלישים מחברי ועדת ההשקעות הנוכחים באותה ישיבה.	כן
		כן	כן

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
הערות כלליות					
1	קבין בית השקעות בע"מ	הצלחת מודל ההוסטינג	כללי	המגיבים ציינו כי הגידול בפעילות ההוסטינג והתבססות המודל בשוק אינם מעידים על כשל רגולטורי, אלא דווקא על הצלחתו, יעילותו ותרומתו לציבור, לתחרות, לגיוון אפשרויות ההשקעה ולהתפתחות שוק ההון. עוד נטען כי מודל ההוסטינג אינו משמש אך ורק כמסלול כניסה לשוק, אלא מהווה גם כלי מקצועי המאפשר למנהלי קרנות להסתייע במנהלי השקעות חיצוניים בעלי מומחיות, ניסיון או יתרון השקעותי ייחודי, ובכך לשפר את איכות ניהול ההשקעות ולהרחיב את היכולות המקצועיות של הקרן, מבלי שהדבר יעיד בהכרח על חולשה או חוסר יכולת של מנהל הקרן. בנוסף צוין כי בחינת ביצועיהם של מנהלים וגופים פיננסיים, לרבות במסגרת מערכות דירוג בנקאיות, נעשית על בסיס מדדים אובייקטיביים כגון תשואה, סיכון ועקביות, תוך התחשבות במאפייני הסיכון של ההשקעות ולא על בסיס תשואה בלבד. לפיכך, לטענת המגיבים, האסדרה המוצעת עלולה לפגוע במודל שהוכיח את עצמו כמוצלח ומועיל למשקיעים.	ההערה אינה מתקבלת. הרשות מכירה בתרומתו של מודל ההוסטינג להגברת התחרות בשוק, לכניסת שחקנים חדשים, להרחבת מגוון מוצרי ההשקעה ולמימוש יתרונות של התמחות מקצועית וחלוקת תפקידים בין מנהל הקרן לבין מנהל ההשקעות החיצוני. הרשות אינה סבורה כי עצם השימוש במנהל השקעות חיצוני מעיד על חולשה מקצועית של מנהל הקרן, ואינה רואה בגידול בהיקף פעילות ההוסטינג כשלעצמו אינדיקציה לכשל רגולטורי שדורש ביטול של הפעילות במודל ההוסטינג, אלא כי יש להגבילה. במסגרת מודל ההוסטינג האחריות לניהול הקרן מוטלת על מנהל הקרן מכוח הדין, אף שניהול ההשקעות מבוצע בפועל בידי מנהל תיקים. אחריות זו היא אחריות שאינה ניתנת להאצלה, ולכן ככל שפעילות ההוסטינג מתרחבת ומגיעה להיקפים משמעותיים, נדרש כי יעמדו לרשות מנהל הקרן מנגנוני ניהול, פיקוח ובקרה אפקטיביים שיאפשרו לו למלא באופן מלא ואפקטיבי את אחריותו כלפי הקרנות שבניהולו. מטרת ההוראה היא להסדיר את פעילות ההוסטינג נוכח מאפייניה הייחודיים והאתגרים שהיא מעוררת בהיבטי ממשל תאגידי, פיקוח ובקרה, ולא לבטל את מודל הפעילות עצמו.
2	קבין בית השקעות בע"מ	שכבות בקרה ופיקוח	כללי	המגיבים ציינו כי מודל ההוסטינג כולל מערך פיקוח, בקרה והגנה רחב ומרובה שכבות, הנשען על חלוקת תפקידים מקצועית בין מנהל הקרן לבין מנהל ההשקעות החיצוני. לטענתם, מנהל	

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	איילון קרנות נאמנות בע"מ משרד עו"ד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות' פסטרנק שהם בית השקעות			הקרן המפוקח מספק את המעטפת התפעולית, הרגולטורית והבקרתית, בעוד שמנהל ההשקעות החיצוני מתמקד בניהול ההשקעות, ובכך מתאפשר שילוב בין מומחיות השקעתית לבין מערכי פיקוח ובקרה מקצועיים. עוד צוין כי במסגרת מודל ההוסטינג פועלים מספר גורמי בקרה ופיקוח, ובהם מנהל הקרן, מנהל ההשקעות והבנק המתפעל, אשר מבצעים ניהול סיכונים, זיהוי חריגות, בקרות רגולטוריות ופיקוח שוטף. לשיטת המגיבים, קיומן של שכבות בקרה נפרדות ובלתי תלויות מעניק הגנה מוגברת למשקיעים, ואף עשוי להביא לרמת פיקוח הדוקה יותר מזו הקיימת במקרים מסוימים אצל מנהל קרן עצמאי. בנוסף, נטען כי המודל מאפשר לחברות ניהול תיקים להסתמך על תשתיות תפעוליות, רגולטוריות ומקצועיות קיימות ומנוסות, במקום להקים תשתיות עצמאיות חדשות העלולות להיות חשופות יותר לליקויים תפעוליים בשל היעדר ניסיון. לפיכך, לטענת המגיבים, לא הובהר מדוע מעבר למודל של מנהל קרן עצמאי, הכרוך בצמצום אחת משכבות הבקרה הקיימות במודל ההוסטינג, צפוי לשפר את ההגנה על ציבור המשקיעים.	אשר לטענות בדבר ביצועי הקרנות ומערכות הדירוג, דירוגים מסחריים מתבססים בעיקר על מדדי ביצוע כגון תשואה, תנודתיות ועקביות, ואינם משקפים בהכרח את מאפייני הממשל התאגידי, מבנה הפעילות, ריכוזיות קבלת ההחלטות והחשיפות התפעוליות הנלוות למודל ההוסטינג. לפיכך, גם אם ביצועי הקרנות חיוביים, אין בכך כדי לייתר אסדרה מבנית המבוססת על היקף הפעילות והסיכונים הנלווים לה.
3	משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות'	אבני היסוד של חוק הקרנות	RIA	הטענה לפיה מנגנון ההוסטינג עוקף את אבני היסוד של חוק הקרנות אינה נכונה במהותה- חוק הקרנות עצמו (סעיף 13ג)) הוא שמכשיר את מנגנון ההוסטינג. פעילות מנהל ההשקעות הינה תחת פיקוח מנהל הקרן, כשם שמנהל הקרן אחראי על פעילות מנהל השקעות העובד אצלו במישרין.	ההערה אינה מתקבלת. סעיף 13ג) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: "חוק הקרנות") אכן מאפשר למנהל קרן להתקשר עם מנהל תיקים לצורך ניהול השקעות הקרן. ואולם, השימוש הנרחב במודל ההוסטינג הביא לכך שניהול ההשקעות בפועל מבוצע על ידי גורם שאינו "מנהל קרן" כהגדרתו

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
					בחוק, ואשר אינו כפוף למכלול הדרישות והחובות החלות על מנהל קרן לפי הדין. אמנם האחריות המשפטית נותרת בידי מנהל הקרן, אולם הפיקוח על פעילות מנהל התיקים נעשה באופן חיצוני, ומטבע הדברים מדובר במנגנון פיקוח שונה ומוגבל ביחס לניהול השקעות המתבצע בתוך מנהל הקרן. בנסיבות אלה, מתעורר פער בין הגורם הנושא באחריות המשפטית לבין הגורם המקבל את החלטות ההשקעה בפועל, ומכאן הצורך באסדרה, בשים לב להיקף הפעילות של הגוף המתארח בהיבט של שווי נכסים מנוהל בקרנות ובמספר הקרנות המנוהל על ידו.
4	משרד עו"ד הרצוג אקסיומה ניהול השקעות בע"מ איילון קרנות נאמנות בע"מ	פגיעה בהסתמכות	כללי	המגיבים ציינו כי מודל ההוסטינג פועל בשוק ההון הישראלי במשך שנים במסגרת אסדרתית מוכרת ויציבה, אשר שימשה בסיס לקבלת החלטות עסקיות, לביצוע השקעות, להקמת פעילויות ולכריתת התקשרויות ארוכות טווח. לטענתם, הן מנהלי הקרנות והן מנהלי התיקים הפועלים במודל השקיעו לאורך השנים משאבים משמעותיים בפיתוח פעילותם בהתאם לדין, להנחיות הרשות ולפיקוחה, תוך הסתמכות על המסגרת האסדרתית הקיימת ועל עמדותיה של הרשות ביחס למודל. לפיכך, נטען כי האסדרה, הכוללת שינוי של תנאי הפעילות והכניסה לשוק באמצעות קביעת תנאי סף ומדרגות היקף פעילות, מחייבת התחשבות באינטרס ההסתמכות של הגורמים הפועלים במודל ובבחינה זהירה של השלכותיה על פעילות קיימת. עוד נטען כי אין להחיל את האסדרה באופן רטרואקטיבי	<u>ההערה מתקבלת באופן חלקי.</u> הרשות מכירה בכך שמודל ההוסטינג פועל בשוק ההון הישראלי מזה שנים רבות במסגרת רגולטורית מוכרת, וכי גופים שונים, ובהם מנהלי קרנות ומנהלי תיקים, ביססו במסגרתו פעילות עסקית, השקעות והתקשרויות ארוכות טווח. עם זאת, הרשות נדרשת לבחון מעת לעת את התאמתה של המסגרת הרגולטורית להתפתחויות בשוק, למאפייני הפעילות ולסיכונים הנלווים לה, וזאת תוך איזון בין אינטרס ההסתמכות של הגופים הפועלים בתחום לבין הצורך בהבטחת פעילות תקינה, שמירה על עניינם של המשקיעים והתאמת רמת הפיקוח להיקפי הפעילות. בהוראה בוצעו התאמות במודל, ובכלל זה עודכן מבנה מדרגות הפעילות כך שיתבסס על היקף הנכסים המנוהלים, וכן עודכן מנגנון

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				על גופים הפועלים כיום כדין במסגרת מודל ההוסטינג, וכי החלתה על פעילות קיימת עלולה לפגוע באינטרס ההסתמכות, בחופש העיסוק ובתחרות בשוק.	בחינת התאמתן של חברות ניהול התיקים לפעילות במסגרת מודל ההוסטינג, כך שלא יתבסס על תנאי סף כמותיים קשיחים של מספר לקוחות ושווי נכסים מנוהלים, אלא על בחינה מהותית של קיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל לאורך זמן. התאמות אלו נועדו ליצור מסגרת מידתית וגמישה יותר, המשקפת את מאפייני הפעילות בפועל ומצמצמת את החשש מפגיעה בלתי מידתית בפעילות קיימת. ביחס לגורמים הפועלים כיום במסגרת מודל ההוסטינג, נבחנה שאלת ההיערכות לשינוי והצורך במתן מענה להסתמכות שנוצרה על בסיס האסדרה הקיימת. בהתאם לכך, נקבעו הוראות מעבר ותקופת היערכות של 24 חודשים, במטרה לאפשר לגורמים הרלוונטיים להיערך ליישום האסדרה החדשה ולצמצם השפעות בלתי רצויות על פעילות קיימת. עוד יובהר כי ככל שחברת ניהול תיקים עמדה בתנאי הסף במועד ההתקשרות אך חדלה לעמוד בהם במהלך הפעילות, תינתן תקופה של שישה חודשים להפסקת ההתקשרות עמה במסגרת מודל ההוסטינג.
5	משרד יותם כוכבי עו"ד	פגיעה בחופש העיסוק	כללי	ההוראה מצמצמת מהותית מסלול שחוק הייעוץ הותיר פתוח לפיכך היא פוגעת בחופש העיסוק והדרך הראויה היא חקיקה ראשית.	<u>ההערה אינה מתקבלת.</u> בהתייחס לטענה בדבר פגיעה חוקתית, ההוראה קובעת תנאים רגולטוריים לפעילות בתחום מפקח ואינה מונעת את העיסוק בו. לעמדת הרשות, ההסדר מצוי בגדר סמכויותיה, משרת תכלית ראויה ועומד בדרישת המידתיות.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
6	דיאמונד בית השקעות בע"מ משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות' איגוד לשכות המסחר איילון קרנות נאמנות בע"מ	חריגה מסמכות	כללי	לטענת המגיבים, טיוטת ההוראה יוצרת סתירה פנימית בכך שמחד גיסא היא מדגישה כי הסתייעות במנהל תיקים חיצוני אינה גורעת מאחריותו המלאה של מנהל הקרן, ומאידך גיסא מטילה על מנהל התיקים החיצוני חובות ומנגנוני בקרה הדומים לאלו החלים על מנהל הקרן. לשיטתם, מקום שבו מנהל הקרן נושא באחריות המשפטית המלאה ומפעיל ממילא את כלל מערכי הפיקוח, הבקרה, הציות וניהול הסיכונים, אין בסיס משפטי להטלת חובות מקבילות על מנהל התיקים המתארח. עוד נטען כי חוק הקרנות, ובפרט סעיף 86 לחוק, קובע כי האחריות הסטטוטורית נותרת בידי מנהל הקרן גם כאשר פעילות מסוימת מבוצעת באמצעות מיקור חוץ, ולכן אין בסמכות הרשות להטיל על מנהל התיקים החיצוני חובות סטטוטוריות החלות על מנהל קרן. עוד צוין כי הסדרת פעילות ההוסטינג מעוגנת בסעיף 13(ג) לחוק, אשר נוסף במסגרת תיקון מס' 5 לחוק בשנת 1999, לאחר שהמחוקק בחן את פעילות ההוסטינג בשוק ובחר להסדירה באמצעות חקיקה ראשית. לפיכך, לטענת המגיבים, ככל שנדרש שינוי מהותי בהסדר הקיים או הטלת מגבלות וחובות נוספות על המשתתפים במודל ההוסטינג, הדבר מחייב תיקון חקיקה ולא אסדרה באמצעות הוראת רשות. לשיטתם, הוראות רשות נועדו להבהיר וליישם את הדין הקיים, אך לא להרחיב את תחולת	ההערה אינה מתקבלת. בהתאם לסמכות הרשות לפי סעיף 97(ב) לחוק ההקרנות, הרשות רשאית לקבוע תנאים, בקרות והסדרים שעל מנהל הקרן לוודא את קיומם בעת הסתייעות בגורם חיצוני. דרישות אלה נועדו להבטיח כי הגורם המבצע בפועל את פעילות ניהול ההשקעות מחזיק בתשתיות ובמנגנוני בקרה הולמים, וכי מנהל הקרן מסוגל לעמוד בחובותיו ולמלא את אחריותו בהתאם להוראות הדין. העובדה כי המחוקק בחר בעבר להסדיר תנאי כשירות לעובדים של מנהל קרן ונאמן באמצעות תיקוני חקיקה אינה מלמדת כי כל אסדרה עתידית בתחום מחייבת בהכרח תיקון חקיקה נוסף. בחוק נקבעה הדרישה שעל עובדי מנהל הקרן והמועסקים על ידו להיות בעלי רישיון ניהול תיקים אך פרטי ואופן הביצוע מקומם בהוראה כפי שנעשה כאן. האסדרה מתבצעת במסגרת סמכויות הרשות ותכליתה להבהיר ולהסדיר את אופן יישום הוראות הדין הקיים ביחס למודל ההוסטינג, ולא לשנות את הוראות חוק הקרנות להרחיב את תחולתן או לקבוע מגבלות חדשות החורגות מהמסגרת החוקית הקיימת.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				החוק, לשנות מהוראות חקיקה ראשית או לקבוע מגבלות חדשות שאינן מעוגנות בחוק או בתקנות. בנוסף נטען כי חוק הקרנות אינו שולל את האפשרות שמנהל קרן יתקשר עם מנהל תיקים חיצוני או יועץ השקעות חיצוני, וכי התנאים והדרישות שנקבעו בטיטת ההוראה מכבידים עד כדי פגיעה מהותית בכדאיות השימוש במודל ההוסטינג, באופן שעלול לרוקן מתוכן את ההסדר שקבע המחוקק ואף להביא בפועל לצמצום משמעותי או לביטולו של מוסד ההוסטינג.	
7	קבין בית השקעות בע"מ משרד עו"ד הרצוג איגוד לשכות המסחר פייר פיננשיאל טכנולוג'יז בע"מ	פגיעה בתחרות	8	נטען כי מודל ההוסטינג מהווה מנגנון חשוב להגברת התחרות בשוק הקרנות, להפחתת חסמי כניסה, לאפשרות של מנהלי השקעות קטנים ובינוניים להיכנס לתחום ניהול קרנות נאמנות בעלויות נמוכות יחסית, ולהנגשת מומחיות ואסטרטגיות השקעה ייחודיות לציבור במסגרת מוצר מפוקח. לשיטת המגיבים, המודל משמש כ"חממת גידול" לגופים חדשים ומאפשר להם להתחרות מול גופים גדולים מבלי לשאת מראש בעלויות משמעותיות הכרוכות בהקמת מערכי תפעול, ציות, דיווח ובקרה עצמאיים, ובכך תורם להפחתת ריכוזיות, להגברת התחרות בדמי הניהול ולהרחבת מגוון מוצרי ההשקעה המוצעים לציבור. נטען כי האסדרה המוצעת וההכבדה הרגולטורית הכרוכה בה עלולות לצמצם באופן משמעותי את פעילות ההוסטינג, להפוך את המודל לפחות כדאי עבור מנהלי השקעות קטנים ובינוניים, לפגוע ביכולתם לצמוח ולהקים קרנות חדשות,	<u>ההערה אינה מתקבלת.</u> הרשות מכירה בתרומתו של מודל ההוסטינג, לעידוד התמחות, להגברת התחרות ולהרחבת מגוון מוצרי ההשקעה הזמינים לציבור. הרשות מודעת גם להיבטים התחרותיים וליתרונות הגלומים במודל זה, ולפיכך האסדרה נועדה לאפשר את המשך קיומו של המודל עבור הגופים הפועלים בו, ללא שינוי מהותי ביחס להסדרים הקיימים כיום, ובמקביל לקבוע גבול עליון רגולטורי לפעילות במסגרת הוסטינג בהיקפים משמעותיים. עם זאת, לנוכח הגידול המשמעותי בהיקף הפעילות, וכשלים שהרשות מצאה ופרסמה אודותם, נדרשת התאמת האסדרה כך שתבטיח קיומם של מנגנוני פיקוח, ממשל תאגידי וניהול סיכונים ההולמים את היקף הפעילות וההשפעה על המשקיעים. מטרת האסדרה היא לשמר את יתרונותיה של פעילות ההוסטינג לצד חיזוק ההגנה על המשקיעים ושמירה על תקינות שוק הקרנות, באמצעות דרישות מדורגות ומידתיות בהתאם להיקף הפעילות.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות' עו"ד יותם כוכבי אקסיומה ניהול השקעות בע"מ איילון קרנות נאמנות בע"מ			לצמצם את מגוון אסטרטגיות ההשקעה ולהוביל להגדלת הריכוזיות בשוק ולהישענות על מספר מצומצם של מנהלי קרנות גדולים ומבוססים. עוד נטען כי החלת חובות משמעותיות, ובפרט חובות הדומות לאלו החלות על מנהל קרן מלא, עלולה ליצור תמריץ ליציאה ממודל ההוסטינג, למעבר לפעילות עצמאית, למיזוגים ורכישות או לחלופות פעילות אחרות שאינן כפופות לאותה מסגרת פיקוח, כגון ניהול קרנות גידור, ובכך לפגוע ביתרונותיו של המודל המפוקח ובאינטרס המשקיעים. בנוסף, נטען כי יש לבחון את האיזון בין הגנה על ציבור המשקיעים לבין שמירה על תחרות, חדשנות והסתייעות בגורמים מקצועיים חיצוניים, וכי הצבת חסמים שאינם מידתיים באמצעות אסדרה, מקום שבו המחוקק בחר להשאיר את האפשרות לפעילות זו במסגרת החוק, עלולה לפגוע בתחרות ובהיצע הקרנות בשוק. עוד הודגש כי גם בתקופות של משברים ואי ודאות כלכלית יש חשיבות לשימור מודל ההוסטינג, המאפשר למנהלי תיקים חיצוניים, ובפרט לשחקנים קטנים יותר, לפעול בשוק תוך הסתייעות בתשתיות, בניסיון וביכולות של מנהלי קרנות מנוסים, לטובת ציבור המשקיעים.	יצוין כי בהמשך להערות הציבור ולאחר בחינה נוספת של מבנה המדרגות, עודכנו הספים כך שייקבעו שלוש מדרגות: עד 1 מיליארד ש"ח, בין 1 ל 3 מיליארד ש"ח, ומעל 3 מיליארד ש"ח. כמו כן, ההוראה עודכנה כך שמבחן הסיווג למדרגות יתבסס על עמידה בסף הרלוונטי במשך 75% מתקופה של שנתיים, חלק 75% מימי שנה קלנדרית אחת. יצוין כי מדידה זו תבוצע לכל הפחות בתום כל חודש. בנוסף, נקבעה תקופת הסתגלות של שישה חודשים טרם החלת מלוא החובות החלות על גופים המסווגים במדרגה השלישית, וזאת כדי לאפשר היערכות מתאימה ליישום הדרישות.
8	קבין בית השקעות בע"מ	ממצאי הביקורת	כללי	המגיבים ציינו כי טיטות ההוראה ומסמך הערכת השפעת האסדרה אינם מבססים קיומו של כשל שוק או כשל מערכתי ייחודי למודל ההוסטינג המצדיקים את האסדרה המוצעת; נטען כי הקביעה שלפיה חלק מגופי ההוסטינג מאופיינים בנטילת	<u>ההערה אינה מתקבלת.</u> האסדרה אינה נשענת על ההנחה כי מודל ההוסטינג יוצר כשל שוק או כשל מערכתי מובנה, ואף אינה מבוססת על ההנחה שכלל הגופים הפועלים במסגרתו מאופיינים ברמות סיכון גבוהות. הצורך באסדרה נובע ממכלול ממצאי

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	פסטרנק שהם בית השקעות איילון קרנות נאמנות בע"מ			סיכונים מוגברת אינה נתמכת בנתונים אמפיריים או בניתוח שיטתי של הענף, וכי גם אם קיימים מקרים נקודתיים אין בהם כדי להעיד על בעיה ייחודית למודל זה, שכן אירועי השקעה וכשלי פיקוח מתקיימים גם בקרנות המנוהלות ישירות. עוד צוין כי מערכות הדירוג הבנקאיות מביאות בחשבון מדדי סיכון ויוצרות תמריץ מובנה לאיזון בין תשואה לסיכון, ולכן לא הוכח כי מעבר לפעילות עצמאית מפחית בהכרח את רמת הסיכון בפועל. בנוסף נטען כי ממצאי הביקורת שעליהם נסמכת ההצעה משקפים בעיקר כשלים פרוצדורליים ותהליכיים, כגון היעדר חומרי רקע מספקים לדירקטוריון או היעדר בדיקות עצמאיות מספקות, אשר ניתן להתמודד עמם באמצעות חיזוק תהליכי הפיקוח, הבקרה והאכיפה הקיימים, ולפיכך שינוי מבני של מודל ההוסטינג או הפיכת חברת ניהול התיקים למנהל קרן עצמאי אינם מהווים, לשיטתם, מענה מתאים לליקויים שזוהו.	הפיקוח, הביקורות וניתוח מאפייני הפעילות במודל לאורך זמן, אשר הצביעו על מאפיינים ייחודיים הנובעים מהפרדת האחריות בין מנהל הקרן לבין הגורם המבצע בפועל את ניהול ההשקעות. במסגרת הפיקוח עלה כי מבנה פעילות מקשה על קיומם של מנגנוני פיקוח, בקרה וממשל תאגידי אפקטיביים, וליצור אתגרי פיקוח שאינם מתקיימים באותה מידה במבנה שבו כלל סמכויות הניהול מרוכזות בידי מנהל הקרן עצמו. בהקשר זה יובהר כי האסדרה אינה מבוססת על קיומם של אירועי כשל שהתרחשו בפועל, אלא גם על זיהוי סיכונים מבניים פוטנציאליים הנובעים ממאפייני המודל. עוד יובהר כי ממצאי הביקורות שעליהם נשענת ההוראה אינם מתמצים בליקויים פרוצדורליים נקודתיים בלבד, אלא משקפים קשיים החוזרים על עצמם בהיבטי פיקוח, בקרה וזרימת מידע בין הגורמים המעורבים בניהול הקרן. לפיכך, הרשות סבורה כי אף שלחזוק מנגנוני הבקרה והאכיפה הקיימים יש חשיבות רבה, אין בכך לבדו כדי לתת מענה מלא למאפייני הסיכון שזוהו במסגרת מודל פעילות זה, ועל כן נדרשת אסדרה ייעודית המותאמת למאפייניו.
9	משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות'	שקיפות וגילוי ביחס למנגנון הפיקוח המצומצם בהוסטינג	כללי	הרשות טענה שקרן נאמנות בהוסטינג לא מאפשרת לציבור הרוכש יחידות של קרן נאמנות לדעת מי הגורם שמפקח על הפעילות ומהו מנגנון הפיקוח. הטענה הזאת אינה נכונה ואף מטעה- בכל הדוחות השנתיים של קרנות המנוהלות בהוסטינג	<u>ההערה אינה מתקבלת.</u> ההערה אינה מתייחסת לתכלית שעמדה בבסיס האסדרה. במסמך ה-RIA לא נאמר כי ציבור המשקיעים אינו מודע לעצם קיומו של הסדר הוסטינג או לזהותו של מנהל ההשקעות החיצוני. עניינים אלה אכן מקבלים ביטוי בגילוי הניתן למשקיעים. הכוונה היא כי קיומו של הגילוי הקיים אינו משקף את

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיוטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				ניתן גילוי לעובדת הניהול בהוסטינג, ושמו של מנהל ההשקעות החיצוני מקבל ביטוי בשמה של הקרן הרלוונטית.	מאפייני מערך האחריות והפיקוח החל על פעילות ניהול ההשקעות במודל ההוסטינג. במודל זה ניהול ההשקעות מבוצע על ידי מנהל תיקים חיצוני שאינו נושא באחריות לפי חוק הקרנות, בעוד שהפיקוח על פעילותו מתבצע על ידי מנהל הקרן באופן חיצוני. בהתאם לכך, האסדרה אינה עוסקת בהיבטי הגילוי הנוגעים לעצם קיומו של הסדר הוסטינג, אלא במאפייניו של מנגנון הפיקוח החל במסגרתו.
10	משרד יותם כוכבי עו"ד	הטלת משטר פיקוח כבד שלא כדין	כללי	הטיוטה מטילה משטר התקשרות ופיקוח כבד על יועצים חיצוניים גם במצבים שבהם הדין הראשי אינו מחייב רישיון ומאפשר מתן שירותים ללא פיקוח, לרבות מתן שירות לקרן נאמנות ללא רישיון כלל.	ההערה אינה מתקבלת. ההוראה אינה מבקשת להסדיר את עיסוקם של היועצים החיצוניים או לקבוע לגביהם דרישות רישוי, אלא לקבוע את אופן ההסתמכות של מנהל הקרן על שירותיהם במסגרת ניהול הקרן. לפיכך, אין בכך כדי לשנות מההסדרים הקבועים בדין לעניין דרישות הרישוי החלות על יועצים חיצוניים או להתנות עליהם. הדרישות הקבועות בהוראה נועדו להבטיח כי מקום שבו מנהל הקרן בוחר להיוועץ ביועץ חיצוני לצורך קבלת החלטות או ביצוע תפקידים בעלי השפעה על ניהול הקרן, ייעשה הדבר במסגרת מנגנוני ממשל תאגידי, בקרה וניהול סיכונים הולמים. משכך, דווקא בשל העובדה שהדין אינו מחייב רישיון למתן שירות מסוים יש להבטיח כי מנהל הקרן יבחן את התאמתו של היועץ החיצוני, יפקח על ההתקשרות עמו ויוודא כי ההסתמכות על שירותיו נעשית באופן המגן על עניינם של בעלי היחידות ועולה בקנה אחד עם חובותיו של מנהל הקרן לפי הדין.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
11	משרד יותם כוכבי עו"ד משרד הרצוג פוקס נאמן איילון קרנות נאמנות בע"מ	אפקט מצנן על שימוש ביועצים חיצוניים	כללי	בשל אי ההפרדה בין ההוסטינג ליועצים חיצוניים-קיים חשש ממשי שהדרישות הנרחבות יגרמו למנהלי קרנות להימנע מהסתייעות ביועצים חיצוניים, גם במקרים שבהם מדובר בייעוץ לגיטימי, ממוקד ומועיל לציבור המשקיעים. הדרישות המכבידות לא נדרשות לאור החובות שחלות על מנהלי קרנות להפעלת שיקול דעת עצמאי. נדרש שמנהל הקרן יבחן את המלצות ההשקעה לגופן ולא את היועץ לגופו. המודל שפעל עד היום עשה זאת בפיקוח ובאישור הרשות.	ההערה אינה מתקבלת. ההוראה אינה מגבילה את האפשרות של מנהל קרן להסתייע ביועצים או בגורמים חיצוניים ואינה יוצרת חסם להתקשרויות כאמור. מטרתה היא לעגן מסגרת ברורה להסתייעות בגורמים חיצוניים, בהתאם לעקרונות של ממשל תאגידי, בקרה וניהול סיכונים, ולהבטיח כי הסתמכות על שירותיהם תיעשה באופן מושכל, מקצועי, אמין ומבוקר. בהקשר זה, בחינת המלצות ההשקעה לגופן, כשלעצמה, אינה מספקת לצורך מילוי חובתו של מנהל הקרן להפעיל שיקול דעת עצמאי. לפיכך, מקום שבו מנהל הקרן מסתייע ביועץ חיצוני, עליו לוודא גם כי ההתקשרות עמו ואופן מתן השירות מאפשרים הסתמכות מקצועית ומבוקרת, וכי מתקיימים מנגנוני הבקרה והפיקוח הנדרשים לצורך כך. ההוראה אינה אוסרת מודלים מקצועיים ולגיטימיים של הסתייעות בגורמים חיצוניים ואינה מבקשת לשנות מן היסוד את האפשרות לעשות בהם שימוש, אלא מבהירה את דרך יישום האחריות המוטלת על מנהל הקרן מקום שבו הוא בוחר להסתמך על שירותיהם. בהתאם לכך, הרשות סבורה כי אין בהוראה כדי לפגוע באופן בלתי מוצדק במודלים קיימים.
12	משרד יותם כוכבי עו"ד	עמימות בהגדרת "קבלת החלטות השקעה"	כללי	מוצע להבהיר במפורש כי השתתפות יועץ חיצוני בדיונים מקצועיים, הצגת ניתוחים, מענה לשאלות וליווי אנליטי מתמשך לא ייחשבו כשלעצמם "קבלת החלטות השקעה", כל עוד שיקול הדעת הסופי וההחלטה בפועל נותרים בידי מנהל הקרן.	ההערה מתקבלת האופן חלקי. אכן המתואר בהערה כאן, ככלל מאפיין יועץ השקעות ובמובן זה ההוראה אינה קובעת כי עצם השתתפותו של יועץ חיצוני בדיונים מקצועיים או הצגת ניתוחים מהווה כשלעצמה קבלת החלטות השקעה. עם זאת, שאלת תחולת

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
					ההוראה בנסיבות מסוימות תיבחן לפי מהות השירות והיקף ההסתמכות עליו בפועל על מנת למנוע עקיפת תכליתה.
הערות לטיטות ההוראה					
13	דיאמונד בית השקעות בע"מ קבין בית השקעות בע"מ פייר פיננשיאל טכנולוג'יז בע"מ משרד עו"ד הרצוג משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות' יותם כוכבי	תנאי סף	2+3	נטען כי תנאי הסף המוצעים, ובהם הדרישות למספר לקוחות, היקף נכסים מנוהלים, ותק החברה, מנגנון מדרגות היקף הפעילות, צבירת היקפים ברמת הקבוצה והחובות המצטברות לאורך תקופת ההתקשרות, יוצרים חסמי כניסה משמעותיים ובלתי מידתיים לפעילות ההוסטינג, הפוגעים בתחרות, בחדשנות, ביזמות ובכניסתם של שחקנים חדשים. עוד נטען כי ניהול תיקים וניהול קרנות הם תחומי פעילות נפרדים, וכי הדרישה לקיומה של פעילות ניהול תיקים כתנאי לפעילות הוסטינג אינה מתחייבת מהדין. לשיטת המעירים, קריטריונים כמותיים, כגון מספר לקוחות, היקף נכסים מנוהלים וותק החברה, אינם משקפים בהכרח מקצועיות, כשירות או רמת סיכון, ולכן הוצע להעדיף בחינה מהותית המבוססת על רישוי, ניסיונם ומומחיותם של מנהלי ההשקעות בפועל, ובפרט ניסיונם בניהול השקעות ובניהול קרנות נאמנות, וכן על מערכי הבקרה, הציות וניהול הסיכונים של הגוף. בהתאם לכך הוצע להתמקד בכשירותו ובניסיונו של מנהל ההשקעות המנהל בפועל את נכסי הקרן, לקבוע מסלולי ניסיון חלופיים שיכירו בניסיון שנצבר בניהול תיקי השקעות, קרנות נאמנות, גופים מוסדיים, קרנות השקעה פרטיות וקרנות גידור, וכן	ההערה מתקבלת באופן חלקי. עודכן מנגנון הבחינה כך שלא יתבסס עוד על תנאי סף כמותיים של מספר לקוחות והיקף נכסים מנוהלים, אלא על בחינה מהותית של התאמת חברת ניהול התיקים לפעילות במסגרת מודל ההוסטינג. בהתאם לנוסח ההוראה, על מנהל הקרן לבחון, טרם ההתקשרות, את מכלול המאפיינים הרלוונטיים של חברת ניהול התיקים, ובכלל זה ניסיונה המקצועי, תשתיותיה התפעוליות והבקרתיות, ומנגנוני ניהול הסיכונים והציות שלה. במסגרת בחינה זו נותרה על כנה הדרישה לקיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל במשך שנה לפחות. דרישה זו מהווה שיקול רלוונטי במסגרת הבחינה הכוללת של התאמת החברה. קיומה של פעילות כאמור מלמד על ניסיון מעשי, בשלות ארגונית וקיומה של תשתית מקצועית ותפעולית רלוונטית, אך אין בה כשלעצמה כדי להחליף את הבחינה המהותית של מכלול מאפייני החברה. לעניין זה, יובהר כי במסגרת בחינת פעילות ניהול התיקים וקיומם של לקוחות מנוהלים, יובאו בחשבון לקוחות שאינם קרנות נאמנות או גופים מוסדיים, כהגדרתם בתקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (דוחות), התשפ"ב-2022. דרישה זו נובעת מכך שתכלית רישיון ניהול

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	אקסיומה ניהול השקעות בע"מ איילון קרנות נאמנות בע"מ איגוד לשכות המסחר			בניסיון מקצועי אחר בתחום ניהול ההשקעות, לרבות של בעלי רישיון ייעוץ השקעות ותיקים ובעלי ניסיון רלוונטי. עוד הוצע להסתפק בדרישת רישיון בתוקף וניסיון מקצועי מתאים, לבטל או לרכז את דרישות מספר הלקוחות והיקף הנכסים כתנאי סף קשיחים או לראות בהן אינדיקציות מסייעות בלבד, לאפשר מסלול חלופי או תקופת הסתגלות לחברות חדשות או קטנות על בסיס בחינה איכותית של כשירותן, לבחון ככל שנקבע תנאי של היקף נכסים מנוהלים את הנכסים שנוהלו בפועל על ידי מנהל ההשקעות ולא את מספר לקוחות החברה, ולשקול מודל מדורג של תנאי סף בהתאם למורכבות הקרן. בנוסף נטען כי רף הכניסה שנקבע הוא שרירותי, מפלה חברות בוטיק המתמחות בלקוחות כשירים, יוצר תמריץ בלתי רצוי להרחבת פעילות קמעונאית לצורך עמידה בתנאי הסף בלבד, ועלול להרחיק מנהלי השקעות איכותיים מהשוק המפוקח ולהוביל משקיעים לפלטפורמות חלופיות ופחות מפקחות.	התיקים היא מתן שירותי ניהול השקעות ללקוחות. פעילות עבור לקוחות אלה מחייבת התמודדות שוטפת עם מכלול החובות החלות על מנהל התיקים, ובכלל זה התאמת השירות לצורכי הלקוח, קיום קשר שוטף וכדומה. פעילות זו מאפשרת בחינה מתמשכת של אופן מתן השירות מצד הלקוחות עצמם ומהווה אינדיקציה לניסיון מעשי במתן שירותי ניהול כספי לקוחות. טעם נוסף לדרישה זו נעוץ במבנה הפיקוח החל על חברת ניהול התיקים. חברת ניהול תיקים מפוקחת מכוח רישיונה ביחס למתן שירותי ניהול תיקים, ולא ביחס לניהול מוצר השקעה מסוג קרן נאמנות, הכפוף למשטר פיקוח ייעודי ונפרד. במסגרת מודל ההוסטינג, הרשות מביאה בחשבון את הפיקוח החל על חברת ניהול התיקים. עם זאת, לעמדת הרשות, יש מקום לוודא כי החברה מקיימת בפועל פעילות ניהול תיקים לצורך הסתמכות על פיקוח זה, שהיא הפעילות שלגביה ניתן הרישיון ומופעל הפיקוח השוטף. לפיכך, נותרה על כנה הדרישה לקיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל, כחלק מבחינת התאמתה של החברה לפעילות במסגרת מודל ההוסטינג. הרשות בחנה גם את האפשרות להסתמך על מסלולי ניסיון חלופיים, לרבות ניסיון בניהול קרנות נאמנות, בניהול השקעות עבור גופים מוסדיים או בניסיון המקצועי של מנהלי ההשקעות בפועל. לעמדת הרשות, אף שמדובר בתחומי פעילות רלוונטיים, ניסיון כאמור אינו מבטיח בהכרח קיומה של פעילות ניהול תיקים

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיוטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
					בפועל ושל התנסות מתמשכת במכלול החובות והמאפיינים הכרוכים במתן שירותי ניהול תיקים. עם זאת, הניסיון המקצועי של החברה ושל בעלי התפקידים בה יובא בחשבון במסגרת הבחינה המהותית הכוללת. במסגרת בחינת ההערות נשקלה גם השפעת הדרישה על התחרות, על חברות קטנות ועל כניסת שחקנים חדשים לשוק. ביטול הספים הכמותיים מפחית את החשש ליצירת חסמי כניסה המבוססים על מספר לקוחות או היקף נכסים מנוהלים, ומאפשר גם לחברות בעלות היקף פעילות מצומצם לעמוד בדרישה, ככל שהן מקיימות פעילות ניהול תיקים ממשית ומתמשכת. בכך נוצר איזון בין הצורך לאפשר תחרות וכניסת שחקנים חדשים לבין הצורך להבטיח ניסיון מעשי ותשתית מקצועית ותפעולית מתאימה. לעמדת הרשות, תנאי הסף בהוראה משקפים איזון ראוי בין הפחתת חסמי הכניסה באמצעות ביטול תנאי הסף הכמותיים לבין הצורך להבטיח כי חברות הפועלות במסגרת מודל ההוסטינג מחזיקות בניסיון מעשי, בפעילות עסקית מתמשכת ובתשתית מקצועית, תפעולית ובקרתית מתאימה, באופן המגן על עניינם של בעלי היחידות. ביחס לחברות ניהול תיקים שכבר פועלות במסגרת מודל ההוסטינג במועד כניסת האסדרה לתוקף ואשר אינן עומדות בדרישה בדבר קיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל לאורך שנה לפחות, תינתן תקופה של 24 חודשים במטרה לאפשר היערכות הדרגתית ולהביא

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיוטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
					בחשבון את קיומה של פעילות קיימת. ככל שבמהלך תקופת ההתקשרות חדלה חברת ניהול התיקים לעמוד בתנאים האמורים, תעמוד למנהל הקרן תקופה של שישה חודשים להביא את ההתקשרות עמה לסיום.
14	דיאמונד בית השקעות בע"מ משרד עו"ד הרצוג משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות' איילון קרנות נאמנות בע"מ פייר פיננשיאל טכנולוג'יז בע"מ	הגבלת שיעור הוסטינג ל-20% מנכסי מנהל הקרן	3	נטען כי מגבלת ה-20% על היקף פעילות ההוסטינג אינה מוצדקת ועלולה לפגוע במודל ההוסטינג, לצמצם את מספר הגופים המארחים, לפגוע בתחרות, להקשות על כניסת שחקנים חדשים, לעכב את צמיחתם של גופים מתארחים מצליחים ולהוביל לריכוז הפעילות בידי מנהלי קרנות גדולים. לשיטת המגיבים, הסיכון למשקיעים נגזר בעיקר ממאפייני הקרן ומדיניות ההשקעה שלה, ולא מזהות מנהל ההשקעות או מהיקף פעילות ההוסטינג ביחס לפעילותו הכוללת של מנהל הקרן. עוד נטען כי אחד היתרונות המרכזיים של מודל ההוסטינג הוא צבירת מומחיות, ניסיון ותשתיות בקרה אצל הגופים הפועלים בו, וכי הגבלת היקף הפעילות או פיזור בין מספר רב של מנהלי קרנות עלולה דווקא לפגוע ביעילות מנגנוני הבקרה והפיקוח וביכולתם של מנהלי הקרנות להסתייע בגופים בעלי מומחיות ייחודית. כן נטען כי ככל שנדרש פיקוח על היקפי הפעילות, יש להעדיף מנגנונים מידתיים, דינמיים ומבוססי סיכון על פני תקרה כמותית קשיחה, כאשר חלק מהמגיבים ציינו כי אינם מתנגדים לקביעת יחס מסוים בין פעילות ההוסטינג לבין הפעילות האורגנית של מנהל הקרן, אך הציעו לבססו על היחס	ההערה התקבלה באופן חלקי. הגבלת שיעור ההוסטינג ביחס לנכסי מנהל הקרן נועדה להבטיח כי פעילות ההוסטינג תיוותר פעילות נלווית לפעילות הליבה של מנהל הקרן, בהתאם ליחוד עיסוקו, ולא תהפוך לפעילותו המרכזית כספק שירותי אירוח. מטרת המגבלה היא להבטיח כי מנהל הקרן ימשיך להיות מעורב באופן מהותי בניהול הקרנות שבניהולו הישיר, ויישא באחריות אפקטיבית לקיום כלל חובותיו כמנהל קרן, לרבות פיקוח ובקרה על פעילות ההוסטינג. המגבלה לא נועדה לפזר את פעילות ההוסטינג בין מספר מנהלי קרנות או להגביל את יתרונות ההתמחות והניסיון בתחום, אלא לתת מענה לסיכונים המבניים הכרוכים בהיקף משמעותי של פעילות הוסטינג ולהבטיח כי מנהל הקרן לא יהפוך בפועל לגורם שעיקר פעילותו תפעול קרנות המנוהלות באמצעות מנהלי תיקים מתארחים. עם זאת, לאחר בחינה נוספת של ההערות שהתקבלו ושל השלכות המגבלה המוצעת, הוחלט שלא לאמץ את המגבלה שהוצעה בטיוטת ההוראה, שלפיה פעילות ההוסטינג לא תעלה על 20% משווי נכסי הקרנות המנוהלות על ידי מנהל הקרן, ולקבוע תחתיה מבחן שלפיו

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיוטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	איגוד הנאמנים בשוק ההון בישראל			בין היקף הקרנות האקטיביות המנוהלות במסגרת הוסטינג לבין היקף הקרנות האקטיביות המנוהלות באופן אורגני, וכן לבחון החרגת קרנות כספיות מהחישוב. בנוסף, התבקשו הבהרות באשר לאופן יישום המגבלה, לרבות מועד בחינתה, אופן החישוב, אופן הטיפול במקרים של חריגה, הכללת נכסי קרנות הוסטינג במניין הנכסים הכולל ותחולת ההוראה על התקשרויות קיימות לעומת התקשרויות עתידיות.	מנהל הקרן יידרש לנהל בכל עת את רוב נכסי הקרנות שבניהולו באופן ישיר. שינוי זה נועד לאפשר גמישות תפעולית רבה יותר, תוך שמירה על האיזון בין מתן אפשרות לפעילות הוסטינג משמעותית לבין הבטחת אופיו הנלווה של מודל הוסטינג. כמו כן, מנהל הקרן ידווח על דבר החריגה ועל הצעדים שבכוונתו לנקוט לשם השבת העמידה במגבלת שווי הנכסים. למנהל הקרן תינתן תקופת תיקון של שישה חודשים לצורך חזרה למגבלה ובלבד שמנהל הקרן נוקט צעדים סבירים ומידתיים להשבת העמידה במגבלת שווי הנכסים בתוך התקופה האמורה.
15	איגוד הנאמנים בשוק ההון בישראל משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות' אקסיומה בית השקעות בע"מ	התקשרות עם מנהל תיקים	4	המגיבים ציינו כי יש להבהיר את אופן יישום בדיקות המהימנות הקבועות בסעיף 4 לטיוטת ההוראה. בהקשר זה הוצע להבהיר מהי התקופה הרלוונטית לבחינת אירועים והליכים הנוגעים לחברת ניהול התיקים, לבעלי השליטה בה, לנושאי המשרה ולגורמים המיועדים לעסוק בניהול ההשקעות. עוד נטען כי יש להתאים את ההוראה להוראות חוק המידע הפלילי ותקנת השבים, התשע"ט–2019, ולהבהיר כי איסוף המידע והשימוש בו ייעשו בהתאם לדין. בנוסף, התבקשה הבהרה באשר להיקף החובה לפנות ל"גורמים רלוונטיים אחרים" ולבצע "בירור עצמאי", לרבות פירוט או דוגמאות לפעולות הנדרשות, לשם יצירת ודאות רגולטורית ויישום אחיד של הדרישות.	<u>ההערה אינה מתקבלת.</u> בדיקות המהימנות הן בדיקות מקדימות הנערכות טרם ההתקשרות עם חברת ניהול התיקים, כחלק מתהליך בדיקת הנאותות (Due Diligence) שמבצע מנהל הקרן לצורך קבלת החלטה מושכלת ובהתאם לאופי הסיכון. את הבדיקות יש לבצע בהתאם להוראות הדין, ובכלל זה חוק המידע הפלילי ותקנת השבים, התשע"ט–2019, במסגרת זאת יש להתבסס גם על מקורות מידע פומביים. אשר לבירורים מול גורמים רלוונטיים אחרים ולבירור העצמאי, מדובר בבחינה מבוססת סיכון שתבוצע בהתאם לשיקול דעתו של מנהל הקרן ולנסיבות העניין. בנוסף, סעיף 16 להוראה מחייב את מנהל הקרן לערוך אחת לשנה בחינה של כשירותה ומהימנותה של חברת ניהול התיקים ושל הגורמים הרלוונטיים בה, וכן של עמידתם בדרישות הקבועות בסעיפים 5-7 להוראה. לפיכך, ההוראה קובעת מנגנון פיקוח

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				עוד צוין כי יש להבהיר שהוראות סעיף 4 יחולו רק ביחס להתקשרויות עתידיות עם מנהלי תיקים חיצוניים, ולא יחולו על התקשרויות קיימות שנערכו לפני כניסת ההוראה לתוקף.	מתמשך שנועד להבטיח את המשך התקיימות התנאים לאורך כל תקופת ההתקשרות, ולא רק במועד ההתקשרות הראשונית, ולכן לעמדת הרשות אין מקום להגביל את תחולת הוראות סעיף זה להתקשרויות עתידיות בלבד.
16	משרד עו"ד הרצוג	בקיאות בהוראות חוק הקרנות	4.3	נטען כי אין הכרח לדרוש מחברת ניהול התיקים היכרות מוקדמת עם הוראות חוק הקרנות כתנאי להתקשרות, וכי ניתן להסתפק בהדרכות שוטפות ובבחינת בקיאות העובדים במהלך הפעילות בהתאם לסעיף 7 לטיטת הוראה.	ההערה אינה מתקבלת. יובהר כי בהתאם להוראה, מנהל הקרן נדרש לבצע בחינה של נאותות חברת ניהול התיקים והיערכותה ליישום המסגרת הרגולטורית הרלוונטית כבר בשלב ההתקשרות וטרם תחילת פעילות ההוסטינג. בחינה מקדימה זו נועדה לוודא כי לחברת ניהול התיקים קיימת התשתית המקצועית והארגונית הנדרשת לביצוע פעילות ניהול ההשקעות עבור הקרן בהתאם להוראות הדין. במקביל, הדרישות הקבועות בסעיף 12 להוראה לעניין הדרכות והטמעת הוראות הדין חלות באופן שוטף במהלך הפעילות ומשלימות את הבחינה המקדימה, ואין מחליפות אותה.
17	משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות' איילון קרנות נאמנות בע"מ	דיון מקיף בדירקטוריון	28, 5	המגיבים ציינו כי אין הצדקה לחייב דיון נפרד בדירקטוריון בנושא הקרנות הרלוונטיות ובנושא ההתקשרות עם מנהל התיקים החיצוני או היועץ החיצוני. לטענתם, דרישה זו כרוכה בעלויות נוספות ובנטל תפעולי, עלולה לפגוע ביעילות ובמקצועיות הדיון, ואינה תורמת בהכרח לערך הפיקוחי של הליך האישור. עוד צוין כי ניתן לאפשר לנציגי מנהל התיקים או היועץ החיצוני להשתתף בשלב הצגת פעילותם ועמדותיהם בפני הדירקטוריון, מבלי שיהיו נוכחים בשלב קבלת ההחלטה בדבר אישור ההתקשרות.	ההערה מתקבלת באופן חלקי. הובהר בהוראה כי אין חובה לכנס ישיבת דירקטוריון נפרדת לצורך אישור ההתקשרות עם מנהל תיקים במסגרת מודל ההוסטינג. עם זאת, על הדירקטוריון לקיים דיון נפרד ומקיף בהתקשרות ובשיקולים הרלוונטיים לה, אשר יכול להתקיים במסגרת ישיבת דירקטוריון שבה נדונים גם נושאים נוספים, ובלבד שלא ייערך אגב דיון בנושא אחר, כגון אישור תשקיף או תיקונו. מטרת הדרישה היא להבטיח כי הדירקטוריון יבחן באופן עצמאי וממוקד את ההתקשרות ואת השלכותיה, ויקבל החלטה מושכלת בעניינה.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				עוד נטען כי אין מקום לחייב קיום דיון שנתי ייעודי וקבוע בדירקטוריון לצורך בחינת המשך ההתקשרות עם חברת ניהול התיקים, שכן דרישה זו עלולה להוביל לקיום דיונים פורמליים שאינם מוסיפים ערך פיקוחי ממשי. תחת זאת הוצע כי בחינת המשך ההתקשרות תתבצע בהתאם להערכת סיכונים, למאפייני הפעילות, להתרחשותם של שינויים מהותיים או אירועים חריגים ולנהלים שיקבע מנהל הקרן.	בנוסף, הובהר כי החובה לקיים דיון תקופתי בדירקטוריון נועדה להבטיח מעורבות ופיקוח אפקטיביים של הדירקטוריון על פעילות ההוסטינג, ובכלל זה בחינה שוטפת של התאמת ההתקשרות, הסיכונים הנובעים ממנה ואופן קיום חובותיו של מנהל הקרן כלפי בעלי היחידות. אין מדובר בדרישה לדיון טכני או פורמלי בלבד, אלא במנגנון שנועד להבטיח בחינה יזומה ומתועדת של פעילות מהותית המבוצעת באמצעות גורם חיצוני. לצד זאת, הדיון התקופתי יכול להתקיים במסגרת מנגנוני העבודה הקיימים של מנהל הקרן, ובהתאם למאפייני הפעילות ולהיקפה, כך שלא תידרש בחינה נפרדת לכל פעילות מתארכת מקום שבו הדבר אינו נדרש בנסיבות העניין.
18	איגוד הנאמנים בשוק ההון איילון קרנות נאמנות בע"מ	מודל המדרגות	8	נטען כי נוסח מודל המדרגות אינו ברור ומעורר קשיים פרשניים באשר לאופן סיווג חברות ניהול התיקים למדרגות הפעילות. בכלל זה, התבקש להבהיר האם הסיווג נקבע לפי שווי הנכסים המנוהלים, מספר הקרנות או שילוב ביניהם, כיצד יסווג גוף שמספר הקרנות שהוא מנהל אינו תואם את מדרגת שווי הנכסים, וכיצד יסווג חברות שאינן עומדות באופן מלא בכל התנאים המצטברים. עוד נטען כי קביעת מגבלת "עד עשר קרנות" הן במדרגה השנייה והן במדרגה השלישית יוצרת אי-בהירות באשר לכוונת ההסדר, ובפרט האם מדובר במגבלה מוחלטת על מספר הקרנות שניתן לנהל, כאשר ככל שזו הכוונה, נטען כי מדובר במגבלה נוקשה אשר הרציונל לה לא הובהר ואשר	ההערה מתקבלת באופן חלקי. יובהר כי הסיווג למדרגות הפעילות, בהתאם להגדרת "מדרגות היקף פעילות", נקבע על בסיס שווי הנכסים המנוהלים בלבד. בהתאם להערות הציבור, עודכן נוסח ההוראה כך שבוטלה מגבלת מספר הקרנות שניתן לנהל בכל מדרגת פעילות, וזאת מתוך מטרה לשפר את ההתאמה בין היקף הפעילות המנוהלת לבין הסיווג הרגולטורי, באמצעות יצירת מדרג המבחין בין רמות פעילות שונות ומאפשר התאמה מידתית יותר של הדרישות הרגולטוריות להיקף הפעילות ולמאפייניה. כמו כן, יובהר כי ימשיכו לראות חברה כחברת ניהול תיקים הפועלת במדרגת הפעילות, אף אם השווי המנוהל בקרנות בהוסטינג ירד מתחת לסף שנקבע לה, וזאת עד תום תקופה של שנתיים שבה לפחות ב-75%

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				אינה מתיישבת עם מודל מדורג המבוסס על היקף הפעילות. בנוסף, התבקשו הבהרות ביחס למועד ולמנגנון הבחינה לצורך סיווג למדרגות, לרבות האם תקופת המדידה מתייחסת לשנה קלנדרית מלאה, האם יש להעדיף קביעת מספר ימים קבוע על פני מבחן של 75% מימי השנה, והאם החובות הנלוות למדרגה השנייה צריכות לחול רק כאשר היקף הנכסים מתקיים לאורך 100% מימי השנה ולא 75%, כדי למנוע החלת דרישות מחמירות בעקבות עלייה זמנית או תנודתית בהיקף הנכסים. כמו כן, התבקש להבהיר האם חובת ביקורת הפנים החלה על חברת ניהול התיקים מתייחסת לפעילות ההוסטינג בלבד או לכלל פעילותה העסקית.	מהימים השווי המנוהל היה נמוך מהסף האמור. באשר למנגנון הבחינה לצורך הסיווג למדרגות, ההוראה קובעת כי מבחן העמידה בסף הרלוונטי יתבסס על עמידה בתנאים במשך 75% מתקופה של שנתיים, חלף 75% מימי שנה קלנדרית אחת. יצוין כי מדידה זו תבוצע לכל הפחות בתום כל חודש. בנוסף, נקבעה תקופת הסתגלות של שישה חודשים טרם החלת מלוא החובות החלות על גופים המסווגים במדרגה השלישית, וזאת לצורך מתן אפשרות להיערכות מתאימה ליישום הדרישות. עוד יובהר כי חובת ביקורת הפנים של חברת ניהול התיקים מתייחסת לפעילותה בקשר לניהול ההשקעות והבקרה ביחס לקרנות המנוהלות במסגרת מודל ההוסטינג בלבד, ולא לכלל פעילותה העסקית, וזאת במטרה להבטיח בחינה ובקרה פנימית של פעילות זו בהתאם למאפייני הסיכון הייחודיים לה.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
19	קבין בית השקעות בע"מ אקסיומה ניהול השקעות בע"מ איילון קרנות נאמנות בע"מ משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות' פסטרנק שהם בית השקעות	הצעות לשינוי המדרגות	8	נטען כי המדרגות שנקבעו צפופות מדי ומביאות להחלת דרישות רגולטוריות מחמירות בשלב מוקדם מדי. לשיטת המגבים, הסף שנקבע למדרגה המשמעותית נמוך מדי, ובשים לב לנתוני ה RIA הוא חל כבר על חלק ניכר מהענף, באופן שמרחיב יתר על המידה את תחולת הדרישות הרגולטוריות ואינו משקף פעילות חריגה. לפיכך, הוצעו חלופות שונות למבנה המדרגות, ובכללן צמצום מספר המדרגות וקביעת מדרגות רחבות יותר המבוססות על פערים משמעותיים בהיקף הנכסים, כגון שתי מדרגות בלבד עד 5 מיליארד ש"ח ומעל 5 מיליארד ש"ח, בדומה להגדרת "חברת ניהול תיקים גדולה" בחוק הייעוץ, או לחלופין שלוש מדרגות מרווחות יותר (למשל עד 3 מיליארד ש"ח, בין 3 ל-5 מיליארד ש"ח ומעל 5 מיליארד ש"ח), לרבות התאמת מגבלות מספר הקרנות בהתאם להיקף הפעילות. עוד הוצע לאמץ מסלול של "חברה גדולה ומבוססת", במסגרתו חברת ניהול תיקים שתעמוד בדרישות ממשל תאגידי, הון עצמי וביטוח תוכל להמשיך לפעול במודל ההוסטינג עד להיקפים גבוהים יותר של פעילות, לרבות עד 10 מיליארד ש"ח או 25% מהיקף נכסי מנהל הקרן המארח (לפי הגבוה), ובכפוף לתקרה של 25 קרנות, וכן לקבוע תקופת היערכות של שנתיים לפחות לאחר חציית הספים לצורך השלמת מעבר אפשרי למבנה של מנהל קרן עצמאי.	ההערה מתקבלת באופן חלקי-בהמשך להערות ציבור, עודכנו הספים שנקבעו לכל אחת מהמדרגות בהוראה כך שייקבעו שלוש מדרגות פעילות: עד 1 מיליארד ש"ח, בין 1 ל-3 מיליארד ש"ח, ומעל 3 מיליארד ש"ח. בנוסף, עודכנו מדרגות הפעילות כך שהשיוך למדרגות ייקבע בהתאם להיקף השווי המנוהל בלבד, ללא מגבלה כמותית על מספר הקרנות המנוהלות ידי חברת ניהול התיקים. קביעת המדרגות אינה מבוססת על חלוקה שווה בין הגופים או על מספר הגופים בלבד, אלא על היקף הפעילות, השווי המנוהל והסיכונים הנגזרים מהם, ולכן המבנה שנקבע משקף הבחנה רגולטורית מדורגת, מבוססת סיכון ומידתית. לעניין הכללת נכסי קרנות שלגביהן ניתנים שירותי ייעוץ בלבד במסגרת חישוב מדרגת הפעילות- ההערה אינה מתקבלת. אף שמדובר בפעילויות שונות, פעילות ייעוץ לקרנות עשויה להשפיע על ניהול נכסים בהיקפים משמעותיים ועל ציבור רחב של משקיעים, ומשכך היא משליכה על היקף הסיכונים, המשאבים והמורכבות הניהולית הכרוכים בפעילות הגורם המפוקח. זאת ועוד, ממצאי ביקורות שערכה הרשות מלמדים כי בפועל המלצותיהם של יועצי ההשקעות בקרנות מאומצות במלואן או בשיעור גבוה מאוד. בנסיבות אלה, פעילות הייעוץ משקפת מעורבות מהותית בניהול ההשקעות, ולכן יש מקום להביאה בחשבון בעת קביעת מדרגת הפעילות.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				עוד נטען כי לצורך קביעת מדרגת הפעילות יש להתמקד בהיקף הנכסים המנוהלים ולא במספר הקרנות או מספר הלקוחות, שכן מספר בעלי היחידות בקרנות אינו בשליטת מנהל התיקים ואינו משקף בהכרח את היקף הסיכון או האחריות המוטלת עליו. בהקשר זה הוצע להביא בחשבון נכסים המנוהלים בתיקי לקוחות, לרבות נכסי הקרנות המנוהלות במסגרת הוסטינג, אך שלא לכלול נכסי קרנות שלגביהן ניתן שירות ייעוץ בלבד, מאחר שמדובר בפעילות שונה במהותה מבחינת היקף המעורבות, האחריות ושיקול הדעת, שנותרים בידי מנהל הקרן. בנוסף, התבקש להבהיר כי המונח "קבוצה" מתייחס לקבוצת חברת ניהול התיקים הנבחנת ולא לקבוצת מנהל הקרן, וזאת כדי למנוע צבירת פעילות שאינה רלוונטית והגדלה מלאכותית של היקפי הפעילות. עוד הוצע להחיל את הוראות חוק הייעוץ לעניין "חברת ניהול תיקים גדולה" על חברות הפועלות במודל ההוסטינג, כך שמעל רף מסוים של היקף נכסים או מספר קרנות יחולו עליהן דרישות ממשל תאגידי מתאימות, תוך שמירה על יתרונות מודל ההוסטינג, חיזוק התחרות ומתן אפשרות לפעילות מדורגת מבלי לפגוע בהגנת המשקיעים.	לעניין הבהרת המונח "קבוצה" - ההערה התקבלה, ונוסח ההוראה הובהר לגבי אופן ההתייחסות לקבוצה לצורך חישוב היקפי הפעילות. לעניין ההצעה להחיל על מנהלי הוסטינג את ההסדר הקבוע בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, ביחס ל"חברת ניהול תיקים גדולה" חלף ההסדר המדורג המוצע בהוראה- ההערה אינה מתקבלת. לעמדת הרשות, אין מקום להחיל את ההסדר על ידי המעירים על פעילות ההוסטינג, שכן ההסדר הקבוע בחוק הייעוץ מותאם למאפייני הפיקוח על פעילות ניהול תיקים, שהיא פעילות של מתן שירות ללקוח. לעומת זאת, פעילות ניהול קרנות נאמנות היא פעילות של ניהול מוצר השקעה, הכפופה למשטר פיקוח ואסדרה שונה, המותאם למאפייניו של המוצר ולשמירה על עניינם של כלל מחזיקי היחידות. משכך, אין מקום להשליך מההסדרים שנקבעו לצורך פיקוח על שירותי ניהול תיקים להסדרים החלים על פעילות הוסטינג בניהול קרנות. בנוסף, מבנה הקרן מאפשר חשיפה למספר רב של לקוחות קצה, אשר עשוי להגיע להיקפים משמעותיים גם כאשר היקף הנכסים המנוהלים אינו גבוה. לפיכך, במסגרת קביעת ההסדר הרגולטורי לפעילות הוסטינג, נדרש להביא בחשבון גם את היקף ההשפעה הפוטנציאלי על ציבור המשקיעים ואת מאפייני הסיכון הייחודיים לפעילות זו.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
					בהתאם לכך, ההוראה קובעת מנגנון רגולטורי עצמאי המותאם למאפייני פעילות ההוסטינג במסגרת חוק הקרנות, ואין מקום לאמץ את מנגנוני הסיווג או החובות הקבועים בחוק הייעוץ. לבסוף, ההערה לעניין תקופת ההיערכות התקבלה בחלקה. בנוסח ההוראה נוספה תקופת הסתגלות של שישה חודשים ממועד המעבר למדרגה השלישית, לצורך יישום הדרישות החלות במדרגה זו והיערכות מתאימה לעמידה בהן.
20	דיאמונד בית השקעות בע"מ קבין בית השקעות בע"מ איגוד הנאמנים בשוק ההון משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות'	הסדרת שינוי מצבי מדרגה	8	נטען כי יישום הדרישות החלות במדרגות הפעילות הגבוהות כרוך בעלויות משמעותיות ובהיערכות מורכבת, לרבות הקמת מערכי ממשל תאגידי, ניהול סיכונים, ביקורת פנים, התאמת דרישות ביטוח, ריתוק הון והתקשרויות ארוכות טווח, אשר אינן ניתנות לשינוי או לביטול באופן מיידי. לפיכך, נטען כי תקופת המעבר שנקבעה אינה מספקת לצורך יישום מלא של הדרישות במדרגות הגבוהות, והוצע להאריך את תקופת ההיערכות לתקופה של שנתיים לפחות. בנוסף, נטען כי טיטת ההוראה אינה מסדירה באופן מספק את מנגנון המעבר בין מדרגות הפעילות, ובפרט במקרים של שינוי בהיקף הנכסים, לרבות ירידה במדרגה, תחולת הדרישות לאחר השינוי, הצורך באישור הרשות ותקופת ההסתגלות הנדרשת.	<u>ההערה התקבלה באופן חלקי</u>. על מנת להגביר את הוודאות והיציבות הרגולטורית, עודכן מבחן הסיווג למדרגות בהוראה כך שיתבסס על עמידה בסף הרלוונטי במשך 75% בתקופה של שנתיים, חלף 75% מימי שנה קלנדרית אחת. יצוין כי מדידה זו תבוצע לכל הפחות בתום כל חודש. בנוסף, נקבעה תקופת הסתגלות של שישה חודשים טרם החלת מלוא החובות החלות על גופים המסווגים במדרגה השלישית, וזאת כדי לאפשר היערכות מתאימה ליישום הדרישות. עוד יובהר כי גם בחינת הירידה במדרגת הפעילות תיעשה בהתאם לאותו מנגנון. לפיכך, גוף המסווג במדרגה מסוימת יעבור למדרגה נמוכה יותר רק אם חדל לעמוד בסף הרלוונטי במשך 75% מתקופה

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				עוד התבקש להבהיר את אופן ומועד הסיווג למדרגות ההוסטינג, לרבות קביעת תקופת המדידה, והוצע להחליף את מבחן "75% מימי השנה" במבחן מספרי קבוע לצורך פישוט היישום והגברת הוודאות הרגולטורית. כמו כן, נטען כי ירידה בהיקף הנכסים המנוהלים לאחר הקמת חברת ניהול קרנות, באופן שאינו מצדיק עוד פעילות במבנה זה, עלולה לחייב את הגוף למכור את החברה או את הקרנות שבניהולו או לסגור את פעילותו, ובכך לפגוע באופן משמעותי ביכולתו לחזור בעתיד לפעילות במודל ההוסטינג.	של שנתיים. הסדר זה נועד להגביר את הוודאות והיציבות הרגולטורית, לצמצם את השפעתן של תנודות זמניות בהיקף הפעילות ולהימנע ממעברים תכופים בין מדרגות פעילות.
21	דיאמונד בית השקעות בע"מ קבין בית השקעות בע"מ איגוד הנאמנים בשוק ההון אגוד לשכות המסחר	כפל רגולטורי	8.2	נטען כי החלת מלוא הדרישות הארגוניות, התאגידיות והפיקוחיות על חברות ניהול תיקים מתארחות, ובפרט במדרגה השלישית, יוצרת כפל רגולטורי ביחס למערך הפיקוח הקיים במודל ההוסטינג, הכולל את מנהל הקרן המארח, הנאמן לקרן, הבנק המתפעל ומערכי הציות, הבקרה והדיווח הקיימים. לשיטת המגיבים, מודל ההוסטינג אינו מהווה "שטח הפקר" רגולטורי, אלא מבוסס על חלוקת אחריות ברורה, במסגרתה מנהל הקרן אחראי למעטפת הממשל התאגידי, הפיקוח והרגולציה, בעוד שמנהל התיקים החיצוני מתמקד בניהול ההשקעות. עוד נטען כי מנהלי התיקים המתארחים כבר כפופים לפיקוח מכוח חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, לרבות בתחומי ממשל תאגידי, ניהול	ההערה אינה מתקבלת. במדרגות הפעילות הגבוהות, ובפרט במדרגה השלישית, נדרש כי חברת ניהול התיקים תחזיק במנגנוני ממשל תאגידי, פיקוח, בקרה, ציות וניהול סיכונים ההולמים את היקף הפעילות המנוהלת על ידה במסגרת הקרנות ואת הסיכונים הנובעים מפעילות זו. לעמדת הרשות, מינוי פונקציית ציות והעמדת הון עצמי, כשלעצמם, אינם מהווים תחליף מספק למכלול מנגנוני הממשל התאגידי והבקרה הנדרשים לצורך הבטחת ניהול תקין והגנה על עניינם של מחזיקי היחידות. הדרישות במדרגות הגבוהות נועדו לתת מענה לסיכונים הייחודיים הנובעים ממבנה ההוסטינג, שבו קיימת הפרדה בין מנהל הקרן לבין הגורם המבצע את ניהול ההשקעות בפועל. ככל שהיקף הפעילות גדל, מתחדד הצורך להבטיח כי גם הגורם המנהל בפועל יעמוד בדרישות הולמות של ממשל תאגידי, בקרה, ציות וניהול סיכונים. קיומם של מנגנוני

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	איילון קרנות נאמנות בע"מ משרד עו"ד הרצוג			סיכונים ותשתיות בקרה, ולכן אין הצדקה להטיל עליהם מערך ממשל תאגידי מלא וכפול או שכבת רגולציה נוספת הדומה לזו החלה על מנהל קרן. לטענת המגיבים, כפילות זו עלולה להביא לעלויות תפעוליות עודפות, לפגוע בכדאיות מודל ההוסטינג, ליצור חוסר בהירות בחלוקת האחריות ולהטיל נטל רגולטורי שאינו מוסיף ערך מהותי להגנת המשקיעים. לפיכך, הוצע להתמקד בדרישות ליבה של ציות, בקרה והון עצמי בהתאם להיקף הפעילות, תוך הסתמכות רחבה יותר על מנגנוני הפיקוח הקיימים אצל מנהל הקרן המארח והנאמן, וכן לבחון צמצום דרישות חופפות. עוד נטען כי ככל שנדרשות דרישות רגולטוריות נוספות ביחס למנהל התיקים, יש להחילן ישירות עליו ולא באמצעות הטלת נטל פיקוח חריג על מנהל הקרן. לצד זאת, נטען כי אין להחיל על פעילות הוסטינג את מדרגות ההיקף הקבועות בחוק הייעוץ באופן אוטומטי, שכן מדובר בהקשר רגולטורי שונה, וכי אף שפעילות ניהול ההשקעות עצמה עשויה להיות דומה, שילובה במסגרת קרן נאמנות מפוקחת משנה את מאפייני הסיכון ומצדיק, ככל שנדרש, דרישות משלימות בלבד ולא משטר רגולטורי כפול.	פיקוח אצל מנהל הקרן, הנאמן או גורמים נוספים אינו מייתר דרישות אלה, אלא מדובר במנגנונים משלימים שנועדו לצמצם פערים רגולטוריים ולהבטיח הגנה נאותה על ציבור המשקיעים. אשר להצעה להחיל את ההסדר החל על חברות ניהול תיקים גדולות, לעמדת הרשות, אין מקום לאמץ הסדר זה כפי שהוא, שכן פעילות הוסטינג בקרנות נאמנות מאופיינת במבנה אחריות, פיקוח וסיכונים ייחודי, בעוד שההסדר החל על חברות ניהול תיקים גדולות נועד להתמודד עם מאפייני פעילות אחרים ובמסגרת רגולטורית שונה. אף שחברות ניהול התיקים מפוקחות על ידי הרשות, פיקוח זה נעשה בהקשר של מתן שירותי ניהול תיקים ללקוחות, ואילו פעילות במסגרת מודל ההוסטינג מתבצעת כחלק מניהול השקעות של מוצר השקעה קולקטיבי ומפוקח. לפיכך, מדובר בשני משטרי פיקוח בעלי מאפיינים שונים – פיקוח על שירות לעומת פיקוח על מוצר. כאשר חברת ניהול תיקים פועלת במודל ההוסטינג, היא אינה משמשת רק כספק שירותי השקעות, אלא נוטלת חלק מהותי בניהול השקעותיו של מוצר מפוקח, באופן המשנה את ההקשר הרגולטורי והסיכונים של פעילותה ומצדיק החלת דרישות פיקוח משלימות. עם זאת, האחריות הכוללת לניהול הקרן ולפיקוח על המוצר נותרת בידי מנהל הקרן והנאמן, והדרישות המוטלות על חברת ניהול התיקים נגזרות ממעמדה וממידת השתלבותה במסגרת פעילות זו.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
22	דיאמונד בית השקעות בע"מ קבין בית השקעות בע"מ משרד עו"ד הרצוג אקסיומה ניהול השקעות בע"מ איילון קרנות נאמנות בע"מ	עיוות כלכלי ותפעולי במנגנון המדרגות	8	נטען כי קביעת מדרגות הפעילות על בסיס שילוב של שווי הנכסים המנוהלים ומספר הקרנות עלולה לייצר מנגנון קשיח ולהביא לעיוותים תפעוליים ועסקיים, באופן שאינו משקף בהכרח את רמת הסיכון, המורכבות או הצורך בהגברת הפיקוח ועשוי להביא לשינויים רגולטוריים תכופים שאינם מוצדקים בהתאם לנסיבות הפעילות. כך, למשל, מנהל השקעות המנהל מספר קרנות קטנות וממוקדות עשוי להיכלל במדרגה גבוהה יותר בשל מספר הקרנות בלבד, אף כאשר היקף הנכסים הכולל המנוהל על ידו נמוך יחסית, ובכך להידרש להקמת מערכי ניהול ובקרה משמעותיים שאינם מותאמים להיקף הסיכון בפועל. עוד נטען כי היקף הנכסים המנוהלים אינו מהווה מדד מספק לאיכות ניהול הסיכונים, הציות, הבקורות, היציבות התפעולית או היכולת הפיננסית של מנהל ההשקעות לעמוד בעלויות הכרוכות בדרישות הרגולטוריות, וזאת בין היתר נוכח השונוות בדמי הניהול בין קרנות הנאמנות השונות. לשיטת המגיבים, יש לאמץ גישה מבוססת סיכון (Risk Based Approach) שתביא בחשבון את מאפייני הפעילות בפועל, סוגי הקרנות המנוהלות (למשל קרנות כספיות, אג"ח או מניות), איכות מנגנוני הבקרה, ניסיון הגוף, היסטוריית הציות שלו ומורכבות הפעילות, ולא להסתמך על מדדים כמותיים בלבד. נטען כי מודל כאמור יאפשר להשיג את מטרות ההגנה על ציבור המשקיעים לצד שמירה על שוק קרנות תחרותי, מגוון ויעיל,	ההערה מתקבלת באופן חלקי. בעקבות הערות הציבור, ההוראה עודכנה כך שמדרגות הפעילות ייקבעו על בסיס שווי הנכסים המנוהלים בלבד, ומגבלת מספר הקרנות בכל מדרגה בוטלה. עדכון זה נועד לצמצם עיוותים אפשריים ולהתאים את מנגנון הסיווג באופן טוב יותר להיקף הפעילות בפועל. עם זאת, לעמדת הרשות אין מקום להסתמך על בחינה איכותית בלבד לצורך קביעת מדרגות הפעילות. קביעת מדרגות רגולטוריות מחייבת קיומם של קריטריונים אובייקטיביים, ברורים וניתנים ליישום, אשר יאפשרו סיווג אחיד, ודאות רגולטורית ואכיפה עקבית. שווי הנכסים המנוהלים מהווה אמת מידה רלוונטית להיקף הפעילות ולהשפעתה הפוטנציאלית על ציבור המשקיעים, ועל כן הוא משמש בסיס לקביעת מדרגות הפעילות. לצד זאת, ההוראה אינה מסתמכת על מדדים כמותיים בלבד. במסגרת ההתקשרות במודל ההוסטינג נדרש מנהל הקרן לבחון גם את התאמתה המהותית של חברת ניהול התיקים, ובכלל זה את ניסיונה המקצועי, תשתיותיה התפעוליות, מנגנוני הבקרה, ניהול הסיכונים והציות שלה. לעמדת הרשות, שילוב בין מדרגות פעילות המבוססות על אמת מידה אובייקטיבית לבין בחינה מהותית של מאפייני החברה מבטיח התאמה מידתית של דרישות האסדרה, תוך שמירה על הגנה נאותה על ציבור המשקיעים.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				ימנע הטלת נטל רגולטורי עודף שאינו נדרש להשגת מטרות האסדרה, ויצמצם תמריצים לריכוז פעילות או לפגיעה בגיוון ובהתמחות בענף.	
23	דיאמונד בית השקעות בע"מ קבין בית השקעות בע"מ פייר פיננשיאל טכנולוג'יז בע"מ איגוד הנאמנים בשוק ההון בישראל	צמצום מלאכותי של היקף/ סוג הנכסים	8	קביעת מדרגות פעילות המבוססות על היקף נכסים מנוהל ועל מספר קרנות עלולה להביא לצמצום מלאכותי של היקפי פעילות או להפסקת פעילות בחלק מהקרנות, על מנת להימנע ממעבר מדרגה רגולטורית. תוצאה זו עשויה לצמצם את היצע הקרנות לציבור, לפגוע בתחרות ולהביא לעלייה בדמי הניהול הממוצעים בשוק. מנגנון המדרגות המבוסס בעיקר על היקף נכסים מנוהל עלול ליצור תמריצים בלתי רצויים ביחס להרכב המוצרים המוצעים לציבור. כך, קרנות סולידיות כגון קרנות כספיות וקרנות אג"ח קצרות, המאופיינות לרוב בהיקפי נכסים גבוהים ודמי ניהול נמוכים, עלולות להביא למעבר מדרגה רגולטורית מוקדם יותר, באופן שעלול לעודד מעבר להתמקדות בקרנות בעלות דמי ניהול גבוהים יותר ולפגוע במגוון המוצרים לציבור. חברות במדרגה השנייה, ובפרט כאלה המנהלות קרנות אג"ח או קרנות בדמי ניהול נמוכים, עשויות להידרש לצמצם או לסגור קרנות מסוימות ולהתמקד במוצרים בעלי דמי ניהול גבוהים יותר לצורך עמידה בעלויות הרגולטוריות. מצב זה עלול להביא להאצת תהליכי קונסולידציה, ליציאת שחקנים מהשוק, להפחתת התחרות ולהגדלת עלויות לצרכנים. בנוסף, חברות	ההערה התקבלה באופן חלקי. ההוראה עודכנה כך שמדרגות הפעילות ייקבעו על בסיס שווי הנכסים המנוהלים בלבד, ומגבלת מספר הקרנות בכל מדרגה בוטלה. עדכון זה נועד להפחית את החשש מפני עיוותים הנובעים ממספר הקרנות כשלעצמו ולאפשר גמישות רבה יותר בניהול הפעילות. שיקולים בדבר מיקוד פעילות, מבנה המוצרים או היקף הקרנות המנוהלות הם שיקולים עסקיים הנתונים לבחירתם של מנהלי הקרנות והגופים המפוקחים. בנוסף, ענף קרנות הנאמנות מאופיין ברמת תחרות גבוהה, הן בהיבט מגוון הקרנות ומוצרי ההשקעה המוצעים לציבור והן בהיבט דמי הניהול, ועל כן קביעת מדרגות הפעילות אינה צפויה כשלעצמה להביא לצמצום היצע המוצרים או לפגיעה בתחרות. באשר לטענות בדבר אפשרות ליצירת תמריצים להתאמות מלאכותיות בהיקפי הפעילות, יובהר כי בהתאם למתווה הקיים ביחס לקרנות נאמנות דומות, קרן שהתפרקה או התמזגה אינה ניתנת להקמה מחדש בתוך פרק זמן של שלוש שנים ממועד הפירוק, באופן התורם ליציבות רגולטורית ומצמצם תנודתיות הנובעת מהתאמות מבניות סביב ספי הפעילות.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				המנהלות היקף נכסים של עד 1 מיליארד ₪ עשויות לחשוש מגידול מהיר בנכסים, לנוכח החשש כי מעבר למדרגה השנייה יטיל עליהן נטל רגולטורי ותפעולי משמעותי, באופן העלול ליצור תמריץ כלכלי לעיכוב או הגבלה של צמיחה טבעית על מנת להימנע מעלויות נוספות. מוצע לבחון מחדש את הקריטריונים הקבועים בטיטות הוראה, לנוכח חשש כי יישומם יביא להפסקת גיוסים, פירוק קרנות או הקטנה מלאכותית של היקף פעילות.	
24	דיאמונד בית השקעות בע"מ קבין בית השקעות בע"מ משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות' אקסיומה ניהול השקעות בע"מ	תנודתיות	8	נטען כי ענף הקרנות ומודל ההוסטינג מאופיינים בתנודתיות גבוהה בהיקפי הנכסים המנוהלים ובהיקף הפעילות, הנובעת מגורמים חיצוניים כגון גיוסים ופדיונות, תנודות שוק, שינויים מאקרו-כלכליים, שינויים פוליטיים ושינויי דירוג. בהתאם לכך, היקפי הנכסים עשויים להשתנות באופן מהותי בפרקי זמן קצרים, ללא שינוי מבני בפעילות, במומחיות, במקצועיות או במערכי הבקרה של הגוף המנהל. לטענת המגיבים, הסתמכות על מדדים כמותיים המבוססים על היקף נכסים עלולה להביא למעברים בין מדרגות רגולטוריות כתוצאה מתנודות זמניות בלבד, באופן העלול ליצור חוסר יציבות רגולטורית, להטיל דרישות שאינן משקפות את היקף הפעילות בפועל לאורך זמן וליצור עלויות שאינן מותאמות ליכולת הכלכלית של הגוף. עוד נטען כי היקף הנכסים כשלעצמו אינו משקף בהכרח את איתנותו הפיננסית של מנהל הקרן או את יכולתו לשאת בעלויות הנגזרות	<u>ההערה התקבלה באופן חלקי.</u> אומנם, היקף הנכסים המנוהלים בענף הקרנות ובהסדרי ההוסטינג עשוי להיות תנודתי, בין היתר כתוצאה מגיוסים ופדיונות, תנודות שוק ושינויים מאקרו-כלכליים. עם זאת, האסדרה אינה מבוססת על תנודתיות נקודתית אלא על בחינה מצטברת של היקף הפעילות לאורך זמן. בהתאם לכך, הוארכה תקופת הבדיקה כך שהעמידה בספי המדרגות תיבחן על בסיס תקופה מצטברת של 75% מתוך שנתיים, חלף 75% מתוך שנה אחת, וזאת על מנת להבטיח כי מעבר בין מדרגות ישקף שינוי מהותי ומתמשך בפעילות ולא תנודות קצרות טווח. בנוסף, ביחס למדרגה השלישית התווספה תקופת היערכות של שישה חודשים ממועד החצייה לצורך יישום הדרישות החלות, לשם חיזוק הוודאות והיציבות הרגולטורית ותמיכה בהסתגלות מדרגת. עוד יובהר כי גם בחינת הירידה במדרגת הפעילות תיעשה בהתאם לאותו מנגנון. לפיכך, גוף המסווג במדרגה מסוימת יעבור למדרגה

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	איילון קרנות נאמנות בע"מ			מהאסדרה, וכי יש להביא בחשבון גם פרמטרים כגון היקף ההכנסות, מבנה הפעילות והיכולת הכלכלית בפועל. לפיכך, הוצע לקבוע ספי פעילות גבוהים יותר ולבחון את מודל הסיווג כך שייתן משקל רב יותר למאפייני הפעילות וליכולת הנשיאה בעלויות, ולא להיקף הנכסים בלבד.	נמוכה יותר רק אם חדל לעמוד בסף הרלוונטי במשך 75% מתקופה של שנתיים. הסדר זה נועד להגביר את הוודאות והיציבות הרגולטורית, לצמצם את השפעתן של תנודות זמניות בהיקף הפעילות ולהימנע ממעברים תכופים בין מדרגות פעילות. לעניין הגדלת הסף- ראה מענה להערה בנושא "הצעות לשינוי המדרגות" בשורה 19. לעניין שינוי במעמדו הרגולטורי של הגוף- ראה מענה להערה בנושא "הסדרת שינוי מצבי מדרגה" בשורה 20.
25	דיאמונד בית השקעות בע"מ קבין בית השקעות בע"מ איגוד לשכות המסחר איילון ניהול קרנות בע"מ	הכבדה רגולטורית	8	נטען כי האסדרה המוצעת עלולה להכביד באופן משמעותי על פעילות ההוסטינג, בפרט על רקע שורה של שינויים רגולטוריים רחבים הצפויים בשנת 2026, ובהם רפורמות במבנה העמלות, שינוי ימי המסחר בבורסה, קידום חקיקה בתחום הקרנות הפרטיות והטמעת הנחיות ESG. לטענת המגיבים, הענף מצוי ממילא בעומס רגולטורי ותפעולי משמעותי, והוספת משטר פיקוח נוסף עלולה להכביד יתר על המידה על הגופים הפועלים במודל ההוסטינג, ואף לפגוע ביציבותם, ביכולתם לפעול באופן מקצועי וביכולת של גופים קטנים ובינוניים לעמוד בדרישות לאורך זמן. עוד נטען כי להכבדה הרגולטורית עשויות להיות השלכות רוחב, ובהן גידול בעלויות הציות והתפעול אשר עלול להתגלגל לציבור המשקיעים, צמצום התחרות, ירידה במספר השחקנים הפעילים	ההערה אינה מתקבלת. לא מצאנו כי האסדרה יוצרת הכבדה רגולטורית בלתי מידתית או "פיקוח כפול" שאינו נדרש. השינויים הרגולטוריים המוזכרים משקפים התאמות רוחביות בשוק ההון, אולם אינם גורעים מהצורך בהתאמת משטר הפיקוח למאפייני פעילות ההוסטינג ולצמצום פערים רגולטוריים הנובעים ממבנה הפעילות, שבו הגורם המבצע את ניהול ההשקעות בפועל אינו כפוף למלוא דרישות הממשל התאגידי החלות על מנהל קרן. האסדרה מבוססת על עקרון המידתיות ונועדה להבטיח כי היקף דרישות הפיקוח יותאם לרמת הסיכון, למורכבות הפעילות ולהיקפה. אומנם, לדרישות רגולטוריות עשויות להיות השפעות עקיפות על עלויות תפעול, מבנה השוק ורמת התחרות, אולם אין בכך כדי לגרוע מהצורך בקביעת דרישות פיקוח הולמות ביחס למדרגות הפעילות השונות. בפרט, פעילות בהיקפים משמעותיים

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	עו"ד יותם כוכבי			בשוק ופגיעה במגוון המוצרים המוצעים לציבור. לטענת המגיבים, התוצאה האפשרית של האסדרה אינה הגנה מוגברת על ציבור המשקיעים אלא דווקא עלייה בדמי הניהול, בשל צמצום התחרות, ופגיעה בתשואה נטו של הציבור. בנוסף, נטען כי האסדרה עלולה ליצור "ארביטראז' רגולטורי הפוך", במסגרתו חברות ניהול תיקים הפועלות במסגרת הוסטינג יחויבו לעמוד בדרישות כבדות הדומות לאלו החלות על מנהלי קרנות גדולים, אף שאינן נהנות ממבנה קבוצתי רחב או מתשתיות תפעוליות דומות. עוד נטען כי אין הצדקה להטיל על מנהל תיקים חיצוני דרישות ממשל תאגידי נוספות במסגרת מודל ההוסטינג, מקום שבו מנהל הקרן המארח כבר כפוף למערך ממשל תאגידי, פיקוח ובקרה מלא, וכי הטלת דרישות מקבילות יוצרת כפילות רגולטורית ללא תועלת נוספת להגנת המשקיעים. כמו כן, נטען כי הוראות פרק ד' העוסקות בנוהל עבודה, מנגנוני פיקוח ומעורבות הנאמן, וכן הוראות המעבר והתחילה, מחמירות מדי במצטבר, וכי מעורבות רחבה של הנאמן בכלל הדיונים, לצד חובה לקביעת נוהל מפורט ולעדכנו השוטף, צפויות להוסיף שכבת פיקוח נוספת וכבדה, אף במקרים שבהם אין בכך תרומה ממשית נוספת להגנת ציבור המשקיעים.	במדרגה השלישית מצדיקה קיומם של מנגנוני ממשל תאגידי, בקרה וניהול סיכונים מתאימים. לפיכך, אין מדובר ביצירת "ארביטראז' רגולטורי הפוך", אלא בהתאמה מדורגת של דרישות הפיקוח למאפייני הפעילות ולסיכונים הנובעים ממנה. באשר להוראות פרק ד' בהוראה, לעמדת הרשות, הדרישות לעניין נוהל העבודה, מנגנוני הפיקוח ומעורבות הנאמן נועדו להבטיח קיומם של מנגנוני ממשל תאגידי, בקרה ופיקוח ההולמים את מאפייני פעילות ההוסטינג ואת האחריות המוטלת על מנהל הקרן כלפי בעלי היחידות. דרישות אלה משלימות זו את זו ונועדו לחזק את יכולתו של מנהל הקרן לפקח על פעילות הגורם המתארח ולנהל את הסיכונים הנובעים ממנה. עם זאת, יובהר כי מעורבות הנאמן נדרשת ביחס לנושאים מהותיים ורלוונטיים בהתאם לתפקידו ולחובותיו על פי דין, והשתתפותו בדיונים נדרשת רק ביחס לדיונים בדירקטוריון ולא נועדה ליצור מעורבות שוטפת בכל דיון או פעולה תפעולית של מנהל הקרן. בהתאם לכך, לעמדת הרשות, הדרישות אינן חורגות מן הנדרש לצורך הגנה על ציבור המשקיעים.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
26	משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות'	התוצאות האפשריות של דרישות האסדרה	8	מערך התפעול והבקרה מהווה רכיב מהותי בהגנה על ציבור המשקיעים ובתפקוד התקין של פעילות ניהול הקרנות. בהקשר זה קיימת חשיבות לקיומם של בעלי מקצוע מיומנים בתחומי התפעול והבקרה, כאשר בשוק קיימת זמינות מוגבלת של כוח אדם מקצועי בתחום זה. מצב זה עלול להביא לקשיי גיוס ולפערי מקצועיות, אשר עשויים להשפיע על איכות הבקרה והתפעול ובכך ליצור סיכון פוטנציאלי לציבור המשקיעים.	ההערה מתקבלת באופן חלקי. אין מחלוקת כי מערך תפעול ובקרה מקצועי ואיכותי הינו מרכיב מרכזי בהגנה על ציבור המשקיעים ובתפקוד התקין של שוק הקרנות. עם זאת, האסדרה אינה מתערבת בשיקולי כוח אדם או בגיוס עובדים אצל הגופים המפוקחים, אלא קובעת דרישות רגולטוריות ברמת הממשל התאגידי, הבקרה וניהול הסיכונים. האחריות להבטחת כשירותם, מקצועיותם ותקינותם של מערכי התפעול והבקרה מוטלת על מנהלי הקרנות בהתאם לדין הקיים ולחובותיהם כלפי בעלי היחידות, והם נדרשים להתאים את משאביהם האנושיים והארגוניים לעמידה בדרישות אלה. לפיכך, אין בטענה בדבר מגבלות שוק העבודה כדי להצדיק שינוי בהוראות. עם זאת, נוספה לההוראה תקופת היערכות לגיוס ולהכשרת כוח אדם.
27	פייר פיננשיאל טכנולוג'יז בע"מ	פיקוח, בקרה וניהול סיכונים	7-15	1. מוצע להבהיר כי הפיקוח הנדרש על פעילות הוסטינג יתמקד באפקטיביות ובתוצאות הבקרה (ניטור בזמן אמת, עמידה במגבלות ותיעוד החלטות), ולא בנוכחות פיזית או תדירות ביקורים, תוך אפשרות להסתמך על פתרונות טכנולוגיים. 2. מוצע להדגיש כי אין הכרח בריבוי ביקורים פיזיים ככל שמתקיים פיקוח אפקטיבי ומבוקר. 3. יש לבחון את מבנה מנגנוני הפיקוח הפנימיים, לרבות פעילות ועדות השקעה בגופים מארחים, על מנת להבטיח הפרדה נאותה וצמצום פוטנציאל לניגודי עניינים.	1. ההערה מתייתרת. ההוראה אינה מחייבת מודל פיזי מסוים אלא תוצאה פיקוחית נאותה. ניתן להסתמך על כלים טכנולוגיים מתקדמים לצורך פיקוח, ניטור ותיעוד, ככל שהם מבטיחים בקרה אפקטיבית בזמן אמת. 2. ההערה מתייתרת. הפיקוח הנדרש על פי נוסח ההוראה אינו נגזר מתדירות ביקורים פיזיים אלא מאפקטיביות המנגנון הכולל. ככל שמתקיים פיקוח מתועד, רציף ומבוסס סיכונים, אין הכרח בריבוי ביקורים כשלעצמו.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
					3. ההערה מתייתרת. הנושא של מבנה מנגנוני הפיקוח הפנימיים, לרבות פעילות ועדות השקעה בגופים מארחים, נבחן בהיבט של ניהול סיכונים וניגודי עניינים, תוך מטרה להבטיח הפרדה נאותה ופיקוח אפקטיבי על כלל פעילויות ההשקעה.
28	משרד עו"ד הרצוג			מוצע לאפשר למנהל הקרן להסתמך על קיומו של רישיון ורגולציה קיימת של נותני שירותים מפוקחים, ולהבחין בין בדיקת התאמה מקצועית לשירות לבין בחינה מחודשת של סוגיות מהימנות וציות שכבר נבחנו על ידי הרגולטור. דרישה לביצוע בדיקות מהותיות נוספות עלולה ליצור שכבת פיקוח כפולה ולפגוע בוודאות הרגולטורית	ההערה אינה מתקבלת. קיומו של רישיון ופיקוח רגולטורי על מנהל התיקים אינו מייתר את אחריותו של מנהל הקרן לבחון את התאמתו של מנהל התיקים להתקשרות שתכליתה ניהול קרנות ולוודא כי הוא עומד בדרישות ההוראה. הבדיקות הנדרשות לא נועדו לשוב ולבחון סוגיות שכבר הוכרעו במסגרת הליכי הרישוי והפיקוח, אלא להשלים את הבחינה הנדרשת במסגרת אחריותו של מנהל הקרן להתקשרות ולפיקוח על פעילות מנהל התיקים. לפיכך, אין מדובר בכפל רגולטורי אלא במנגנוני פיקוח משלימים. אין מדובר בשכבת פיקוח כפולה, אלא בדרישות משלימות הנגזרות מאחריותו של מנהל הקרן כלפי מחזיקי היחידות.
29	איילון ניהול קרנות בע"מ			1. סעיף 12- מוצע להבהיר כי "הצד השלישי" הוא חברת ניהול התיקים עמה מתקשר מנהל הקרן במסגרת פעילות ההוסטינג, שכן המונח אינו מוגדר ועלול ליצור אי בהירות. 2. סעיף 14- הדרישה לקביעת "תכנית טיפול במקרים חריגים" אינה ברורה ועלולה ליצור פורמליזציה מיותרת של תהליך דינמי. מוצע להבהיר כי ניתן להסתפק בקיומם של מנגנוני בקרה, ניהול סיכונים וטיפול באירועים חריגים,	1. ההערה התקבלה. נוסח ההוראה הובהר כי ההתייחסות לסיכונים צד שלישי היא לסיכונים הנובעים מהתקשרות מנהל הקרן עם חברת ניהול תיקים במסגרת פעילות מתארכת. 2. ההערה מתקבלת באופן חלקי. ההוראה אינה מחייבת קיומה של תכנית קשיחה המפרטת מראש את אופן הטיפול בכל תרחיש אפשרי, אלא להבטיח כי למנהל הקרן קיימים נהלים ומנגנונים סדורים להתמודדות עם אירועים חריגים הנובעים מפעילות חברת ניהול התיקים, לרבות אופן זיהוי האירוע,

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיוטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				הכוללים זיהוי, בחינה, תיעוד ומענה בהתאם לנסיבות, ללא צורך בתוכנית נפרדת וקשיחה. 3. סעיף 15.1- דרישת תיעוד ייעודית ביחס לפעילות ההוסטינג אינה ישימה ועלולה ליצור כפילות והכבדה פורמלית ללא תועלת פיקוחית משמעותית. הפיקוח על פעילות ההוסטינג ממילא מתבצע במסגרת מערכי הבקרה, ניהול הסיכונים והתיעוד הכוללים של מנהל הקרן, ולכן יש להסתפק בתיעוד הקיים, ובלבד שניתן יהיה לאחזר מידע רלוונטי.	הגורמים האחראים לטיפול בו, דרכי הדיווח והמעקב אחר יישום ההחלטות. בהתאם לכך, נוסח ההוראה הובהר כך שישקף את החובה לקיים מנגנון טיפול סדור וגמיש בהתאם לנסיבות, ולא תכנית תגובה קשיחה לכל אירוע אפשרי. 3. ההערה אינה מתקבלת. החובה לתעד את פעולות הפיקוח והבקרה ביחס לפעילות ההוסטינג נועדה להבטיח קיומה של תשתית ביקורתית נאותה, המאפשרת מעקב, בקרה ואחזור מידע ביחס להחלטות ולפעולות שנקטו במסגרת ניהול הסיכונים והפיקוח על פעילות חברת ניהול התיקים. אין מדובר בדרישה לתיעוד כפול של כל פעולה, אלא בתיעוד מספק וניתן לאחזור של פעולות פיקוח מהותיות, ממצאים והחלטות הנוגעים לפעילות ההוסטינג. בהתאם, אין מניעה שמנהל הקרן ישלב תיעוד כאמור במסגרת מערכי התיעוד והבקרה הקיימים שלו, ובלבד שניתן יהיה לזהות ולאחזר את המידע הרלוונטי ביחס לפעילות המתארכת.
30	איגוד הנאמנים בשוק ההון בישראל		11-14	מוצע להבהיר את אופן היישום התפעולי של חובות הבקרה בסעיף 11, ובפרט לקבוע כי היקף הבקרות מתייחס לפעילות חברת ניהול התיקים בקשר לקרנות הרלוונטיות בלבד, וכן לדייק את סוגי המידע והבדיקות הנדרשות בכל תת סעיף ולהגדיר את המונח "פעילות חריגה" באמצעות קריטריונים או דוגמאות מנחות. ביחס לסעיף 12, מוצע להבהיר כי חובת ניהול	הבהרה. באשר להיקף הבקרה, מובהר כי הבקרות נועדו להתמקד בפעילות חברת ניהול התיקים ביחס לניהול ההשקעות בקרנות הנאמנות המנוהלות במסגרת ההתקשרות עם מנהל הקרן, ולא בכלל פעילותה העסקית שאינה קשורה לקרנות אלו. יחד עם זאת, מידע נוסף עשוי להיות רלוונטי ככל שהוא נדרש לצורך הבנת

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				וניטור סיכוני צד שלישי המוטלת על מנהל הקרן מוגבלת לסיכונים הרלוונטיים לפעילות ההוסטינג בלבד, ולא חלה באופן רחב על כלל שרשרת האספקה של חברת ניהול התיקים. ביחס לסעיף 14, מוצע להבהיר או להמחיש מהם "המקרים החריגים" שאליהם מתייחס הסעיף, לצורך יצירת ודאות רגולטורית ואחידות יישום.	סיכונים מערכתיים או זיהוי דפוסי פעולה העלולים להשפיע על הקרנות הרלוונטיות, כמו למשל ניגודי עניינים. לעניין רמת הפירוט של הבקורות, לא נקבעו קריטריונים טכניים מחייבים, מתוך רצון לאפשר גמישות תפעולית בהתאם למאפייני המערכת, סוג הקרנות ורמת הסיכון. הדרישות מבוססות על עקרונות של בקרה אפקטיבית, לרבות מעקב שוטף אחר עסקאות, עמידה במגבלות השקעה וזיהוי חריגות מהותיות. באשר למונח "פעילות חריגה" ו"מקרים חריגים", לא נקבעה רשימה סגורה של מצבים, וזאת נוכח השונות האפשרית בין סוגי הקרנות, אסטרטגיות ההשקעה ותנאי השוק. סעיף 20 להוראה נועד לפרמל את החובה לקבוע תכנית פעולה ביחס למצבים שבהם מתממשים סיכונים הנובעים מההתקשרות עם חברת ניהול התיקים במסגרת מודל ההוסטינג, וזאת בהמשך למנגנוני האיתור, המעקב והבקרה הקבועים בסעיפים 17-18 להוראה. מטרת האסדרה היא להבטיח כי מנהל הקרן ייערך מראש להתמודדות עם סיכוני צד שלישי הנובעים מההתקשרות כאמור, ובפרט סיכונים תפעוליים, משפטיים ורגולטוריים העלולים להשפיע על ניהול הקרנות ועל עניינם של בעלי היחידות.
31	דיאמונד בית השקעות בע"מ	קביעת מדרגה נוספת מעל 3 מיליארד ₪	סעיף 8	נטען כי קביעת רף פעילות מרבי במודל ההוסטינג, ובפרט רף של 3 מיליארד ש"ח, אינה מבוססת דיה על הצדקה כלכלית או רגולטורית ועלולה להגביל את צמיחתם של גופים מצליחים, נועד להבטיח כי מגבלת הפעילות תחול רק ביחס לגופים בעלי	<u>ההערה התקבלה באופן חלקי</u> . הוחלט לעדכן את רף הפעילות שמעליו לא ניתן יהיה להתקשר עם חברת ניהול התיקים במסגרת מודל ההוסטינג מ-3 מיליארד ש"ח ל-5 מיליארד ש"ח. תיקון זה נועד להבטיח כי מגבלת הפעילות תחול רק ביחס לגופים בעלי

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	קבין בית השקעות בע"מ משרד עו"ד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות' פסטרנק שהם בית השקעות איגוד הנאמנים בשוק ההון בישראל איילון קרנות נאמנות בע"מ			לפגוע בתחרות ובמגוון השחקנים בשוק ואף לפגוע בציבור המשקיעים. לטענת המגיבים, הגעה להיקפי פעילות משמעותיים משקפת הצלחה עסקית, אמון ציבורי וביקוש מצד המשקיעים, ואין לראות בה כשלעצמה אינדיקציה לסיכון המצדיק הגבלה. עוד נטען כי מגבלה כאמור עלולה ליצור תמריצים לעצירת גיוסים, לביצוע התאמות עסקיות מלאכותיות או לצמצום פעילות, באופן שאינו עולה בקנה אחד עם מטרות האסדרה. לפיכך, הוצע כי ככל שייקבע רף פעילות הכולל דרישות רגולטוריות מוגברות או שינוי מבני, הוא יחול רק ביחס לגופים בעלי היקף פעילות גבוה משמעותית מהסף המוצע, לאחר תקופה ממושכת של פעילות יציבה בהיקף זה, ורק מקום שבו קיימת הצדקה הנובעת מהיקף פעילות רחב ומתמשך. עוד נטען כי אין מקום לקבוע מדרגה עליונה שמשמעותה איסור המשך התקשרות במודל ההוסטינג מעל היקף נכסים מסוים, שכן מדובר ב"תקרת זכוכית" המונעת מחברות ניהול תיקים לצמוח ואינה מהווה החמרה מדורגת של דרישות פיקוח אלא מגבלת פעילות קשיחה. לטענת המגיבים, ככל שתיקבע מגבלה כלשהי, נכון יותר לבססה על מספר קרנות ולא על היקף נכסים, ולחלופין לקבוע רף נכסים גבוה משמעותית, כגון מעל 10 מיליארד ש"ח, המשקף פעילות בהיקף המצדיק בחינה כאמור.	פעילות רחבת היקף ויציבה לאורך זמן. לעניין זה, מנהל הקרן אינו נדרש לסיים התקשרותו עם חברת ניהול תיקים על אף שעמדה בתנאים הקבועים בסעיף זה ובלבד שהיא חברה אחות בקבוצת מנהל הקרן וזהות ותמהיל האחזקות בכל אחת מהחברות זהה. יחד עם זאת, לעמדת הרשות אין לבטל את קביעת הרף או לדחות את תחולתו להיקפי פעילות גבוהים באופן משמעותי יותר, שכן בהיקפי פעילות כאמור מתחדדים מאפייני הסיכון והמורכבות התפעולית והפיקוחית, באופן המצדיק קביעת גבול לפעילות במסגרת מודל ההוסטינג. מטרת האסדרה היא להבטיח כי ככל שהיקף הפעילות גדל באופן מהותי, יתקיים מבנה פיקוחי ותפעולי ההולם את רמת הסיכון, בין באמצעות התאמת דרישות החלות על מנהל הקרן ובין באמצעות שינוי מודל הפעילות. לעניין השלכות חציית הסף, נוסף מנגנון של תקופת חצי שנה ממועד חציית הרף לצורך סיום ההתקשרות במודל ההוסטינג, וזאת כדי לאפשר היערכות מתאימה ליישום הדרישות, להבטיח המשכיות ניהולית ולשמור על רציפות פעילות הקרן.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				עוד נטען כי המעבר האוטומטי לדרישות הדומות לאלו החלות על מנהל קרן עצמאי בעת חציית סף פעילות (ובפרט במדרגה השלישית) אינו מידתי, אינו עולה בקנה אחד עם הסטנדרטים הבינלאומיים המקובלים ועלול לפגוע הן במשקיעים והן בתחרות בענף. בנוסף, התבקשו הבהרות ביחס להשלכות חציית הסף, ובכלל זה האם הדבר מחייב הפסקת התקשרות עם מנהל ההשקעות המתארח, מהו ההסדר החל בתקופת המעבר, מי ינהל את הקרנות בתקופה זו, האם ובאיזה אופן צפוי מנהל ההשקעות להפוך למנהל קרן ומהו פרק הזמן הנדרש לכך. לטענת המגיבים, בהיעדר אסדרה ברורה של מצבים אלה עלולה להיווצר אי-ודאות תפעולית משמעותית ואף פגיעה בבעלי היחידות. עוד הודגש כי ככל שנדרשות החמרות פיקוח, יש לקבוע אותן בהתאם לרמת הסיכון ולמאפייני הפעילות, ולא באמצעות שלילת האפשרות לפעול במודל ההוסטינג מעל היקף נכסים מסויים.	
32	איגוד הנאמנים בשוק ההון איילון ניהול השקעות בע"מ	סיום התקשרות	18-24	המגיבים ביקשו הבהרה לגבי היחס בין החובה להבטחת רציפות ניהול ההשקעות ותוכנית מעבר מוסדרת בסיום התקשרות, לבין האפשרות לסיום מידי של ההתקשרות בנסיבות חריגות. בפרט, נדרש להבהיר כיצד תובטח המשכיות ניהול הקרן והגנת בעלי היחידות במקרים שבהם נדרש סיום מידי של ההתקשרות אך טרם אותר גורם חלופי לניהול ההשקעות.	הבהרה- סעיף 19 יחד עם סעיפים 24, 25, ו-28 להוראה מהווים מערכת הוראות משלימה המסדירה את סוגיית רציפות ניהול ההשקעות במודל ההוסטינג, בשלבים שונים של חיי ההתקשרות. סעיף 18 עוסק בהיערכות מראש, סעיף 24 בעקרון הרציפות ותוכנית מעבר בעת סיום התקשרות, וסעיף 28 במצבי קצה חריגים של סיום מידי של ההתקשרות.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				בנוסף, נטען כי לא ברור כיצד יכול מנהל הקרן להבטיח רצף ניהול השקעות לאחר סיום ההתקשרות עם מנהל התיקים המתארח, כאשר האחרון אינו כפוף עוד להנחיותיו. יש להתאים את הדרישה כך שתתייחס להיערכות להעברת הפעילות והמידע, ולא לאחריות להמשך פעילותו של גורם חיצוני	לעניין רצף ניהול ההשקעות לאחר סיום ההתקשרות- מטרת הדרישה אינה להטיל על מנהל הקרן אחריות להמשך ניהול ההשקעות על ידי מנהל התיקים החיצוני לאחר סיום ההתקשרות, אלא להבטיח כי מנהל הקרן ייערך מראש לאפשרות של סיום ההתקשרות וינקוט צעדים סבירים לצורך שמירה על רציפות ניהולית ותפעולית של הקרן, לרבות העברת מידע, מסמכים וקבלת החלטות הנדרשות לצורך המשך ניהול תקין של הקרן והבטחת טובתם של בעלי היחידות. בהתאם, תוכנית המעבר לא נועדה להבטיח את המשך פעילותו של מנהל התיקים המתארח, אלא להסדיר את אופן הטיפול בתקופת המעבר ואת היערכות מנהל הקרן למצבים שבהם נדרש להחליף את מנהל ההשקעות החיצוני או לקבל את ניהול ההשקעות לידי.
33	איגוד מנהלי קרנות להשקעה בנאמנות (ע"ר)	בדיקות מקדימות לגבי מהימנות וכשירות היועץ החיצוני	25	1. סעיף 25- הסעיף מנוסח באופן רחב מדי, מבקשים דיוק ובחינה מה נדרש בהקשר הזה. בנוסף, מבקשים לייחס את הדרישות לגורמים שמעניקים בפועל את היועץ ולא לכלל העובדים והפונקציות בתאגיד. 2. <u>בדיקות עצמאיות</u> : מבקשים הבהרה ופירוט לגבי המונח "בדיקות עצמאיות" שהוא כללי מדי. כמו כן מבקשים להסיר את הדרישה לפנות לגורמים הרלוונטיים כפי שעולה מהמסמכים ולערוך בירור מולם הדרישה מוגזמת ולא הכרחית.	1. <u>ההערה אינה מתקבלת</u> . הבדיקות המקדמיות הנדרשות בהוראה מגדירות את היקף הבחינה הנדרש לצורך התקשרות עם יועץ חיצוני. הדרישות נועדו לאפשר למנהל הקרן לבחון את התאמתו של היועץ החיצוני באופן מקיף, בהתחשב באופי השירותים הניתנים ובהשפעתם על ניהול הקרן. הדרישה לבצע בדיקות מקדמיות גם ביחס לבעלי שליטה ולנושאי משרה של היועץ החיצוני נועדה לאפשר למנהל הקרן לקבל תמונה מלאה ביחס לגורם עמו הוא מתקשר ולהעריך את מכלול ההיבטים הרלוונטיים להתקשרות, לרבות היבטי ממשל תאגידי, אמינות וניגודי עניינים. בחינה כאמור אינה מתמקדת רק בזהות

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				3. מבקשים הבהרה לפיה בחינות ביחס להליכים פליליים יעשו בכפוף להוראות חוק המידע הפלילי ותקנת השבים- כך שיוגבלו על פי דין. 4. <u>סעיף 25.5</u> - חובת אימות כדין לשינויים והשלמות בשאלון- מבקשים לצמצם את הדרישה לאמת עם תצהיר כדין כל השלמה של השאלון או שינוי בו רק לשינויים מהותיים.	הגורמים המבצעים בפועל את השירות, שכן גם לבעלי השליטה ולנושאי המשרה בגוף נותן השירות עשויה להיות השפעה על אופן מתן השירות, על מנגנוני הבקרה ועל התנהלותו של הגורם החיצוני. לפיכך, הוחלט שלא לצמצם את תחולת הדרישה כמבוקש. 2. <u>ההערה אינה מתקבלת</u>. המונח "בדיקות עצמאיות" נועד לאפשר למנהל הקרן להפעיל שיקול דעת מקצועי בביצוע הבדיקות הנדרשות בהתאם לנסיבות העניין, ואין מקום לעמדת הרשות לקבוע רשימה ממצה של פעולות אשר עלולה שלא להתאים לכל מקרה. כמו כן, אין לעמדת הרשות מקום להסיר את האפשרות לפנות לגורמים הרלוונטיים לצורך עריכת בירורים, שכן מדובר בכלי משלים שנועד לאפשר למנהל הקרן לאמת את המידע שברשותו, ככל שהדבר נדרש לצורך ביצוע בדיקה נאותה. דרישה זו תומכת במילוי חובותיו של מנהל הקרן ואינה חורגת מן הנדרש לצורך בחינת התאמתו של הגורם החיצוני. 3. <u>ההערה אינה מתקבלת</u>. מובהר כי הבדיקות ייעשו בהתאם להוראות הדין, ובכלל זה חוק המידע הפלילי ותקנת השבים, התשע"ט-2019. 4. <u>ההערה מתקבלת באופן חלקי</u>. ניתן לצמצם את היקף חובת האימות כך שתתייחס לשינויים ולהשלמות המתייחסים לכשירות ומהימנות היועצים, מבלי לפגוע בתכלית הדרישה

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
					להבטיח כי המידע העומד בפני מנהל הקרן לצורך בחינת ההתקשרות הוא מלא, נכון ועדכני. בהתאם לכך, ראו תיקון בנוסח ההוראה.
34	איגוד מנהלי קרנות להשקעה בנאמנות (ע"ר)	פגם במהימנות המוביל לפסילת התקשרות	26	1. מבקשים לרכך את הדרישה שלא להתקשר עם הגורמים במקרה שנפל פגם במהימנות ולהותיר לשיקול דעת מנהל הקרן. 2. היקף הדרישה: הדרישה לקבל מידע, הצהרות והחזקות מבעלי שליטה ונושאי משרה של היועץ החיצוני אינה סבירה ואינה מידתית, שכן מדובר בגורמים שאינם מעורבים בהכרח במתן הייעוץ לקרן. מבוקש להסיר את ההתייחסות לבעלי שליטה ונושאי משרה, ולהותיר את חובת הגילוי וההצהרה ביחס ליועץ עצמו ולגורמים העוסקים בפועל במתן הייעוץ בלבד.	1. <u>ההערה אינה מתקבלת.</u> נוכח האחריות המוטלת על מנהל הקרן לניהול תקין של פעילות הקרן ולשמירה על עניינם של בעלי היחידות, הסתייעות בגורם חיצוני לצורך מעורבות בניהול השקעות הקרן, בין בדרך של ניהול השקעות ובין בדרך של מתן המלצות השקעה, מחייבת כי מהימנותו של הגורם החיצוני תאפשר למנהל הקרן להסתמך על פעילותו ולפקח עליה באופן אפקטיבי. לפיכך, מקום שבו נפל פגם במהימנותו של הגורם החיצוני, אין מקום להותיר למנהל הקרן שיקול דעת להתקשר עמו, שכן התקשרות כאמור עלולה להגדיל את הסיכונים הכרוכים בהסתייעות בגורם חיצוני ולפגוע בהגנה על עניינם של בעלי היחידות. בהתאם לכך, מנהל הקרן נדרש לברר אירוע מהותי או מידע מהותי המקים חשש לפגם במהימנות ולבחון את נסיבות העניין בהתאם למבחנים שנקבעו. אשר ליועץ חיצוני שהוא חברה, מקום שבו היועץ החיצוני הוא חברה, יש לבחון גם מהימנותם של בעל השליטה בה, נושאי המשרה בה והגורמים השותפים ליועץ ההשקעות לקרן. וזאת מכיוון שלגורמים אלה עשויה להיות השפעה מהותית על פעילות החברה ועל אופן התנהלותה. דרישה זו נועדה להבטיח

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיוטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
					כי בחינת מהימנותו של הגורם החיצוני תתייחס גם לגורמים המרכזיים המעורבים בפעילות הייעוץ או בעלי השפעה מהותית עליה, ולא רק ליועץ עצמו. 2. ההערה אינה מתקבלת. הדרישה לקבלת מידע, הצהרות והתחייבויות גם ביחס לבעלי שליטה ולנושאי משרה של היועץ החיצוני נועדה לאפשר למנהל הקרן לקבל תמונה מלאה ביחס לגורם עמו הוא מתקשר ולהעריך את מכלול ההיבטים הרלוונטיים להתקשרות, לרבות היבטי ממשל תאגידי, אמינות וניגודי עניינים. בחינה כאמור אינה מתמקדת רק בזוהות הגורמים המבצעים בפועל את השירות, שכן גם לבעלי השליטה ולנושאי המשרה בגוף נותן השירות עשויה להיות השפעה על אופן מתן השירות, על מנגנוני הבקרה ועל התנהלותו של הגורם החיצוני. לפיכך, אין לעמדת הרשות מקום לצמצם את תחולת הדרישה כמבוקש.
35	איגוד מנהלי קרנות להשקעה בנאמנות (ע"ר)	בחינת ניגודי עניינים	27	נטען כי למנהל הקרן עשוי להיות קושי לבצע בדיקה או בקרה ממשית ביחס לניגודי עניינים מעבר להסתמכות על הצהרות מצד היועץ החיצוני, וביקשו להבהיר מהי מידת הבדיקה המצופה ממנהל הקרן לצורך בחינת סוגיית ניגודי העניינים- האם ניתן להסתפק בהצהרות בלבד או שנדרשים גם מנגנוני בדיקה, אימות ובקרה נוספים.	ההערה אינה מתקבלת. סעיף 32 להוראה אינו מטיל על מנהל הקרן חובה לבצע בדיקות או בקרות ביחס לגורם החיצוני מעבר לקבלת המידע, ההצהרות וההתחייבויות הנדרשות במסגרתו, אלא נועד לצמצם פערי מידע ולאפשר למנהל הקרן לקבל החלטה מושכלת ביחס להתקשרות. יחד עם זאת, קבלת הצהרות מהגורם החיצוני מהווה כלי מרכזי במסגרת בחינת ניגודי עניינים, אך אינה גורעת

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	ואיגוד הנאמנים בשוק ההון (ע"ר)			בנוסף, התבקשו הבהרות ביחס לאופן בחינת אחזקותיו של היועץ החיצוני, לרבות באיזו תדירות נדרשת בחינה כאמור, אילו החזקות ייחשבו רלוונטיות לצורך ההוראה ומהי הציפייה המעשית ממנהל הקרן. עוד נטען כי הדרישה לפתח מנגנונים מתאימים להתמודדות עם ניגודי עניינים אינה ישימה במתכונתה הנוכחית, שכן קיימים קשרים, פעילויות או החזקות שהיועץ החיצוני לא ירצה או לא יוכל לחשוף במלואם, באופן העלול ליצור אפקט מצנן על פעילותם של יועצים חיצוניים. לפיכך, הוצע להסתפק בהצהרה שנתית של היועץ החיצוני בדבר קיומם או היעדרם של ניגודי עניינים מהותיים, ללא דרישה למסירת פירוט של החזקות רלוונטיות, ובמקרים שבהם יתעורר חשש קונקרטי או יזוהה פוטנציאל מהותי לניגוד עניינים – לבצע בחינה בהתאם לשיקול דעתו של מנהל הקרן ולנסיבות העניין, לרבות קביעת התאמות נדרשות או הפסקת ההתקשרות.	מחובתו של מנהל הקרן להפעיל שיקול דעת עצמאי להיות ער למידע פומבי רלוונטי ולנקוט צעדים נוספים ככל שנדרש בהתאם לנסיבות העניין. ההוראה אינה קובעת מתודולוגיה פרטנית לבחינת ניגודי עניינים, והבחינה תיעשה בהתאם לשיקול דעתו המקצועי של מנהל הקרן ובאופן סביר, כחלק מחובותיו לניהול סיכונים ובקרה. במסגרת זו, על מנהל הקרן לבצע בדיקות תקופתיות ולבחון את תקפות המידע שנמסר לו מהיועץ החיצוני, לרבות ביחס לבעלי שליטה, נושאי משרה וכל גורם השותף למתן ייעוץ ההשקעות לקרן, וכן לוודא כי המנגנונים שנקבעו על ידו להתמודדות עם ניגודי עניינים מתאימים בנסיבות העניין, לרבות באמצעות דיון תקופתי בדירקטוריון הקרן בהיבטים אלה. הציפייה היא כי כל מידע או החזקה רלוונטיים ייבחנו במסגרת הליך זה בהתאם לשיקול דעתו המקצועי של מנהל הקרן, ואין מדובר בדרישה לחשיפה בלתי מוגבלת של מידע שאינו רלוונטי, אלא באיסוף ובחינה של מידע הנדרש לצורך ניהול סיכוני ניגוד עניינים. לפיכך, לא נמצא כי הדרישה יוצרת אפקט מצנן בלתי מוצדק על הסתייעות ביועצים חיצוניים או מטילה חובה שאינה ישימה או מידתית. כמו כן, הצהרה שנתית בלבד של היועץ החיצוני בדבר קיומם או היעדרם של ניגודי עניינים מהותיים אינה מספקת בכל מקרה, שכן אינה מאפשרת למנהל הקרן לקבל תמונה מלאה ועדכנית לצורך איתור וניהול סיכונים הנובעים מההתקשרות, ובפרט במקרים

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
					שבהם חל שינוי במהלך תקופת ההתקשרות. הדרישות הקבועות בהוראה נועדו להבטיח בחינה מקדימה ושוטפת של היבטים רלוונטיים להתקשרות, תוך הפעלת שיקול דעת ובהתאם לנסיבות העניין, ואינן מחייבות נקיטת פעולה אחידה בכל מקרה של חשש לניגוד עניינים.
36	איגוד מנהלי קרנות להשקעה בנאמנות (ע"ר)	התרשמות הדירקטוריון	28	1. הדרישה שהדירקטוריון יתרשם באופן בלתי אמצעי מהיועץ החיצוני לרבות בעלי שליטה נושאי משרה וכל גורם השותף לייעוץ ההשקעות לקרן, רחבה מדי. ההתרשמות צריכה להיות רק מהגורם המעניק בפועל את השירותים ולא מכל פונקציה הקשורה לתאגיד. 2. האם הציפייה שכלל הגורמים המפורטים יתייצבו לדיון. הפרקטיקה המקובלת כיום שרק נציג מטעם היועץ החיצוני מתייצב לדיון האם יש כאן שינוי?	1. <u>ההערה אינה מתקבלת</u>. הדרישה להתרשמות בלתי אמצעית של הדירקטוריון נועדה לאפשר הבנה מהותית של הגורם המספק את שירותי הייעוץ או ניהול ההשקעות, ובכלל זה של הממשק הארגוני והמקצועי שבו ניתן השירות. היקף ההתרשמות אינו מוגבל בהכרח לגורם המבצע הישיר בלבד, שכן איכות השירות, יציבותו ואמינותו עשויות להיות מושפעות גם ממבנה התאגיד, ממנגנוני הפיקוח הפנימיים ומגורמים נוספים המעורבים במתן השירות. לפיכך, לעמדת הרשות, אין מקום לצמצם את נוסח ההוראה באופן המבוקש. 2. <u>הבהרה</u>. הדרישה להתרשמות בלתי אמצעית נועדה להבטיח כי הדירקטוריון יוכל להתרשם באופן ישיר ובלתי אמצעי מהגורמים הרלוונטיים למתן שירותי הייעוץ, לרבות ביחס לרקע המקצועי ולמומחיותם.
37	איגוד מנהלי קרנות	מנגנוני פיקוח ובקרה	29	סעיף 29.1- <u>ביקורת אצל היועץ החיצוני</u>: הדרישה לקבוע בהסכם ההתקשרות אפשרות לערוך ביקורת אצל היועץ החיצוני אינה	1. <u>הבהרה</u>. האפשרות לבצע ביקורת אצל היועץ החיצוני נועדה לאפשר למנהל הקרן לוודא, במידת הצורך ובהתאם לנסיבות העניין, כי השירותים הניתנים לו עומדים בדרישות שנקבעו

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	להשקעה בנאמנות (ע"ר)			ישימה- יועץ חיצוני לא ירצה או לא יוכל לחשוף מידע במלואו, ולמנהל הקרן אין כלים אפקטיביים לביצוע ביקורת מערכתית אצל היועץ. מבוקש להסיר דרישה זו. כל ביקורת רלוונטית בנושא ניגודי עניינים צריכה להיערך אצל מנהל הקרן עצמו. מוצע להסיר את הדרישה ולקבוע חובה בדבר שיתוף פעולה מלא. 1. מבוקשת הבהרה מדוע נדרש פיקוח מסוג ביקורות יזומות ובחינות עומק נקודתיות ביחס ליועץ חיצוני, אשר אינו מבצע בפועל פעולות השקעה ואינו מקבל החלטות השקעה בקרן, אלא מוגבל למתן המלצות ייעוץ בלבד. לגישת החברים, הפעלת מנגנוני ביקורת פנים המיועדים לגופים שבידיהם ניהול ההשקעות בפועל אינה מתאימה ביחס לגוף שתפקידו מוגבל לייעוץ בלבד, ועלולה להטיל מחויבויות תפעוליות בלתי מידתיות. סעיף 29.2- 2. הסעיף מעורר קושי בנוסחו הנוכחי – האיסור רחב ואינו ברור דיו, ובפרט לא ברור למה מכוון הביטוי "נכסים אחרים". בהיעדר הגדרה ברורה, מדובר בדרישה שאינה ישימה ואינה אכיפה במידה מספקת. מה הכוונה "סתירה להוראות הדין" איזה דין?	בהסכם ההתקשרות עימו וביחס לעמידתו בהוראה. אין מדובר בדרישה לקיום ביקורות ביחס לפעילויות האחרות של נותן השירות אשר אינן נכללות בהסכם ההתקשרות. העובדה שהיועץ החיצוני אינו מקבל החלטות השקעה בעצמו אינה מייצרת את הצורך ביכולת בקרה ביחס לשירות הניתן, שכן הסתמכות מנהל הקרן על המלצותיו עשויה להשפיע על קבלת החלטות ההשקעה. בהתאם, הוחלט כי אין מקום להסיר את הדרישה. 2. <u>ההערה אינה מתקבלת.</u> מובהר כי מצופה שהיקף ואופן השימוש בכלי ביקורת כאמור ייקבעו בהתאם למאפייני ההתקשרות, אופי השירותים הניתנים, הכלים המשמשים את נותן השירות לצורך מתן השירות ורמת הסיכון הכרוכה בהם, ובאופן מידתי שאינו מטיל על מנהל הקרן או על היועץ החיצוני חובות שאינן נדרשות לצורך הבטחת ניהול תקין של ההתקשרות והובהר בסעיף שההתייחסות בסעיף 34.1 בהוראה היא למתן שירותי הייעוץ וניגודי עניינים. 3. <u>ההערה אינה מתקבלת.</u> האיסור הקבוע בסעיף 34.2 להוראה נועד למנוע מצבים שבהם קיימת התקשרות עם יועץ חיצוני באופן שאינו עולה בקנה אחד עם הוראות הדין החלות על מנהל הקרן ועל ניהול הקרן. המונח "נכסים אחרים" נועד להבטיח כי הבחינה לא תוגבל לסוג נכס מסוים בלבד, אלא תחול על כל נכס או פעילות רלוונטיים שבהם עשוי להתעורר חשש לניגוד

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
					עניינים או לפגיעה בחובת מנהל הקרן לפעול לטובת בעלי היחידות. המונח "הוראות הדין" מתייחס לכל הוראת דין רלוונטית החלה על מנהל הקרן, ובכלל זה הוראות חוק הקרנות וחוק ניירות ערך.
38	איגוד מנהלי קרנות להשקעה בנאמנות (ע"ר)			1. סעיף 29.3- הביטוי "עלול להשפיע" על מהימנות היועץ רחב מדי. מבוקש לתקן כך שהסעיף יתייחס להשפעה בפועל על המהימנות, ולא לחשש בלבד. 2. סעיף 29.4- מבוקש להסיר את ההתייחסות לנסיבות אחרות שעלולות להשפיע על פעילות היועץ, ולהותיר רק התייחסות להפרה בפועל שתביא לסיום ההסכם.	1. ההערה אינה מתקבלת. השימוש במונח "עלול להשפיע" נועד להבהיר כי על היועץ החיצוני לדווח על נסיבות או אירועים שעשויים להיות בעלי השפעה על מהימנותו, ואין משמעותו כי היועץ נדרש לקבוע מראש האם מתקיימת השפעה בפועל. בחינת המשמעות של המידע והאם יש בו כדי להשפיע על מהימנות היועץ נתונה לשיקול דעתו של מנהל הקרן, בהתאם לנסיבות העניין. לפיכך, הוחלט כי אין מקום לצמצם את הדרישה לדיווח רק למקרים שבהם מתקיימת השפעה בפועל, שכן בכך עלול להיגרע המידע הדרוש למנהל הקרן לצורך הפעלת שיקול דעתו וניהול הסיכונים הכרוכים בהתקשרות. 2. ההערה אינה מתקבלת. הדרישה לדווח על נסיבות אחרות שעלולות להשפיע על פעילות היועץ נועדה לאפשר למנהל הקרן לקבל מידע רלוונטי בזמן אמת ולבחון את משמעותו ביחס להמשך ההתקשרות, ולא רק לאחר שהתרחשה הפרה בפועל המצדיקה את סיום ההסכם. מדובר במנגנון מניעתי, אין

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
					משמעות הדבר שכל נסיבה תוביל בהכרח לסיום ההתקשרות, אלא במתן האפשרות למנהל הקרן לבחון את המשך ההתקשרות בהתאם לשיקול דעתו שעליו להפעיל באופן סביר.
39	איגוד מנהלי קרנות להשקעה בנאמנות (ע"ר)	בדיקות תקופתיות	31	מבוקש להבהיר מה נדרש בגדר הבדיקות התקופתיות (בדומה להערה ביחס לסעיף 25.4 לעניין "בדיקות עצמאיות").	ההערה אינה מתקבלת. ההוראה אינה מבקשת לקבוע רשימה ממצה של בדיקות תקופתיות, שכן היקף הבדיקות הנדרש עשוי להשתנות בהתאם למאפייני ההתקשרות, אופי השירותים הניתנים ורמת הסיכון הכרוכה בהם. על מנהל הקרן לבצע את הבדיקות הנדרשות בנסיבות העניין, במטרה לוודא כי ההתקשרות עם היועץ החיצוני ממשיכה לעמוד בדרישות ההוראה וכי ניתן להמשיך להסתמך על שירותיו.
40	איילון קרנות נאמנות בע"מ ואיגוד מנהלי קרנות להשקעה בנאמנות (ע"ר) איגוד הנאמנים בשוק ההון (ע"ר)	חובת ניהול ותיעוד מסודר	32	מוצע לעדכן ולהבהיר את הוראות סעיף 32 הנוגעות לתיעוד המלצות היועץ החיצוני ואופן ייחוס פעולות ההשקעה. לטענת המגיבים, החזקה שלפיה כל פעולת השקעה שאינה מתועדת תיחשב כפעולה שבוצעה בהמלצת היועץ החיצוני מרחיבה יתר על המידה, עלולה שלא לשקף את אופן קבלת ההחלטות בפועל, ולהוביל לייחוס מלאכותי של פעולות ליועץ החיצוני גם במקרים שבהם מנהל ההשקעות הפעיל שיקול דעת עצמאי. לפיכך, מוצע לשקול קביעת חזקה הפוכה, שלפיה פעולה שאינה מתועדת תיחשב כפעולה שלא בוצעה בהמלצת היועץ החיצוני. עוד נטען כי חובת התיעוד המפורט של כלל ההמלצות, הפניות וההחלטות מעוררת קושי יישומי משמעותי נוכח היקף הפעילות	ההערות אינן מתקבלות. דרישת התיעוד הקבועה בסעיף 36 להוראה נועדה לאפשר פיקוח ובקרה אפקטיביים על אופן ההסתמכות על שירותי היועץ החיצוני ועל עמידת מנהל הקרן בחובותיו לפי הדין. דרישת התיעוד מתייחסת לשירותים הניתנים בפועל על ידי היועץ החיצוני ואינה חורגת מכך. לפיכך, הוחלט כי אין מקום לצמצם את היקף התיעוד הנדרש או להסתפק בתיעוד חלקי, שכן הדבר עלול לפגוע ביכולת לבצע בקרה וביקורת נאותות. באשר לחזקה הקבועה בסעיף 36 להוראה, שלפיה בהיעדר תיעוד יראו את פעולת ההשקעה כפעולה שבוצעה בהמלצת היועץ החיצוני, לעמדת הרשות, מדובר במנגנון ראייתי הנדרש לצורך התמודדות עם הקושי הנובע מהיעדר תיעוד מספק. החזקה אינה נועדה לשקף

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיוטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	משרד בן נפתלי ארז זהבי ושות' פייר פיננשיאל טכנולוג'יז בע"מ			בפועל, העשוי לכלול עשרות ואף מאות פעולות במהלך יום מסחר. דרישה לתיעוד פרטני של כל המלצה והחלטה עלולה להסיט משאבים ניהוליים ותפעוליים ולפגוע ביכולת התגובה של מנהל הקרן לתנאי שוק דינמיים. בהתאם, מוצע להסתפק בתיעוד מהותי, מדגמי או מבוסס אירועים חריגים, או לחלופין בתיעוד מדיניות ונהלים ביחס לאופן בחינת ההמלצות והשימוש בהן, ולא בתיעוד פרטני של כל המלצה והחלטה. בנוסף, מוצע להבהיר כי חובת התיעוד חלה רק ביחס לשירותים הניתנים בפועל על ידי היועץ החיצוני, וכי האחראיות לבחינת ההמלצות, לבחינת ההוראות ולקבלת החלטות ההשקעה נותרת בידי מנהל הקרן. לצד זאת, הוצע לחזק את מנגנוני הבקרה באמצעות קביעה כי המלצות היועץ יתועדו באופן מסודר ונפרד במערכות המידע של מנהל הקרן, תוך ציון ברור האם פעולת השקעה בוצעה בהתאם להמלצת היועץ, כך שניתן יהיה לעקוב אחר מידת אימוץ ההמלצות ולהוכיח את עצמאות שיקול הדעת של מנהל הקרן לצורכי ביקורת הרשות והנאמן. כמו כן, מוצע כי ועדת ההשקעות של מנהל הקרן תבחן מעת לעת את דפוסי קבלת ההחלטות בקרנות הנעזרות ביועץ חיצוני, כדי לוודא שלא התפתח בפועל מצב של "מנהל צל". בנוסף, מבוקשת הבהרה ביחס לסיפא של סעיף 32.	בהכרח את אופן קבלת ההחלטות בפועל, אלא לקבוע את המשמעות הפיקוחית הנובעת מהיעדר תיעוד כנדרש. בהתאם לכך, אין מקום לקבוע חזקה הפוכה. יובהר כי משמעות הסיפא היא שבהיעדר תיעוד כנדרש, הרשות תראה את החלטת ההשקעה כהחלטה שבוצעה בהמלצת היועץ החיצוני, על כל המשתמע מכך. כמו כן, הוחלט כי אין מקום לקבוע הוראות פרטניות לעניין אופן התיעוד, לרבות חובה לתיעוד נפרד במערכות המידע, סימון ייעודי של פעולות השקעה או קביעת מנגנוני בקרה נוספים בוועדת ההשקעות. אופן התיעוד יוותר לשיקול דעתו של מנהל הקרן, ובלבד שהתיעוד שיישמר יאפשר אחזור מידע וביצוע ביקורת נאותה.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיוטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
41	איגוד מנהלי קרנות להשקעה בנאמנות (ע"ר)	ניגוד עניינים בפועל	33	מבוקש להבהיר שדיווח לרשות יידרש רק אם מתגלה ניגוד עניינים בפועל.	הבהרה. סעיף 37 עוסק בקביעת נוהל טיפול שמטרתו להבטיח כי למנהל הקרן קיימים נהלים ומנגנונים סדורים להתמודדות עם חשש לניגוד עניינים, לרבות אופן זיהויו, בחינתו, קבלת החלטות בעניינו, בחינת המשך ההתקשרות עם היועץ החיצוני וקביעת צעדים לצמצום הסיכון. הנוהל נועד לאפשר למנהל הקרן להתמודד גם עם מצבים שבהם מתעורר חשש לניגוד עניינים, ואינו מוגבל למקרים שבהם התגלה ניגוד עניינים בפועל. עם זאת, חובת הדיווח לרשות ולמחזיקי היחידות בקרן תחול רק במקרה שבו קיים ניגוד עניינים בפועל בין היועץ החיצוני, לרבות בעלי שליטה, נושאי משרה או גורמים השותפים למתן ייעוץ ההשקעות לקרן, לבין הקרן. בהתאם לכך, עצם קיומו של חשש לניגוד עניינים אינו מחייב כשלעצמו דיווח לרשות, אלא מחייב את מנהל הקרן להפעיל את מנגנוני הבקרה והטיפול שנקבעו בנוהל, ולבחון את השלכות העניין בהתאם לנסיבות המקרה.
42	איילון קרנות נאמנות בע"מ	דיון שנתי של דירקטוריון מנהל הקרן בכשירות ומהימנות היועץ החיצוני	34	נטען כי הדרישה לקיים דיון שנתי בדירקטוריון ביחס לכשירותו ומהימנותו של היועץ החיצוני אינה מוצדקת במתכונתה הגורפת, שכן לא ברור מהו השינוי המהותי הצפוי להתרחש דרך קבע מדי שנה בהיעדר אירוע חריג או חשש קונקרטי ביחס לפעילות היועץ. לטענת המגיבים, חובת דיון שנתית קשיחה עלולה להפוך לדרישה פורמלית וסיזיפית, המטילה הכבדה תפעולית ללא	ההערה אינה מתקבלת. הדרישה לקיום דיון שנתי בדירקטוריון נועדה להבטיח בחינה יזומה ומחזורית של ההתקשרות עם היועץ החיצוני על ידי הדירקטוריון, וזאת בנוסף על הבדיקות השוטפות של מנהל הקרן, ואינה מבוססת רק על קיומו של שינוי מהותי, אירוע חריג או חשש קונקרטי לניגוד עניינים. בחינה כאמור מאפשרת לדירקטוריון לוודא כי ההתקשרות ממשיכה לעמוד בדרישות ההוראה וכי קיימת הצדקה להמשך ההסתמכות על היועץ

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				תועלת פיקוחית ממשית, במיוחד נוכח העובדה שטיטות ההוראה ממילא מחייבת את מנהל הקרן לבצע לאורך כל תקופת ההתקשרות בדיקות תקופתיות, ניטור יזום, דרישת מידע ובחינה שוטפת של תקפות המידע, הכשירות, המהימנות וניגודי העניינים. לפיכך, מוצע להגביל את החובה לקיים דיון בדירקטוריון למקרים שבהם חל שינוי מהותי, אירוע חריג, חשש לניגוד עניינים או נסיבות אחרות המצדיקות בחינה מחודשת של ההתקשרות עם היועץ החיצוני.	החיצוני, גם מקום שבו לא התעורר אירוע חריג במהלך השנה וכן לעקוב אחר החלטות שהתקבלו ביחס להתקשרויות קיימות ובכלל. קיומם של מנגנוני בדיקה, ניטור ובקרה שוטפים מצד מנהל הקרן אינו מייתר את הצורך במעורבות תקופתית של הדירקטוריון, המהווה נדבך נוסף במערך הממשל התאגידי והפיקוח על התקשרויות מהותיות של הקרן. לעמדת הרשות, הדרישה מטילה נטל בלתי מידתי, בשים לב לתכליתה ולחשיבותה בהבטחת בחינה שוטפת של כשירותו ומהימנותו של היועץ החיצוני.
43	איגוד הנאמנים בשוק ההון	מעורבות הנאמן	44	מוצע לבחון את החובה הקבועה בסעיף שלפיה הנאמן משתתף בכלל הדיונים הנוגעים להתקשרות עם חברת ניהול תיקים או יועץ חיצוני, בטענה כי מדובר בדרישה שאינה ישימה ואינה מתאימה למעמדו כגורם מפקח ולא כשותף לקבלת החלטות עסקיות. לפיכך מוצע לצמצם את החובה להשתתפות בדיונים מהותיים בלבד, ובפרט בעת אישור ההתקשרות, או לחלופין לאפשר גמישות בהתאם לשיקול דעת הנאמן והנסיבות הקונקרטיות.	<u>ההערה התקבלה באופן חלקי.</u> מובהר כי כוונת הסעיף היא להבטיח השתתפות הנאמן בדיונים בדירקטוריון הנוגעים להתקשרות עם חברת ניהול תיקים או עם יועץ חיצוני.
44	איגוד הנאמנים בשוק ההון	מועד תחולת ההוראה	45-46	מוצע להבהיר בכל סעיפי פרק ה' מהו מועד התחילה הרלוונטי, ובפרט האם מדובר במועד פרסום ההוראה ברשומות או במועד פרסומה לציבור, תוך הבחנה בין המועדים ככל שקיים ביניהם פער.	<u>הבהרה.</u> ככלל, מועד תחילת תחולתה של ההוראה הוא במועד פרסומה ברשומות, אלא אם צוין אחרת במפורש בהוראה. לשם הסרת אי בהירות, סעיף התחילה עודכן כך שנכתב באופן מפורש את מועדי התחילה והתחולה של ההוראה, ככל שנקבעו לגביהן הסדרים ייחודיים.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
45	משרד עו"ד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות' עו"ד יותם כוכבי איילון ניהול קרנות בע"מ אקסימה ניהול השקעות בע"מ			נטען כי הוראות התחילה והמעבר אינן ברורות ואינן מקנות פרק זמן מספק להיערכות ליישום האסדרה. בפרט, התבקש להבהיר כי הוראות טיטות ההוראה, ובכלל זה סעיף 2 (תנאי הסף), יחולו רק על התקשרויות עתידיות עם מנהלי תיקים או יועצים חיצוניים, וכי לא תחולנה רטרואקטיבית על התקשרויות קיימות או על הסכמים קיימים בין מנהלי קרנות למנהלי תיקים, לרבות ביחס להקמת קרנות חדשות מכוח התקשרויות אלה. עוד התבקש להבהיר כי תחולת ההוראה בתום 90 ימים ממועד פרסומה מתייחסת אך ורק להליכי התקשרות חדשים עם מנהלי תיקים או יועצים שטרם התקשרו עם מנהל קרן במועד פרסום ההוראה. בנוסף, הוצע לקבוע את מועד התחילה במועד קבוע, כגון 31 בדצמבר של השנה שלאחר הפרסום, בסמוך למועד תחולת ההסדר החל על "חברת ניהול תיקים גדולה". כן נטען כי פרקי הזמן שנקבעו להתארגנות ולהחלת ההוראה, ובפרט ביחס להתקשרויות קיימות, קצרים מדי נוכח ההתאמות המבניות, התפעוליות והארגוניות הנדרשות במערכי הפיקוח, בתהליכי העבודה ובממשקי הפעילות. לפיכך, הוצע להאריך את תקופות ההיערכות, כך שייקבעו לכל הפחות שישה חודשים ביחס להתקשרויות חדשות ותקופת מעבר של 18–24 חודשים, ואף עד שלוש שנים, ביחס להתקשרויות קיימות. בנוסף, הוצע	ההערה התקבלה באופן חלקי. יובהר כי סעיף 50 קובע את מועד התחילה הכללי של ההוראה, ואילו סעיף 51 מסדיר במפורש את תחולתה ביחס להתקשרויות שהיו קיימות ערב פרסום ההוראה. ביחס לחברות ניהול תיקים שכבר פועלות במסגרת מודל ההוסטינג במועד כניסת האסדרה לתוקף ואשר אינן עומדות בתנאי החדש בדבר קיומה של פעילות ניהול תיקים בפועל למשך שנה לפחות, תינתן תקופה של 24 חודשים לשם עמידה בדרישות אלו. יתר הוראות ההוראה יחולו גם על התקשרויות קיימות לאחר תקופת היערכות של שנה ממועד פרסום ההוראה. לעמדת הרשות, אין מדובר בתחולה רטרואקטיבית, אלא בהסדרת אופן המשך קיומן של התקשרויות מתמשכות. מאחר שמדובר בהתקשרויות ארוכות טווח, קיים צורך כי גם ביחס להתקשרויות קיימות יעמוד מנהל הקרן בדרישות ההוראה הנוגעות לטיוב הפיקוח על השירות שהוא מקבל במסגרת מודל ההוסטינג. עם זאת, לשם איזון בין הצורך בהחלת האסדרה לבין ההסתמכות על התקשרויות קיימות, נקבעו הוראות מעבר ותקופות היערכות ממושכות, המאפשרות את השלמת ההתאמות והבדיקות הנדרשות באופן מדורג. עוד יובהר כי ככל שחברת ניהול תיקים עמדה בתנאי הסף במועד ההתקשרות אך חדלה לעמוד בהם במהלך הפעילות, תינתן תקופה של שישה חודשים להפסקת ההתקשרות עמה במסגרת מודל ההוסטינג.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטות ההוראה	הערה	עמדת הרשות
				לקבוע בחינה מחודשת של ההסדר בתוך שלוש שנים ממועד תחילתו, חלף בחינה לאחר עשר שנים.	לעמדת הרשות, אין מקום להאריך את תקופות ההיערכות מעבר לאמור, לקבוע מועד תחילה שונה או לקשור אותו להסדרים רגולטוריים אחרים, וכן שלא לקבוע מנגנון מחייב לבחינה מוקדמת של ההסדר, שכן ההוראה כוללת ממילא מנגנון לבחינה עיתית של יישומה.
הערות לטיטות ה-RIA					
46	משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות'	נזילות קרנות הנאמנות	RIA	קרן נאמנות היא מוצר נזיל המוצע לציבור תחת הוראות גילוי ושקיפות קפדניות (המוצר הנזיל ביותר בשוק המכשירים הפיננסיים). במקרה של תקלה, קיימת היכולת בידי המשקיעים לפדות את ההשקעה באופן מיידי- עובדה המקטינה מאד את החשיפה של המשקיע, בין אם מדובר בקרן בהוסטינג ובין אם בקרן המנוהלת במישרין.	ההערה אינה מתקבלת. האפשרות לפדיון יחידות הקרן אינה מבטלת את הצורך במנגנוני ממשל תאגידי, פיקוח ובקרה אפקטיביים. תכלית האסדרה היא לצמצם את הסיכון להתרחשותם של ליקויים במנגנון ניהול ההשקעות מלכתחילה, ולא להסתפק ביכולתם של המשקיעים להגיב להם בדיעבד באמצעות פדיון. יתרה מכך, במקרים מסוימים הנזק למשקיעים או לקרן עשוי להתגבש עוד בטרם יתאפשר למשקיעים להגיב באמצעות פדיון. לפיכך, אין בנזילות הקרן כדי לייתר את הצורך באסדרה.
47	משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות'	סיכונים גלומים בפעילות ההוסטינג המוצגים בדוח RIA	RIA	נטען כי טיטות ההוראה ודו"ח ה-RIA אינם מציגים תשתית עובדתית מספקת המצדיקה את האסדרה המוצעת. לטענת המגיבים, לא הוצגו ממצאים קונקרטיים באשר לליקויים שעלו בפעילות ההוסטינג, להיקפם או לחומרתם, באופן שאינו מאפשר לבחון את נחיצות ההגבלות או להתייחס אליהן באופן ענייני.	ההערה אינה מתקבלת. ההתייחסות לכך שמדובר בגוף הפועל ממקום אחר אינה נוגעת למיקומו הפיזי של מנהל התיקים, אלא לכך שניהול ההשקעות מבוצע על ידי גורם חיצוני, המצוי מחוץ למערך הארגוני של מנהל הקרן.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיוטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
	איגוד לשכות המסחר			עוד נטען כי אין בסיס לטענה שלפיה קיים קושי בפיקוח על מנהל התיקים בשל מיקומו הפיזי, שכן הפיקוח מבוצע באמצעות מערכות המידע ולא בהתאם למקום מתן הוראות המסחר. בנוסף, נטען כי עצם העובדה שחברת ניהול תיקים מקבלת החלטות השקעה במסגרת מודל ההוסטינג אינה מלמדת על סיכון מוגבר המצדיק אסדרה נוספת, מאחר שההשקעות מבוצעות בהתאם למדיניות הקרן ובכפוף לפיקוח של מנהל הקרן, הנאמן והרשות. לפיכך, מוצע כי ככל שקיימים ליקויים בפעילות ההוסטינג, הרשות תציג את הממצאים שעליהם היא מסתמכת ותבחן חלופות מידתיות, כגון חיזוק מנגנוני הפיקוח, הדיווח והבקרה, במקום הטלת מגבלות גורפות.	בנסיבות אלה, הפיקוח של מנהל הקרן הוא מטבעו פיקוח על פעילותו של גורם חיצוני, כך שחריגות או ליקויים עשויים להתגלות באמצעות מנגנוני דיווח, בקרה וניטור, ולא בהכרח בזמן אמת בעת ביצוע הפעולה. מאפיין זה שונה מפעילות שבה ניהול ההשקעות מבוצע בתוך מנהל הקרן, כאשר מערכי הניהול, הציות, ניהול הסיכונים והבקרה משולבים בפעילותו השוטפת של הגוף המנהל. קושי זה מתחדד ככל שהיקף פעילות ההוסטינג גדל וככל שמנהל הקרן נדרש לפקח על מספר רב יותר של התקשרויות עם מנהלי תיקים חיצוניים. ממצאי ביקורות שערך הרשות הצביעו על שונות באופן יישום חובות הפיקוח והבקרה ועל ליקויים בתהליכי הפיקוח, באופן המלמד על צורך בחיזוק המנגנונים הקיימים. ההתייחסות בדו"ח אינה נוגעת להפרות דין או לחריגות ממדיניות ההשקעות של הקרן, אלא למאפייני הסיכון הייחודיים של מודל ההוסטינג. ממצאי הפיקוח של הרשות מצביעים כי בקרב חלק מחברות ניהול התיקים הפועלות במודל זה נצפתה נטייה להשקעות בעלות פרופיל סיכון גבוה יותר ביחס לקרנות המנוהלות במישרין על ידי מנהלי הקרנות. ממצא זה רלוונטי להערכת מאפייני הסיכון של המודל ולבחינת התאמת מנגנוני ההתקשרות, הפיקוח והבקרה הנדרשים, אף כאשר הפעילות מתבצעת בהתאם למדיניות ההשקעות ולהוראות הדין. האסדרה אינה מבוססת על הנחה כי פעילות ההוסטינג אינה תקינה או בלתי חוקית, אלא על הצורך להתאים

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
					את מנגנוני הפיקוח והבקרה למאפייני הפעילות כפי שעלו מניסיון הפיקוח של הרשות. בהתאם, הדרישות מהוות חיזוק ואסדרה של מנגנוני הבקרה הקיימים ואינן מבוססות על הטלת מגבלות ללא תשתית מקצועית.
48	קבין בית השקעות בע"מ משרד בן נפתלי, ארז, זהבי ושות'	השוואת בינלאומית	RIA	נטען כי האסדרה המוצעת מחמירה ביחס למקובל בעולם, שכן בהתאם לטיטת ה-RIA, בארה"ב ובאירופה לא נקבעו מגבלות כמותיות ייעודיות ביחס למודל ההוסטינג, כגון הגבלת מספר הקרנות המנוהלות, היקף הנכסים המנוהלים או שיעורן מתוך כלל הקרנות המנוהלות בידי מנהל הקרן המארח. לטענת המגיבים, במדינות אלו הפיקוח מתבסס בעיקר על מנגנוני בקרה, הוראות חוזיות, דרישות ציות ופיקוח שוטף, ולכן יש להיזהר מאימוץ הסדר מחמיר יותר אשר עלול לפגוע בתחרותיות של שוק ההון הישראלי.	ההערה אינה מתקבלת. אומנם, בארה"ב ובאירופה הפיקוח על מיקור חוץ בתחום ניהול ההשקעות מבוסס בעיקר על חובות נאמנות, מנגנוני בקרה, הוראות חוזיות ודרישות ציות, וללא מודל מדרגי זהה. עם זאת, כפי שפורט בדו"ח ה-RIA, קיימים הבדלים מבניים בין השווקים, ובפרט במאפייני שוק הקרנות בישראל ובהיקף פעילות ההוסטינג, המצדיקים התאמה רגולטורית ייעודית למאפייני השוק המקומי. כמו כן, היעדר מגבלות חקיקתיות מפורשות בישראל או במדינות אחרות ביחס למספר קרנות ההוסטינג, היקפן הכספי או שיעורן מתוך כלל הקרנות המנוהלות בידי מנהל הקרן המארח, אינו מלמד כי אין מקום לקביעת מגבלות במסגרת האסדרה. המגבלות שנקבעו מבוססות על מאפייני הפעילות, הסיכונים שזוהו וניסיון הפיקוח של הרשות, ונועדו להבטיח התאמה בין היקף הפעילות לבין מנגנוני הפיקוח והבקרה הנדרשים. האסדרה היא מידתית ומדורגת, תוך איזון בין שמירה על תחרותיות השוק לבין הגנה על ציבור המשקיעים, והרשות תמשיך לבחון את יישום ההסדר ואת ההתפתחויות הבינלאומיות לאורך זמן.

מספר	גורם מעיר	נושא	סעיף בטיוטת ההוראה	הערה	עמדת הרשות
49	מגדל קרנות נאמנות בע"מ	חברות ניהול תיקים בקבוצת מנהל קרן	RIA	מוצע להחריג מתחולת פרק ב' חברות ניהול תיקים הנמנות עם קבוצת החברות של מנהל הקרן, בטענה כי במקרים אלו קיימת זיקה תאגידית, רמת פיקוח גבוהה יותר, נגישות גבוהה למידע והפחתת סיכונים ביחס למודל ההוסטינג מול גורם חיצוני שאינו חלק מהקבוצה.	ההערה מתקבלת באופן חלקי. מנהל הקרן לא ידרש לסיים התקשרותו עם חברת ניהול תיקים על אף ששווי נכסיה עולה על 5 מיליארד ₪, ובלבד שהיא חברה אחות בקבוצת מנהל הקרן וזהות ותמהיל ההחזקות בה ובמנהל הקרן זהים. מעבר לכך, הוחלט כי לא נדרשת כל החרגה נוספת, מהטעם שהסיכונים אותם מבקשת ההוראה לצמצם עשויים להתקיים גם כאשר קיים קשר מבני בין מנהל הקרן וחברת ניהול התיקים אם תמהיל האחזקות שלהם אינו זהה.