



קול קורא לקבלת התייחסות מהציבור -

שימוש בכלים לניהול נזילות בקרנות נאמנות פתוחות

נוסח להערות הציבור

סגל רשות ניירות ערך מזמין את הציבור הרחב להגיב ולהעביר התייחסויות לנושאים המפורטים בקול הקורא, ובכך לתרום לקידום ההגנה על משקיעים בקרנות נאמנות ושוק ההון.

נודה לקבלת התייחסויות בנושא בכתב עד ליום 17.12.2026.

את ההתייחסויות יש להעביר תחת הכותרת: "כלים לניהול נזילות בקרנות נאמנות פתוחות" לכתובות הדוא"ל הבאות –

Hashkaot@isa.gov.il

א. תמצית

שימוש בכלים לניהול סיכונים נזילות בקרנות נאמנות פתוחות הוא נושא אשר מדובר ומטופל ברמות שונות, ובשנים האחרונות ביתר שאת, על ידי גופים ורגולטורים שונים בעולם. כלים אלה נועדו לטפל בהשלכות של חוסר ההתאמה שעשויה להיווצר בין רמת נזילות הנכסים המוחזקים בקרן נאמנות פתוחה, לבין היכולת של מנהל הקרן לעמוד, בנסיבות מסוימות, בתדירות הפדיונות שקבע לקרן שבניהולו (להלן: "חוסר התאמה נזילותית"). זאת בפרט כאשר מדובר בקרן שנקבע לגביה שמשקיע יוכל לפדות את יחידותיו באופן יומי. כמו כן, כפי שיפורט בנייר זה, כלים אלה מסייעים בהגנה טובה יותר על המשקיעים בקרנות נאמנות ויכולים להשפיע באופן חיובי על שוק ההון.

בעוד שבעולם ובחלק מן השווקים המפותחים נעשה בכלים שונים לניהול סיכונים נזילות שימוש פעיל, הרי שבישראל, חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: "חוק הקרנות" או "החוק") והאסדרה הקיימת של רשות ניירות ערך (להלן: "הרשות") המסדירה את ניהול הנזילות בקרנות נאמנות, אינם מסדירים את השימוש בכלים ייעודיים לניהול נזילות בקרנות נאמנות פתוחות על ידי מנהלי הקרנות.

סגל הרשות ערך בחינה מקיפה של הסטנדרט הבינלאומי הנוהג והמתגבש ביחס לשימוש בכלים לניהול נזילות בקרנות נאמנות פתוחות. כמו כן, המחלקה הכלכלית של הרשות ערכה מחקר כלכלי ביחס לצורך בשימוש בכלים אלה בקרנות נאמנות פתוחות בישראל ואופן היישום שלהם וכן ביחס למידת התאמתם של הכלים האמורים לשימוש בשוק הקרנות הישראלי והספים האפשריים להפעלתם (להלן: "המחקר הכלכלי של הרשות").¹ בהמשך לממצאים שעלו מהבחינה האמורה, שוקל סגל הרשות לקדם אסדרה ביחס לשימוש בכלים לניהול נזילות בקרנות נאמנות פתוחות

¹ מסד הנתונים ומתודולוגיית המחקר מפורטים בנספח א'.

(אקטיביות ומחקות) בישראל, ומבקש במסגרת קול קורא זה לקבל את התייחסות הציבור לשאלות שיובאו במהלכו.

ב. רקע

המודעות לאתגרים איתם נדרשים להתמודד גופים המנהלים כספי אחרים הובילה לעיסוק מוגבר בנושא זה בעולם, כאשר מספר אירועי תנודתיות משמעותית בשווקים, ובפרט משבר הקורונה, העמידו למבחן את יכולת ההתמודדות של גופים אלו עם מצבי קיצון ואת אפקטיביות כלי הנזילות השונים הקיימים להתמודדות עם מצבי קיצון אלו.

אחד המאפיינים של קרן נאמנות (Mutual Fund), בישראל ובעולם, שנוטים לייחס לו יתרון על פני מוצרי השקעה אחרים, הוא הנזילות היומית של הקרן והעובדה שהמשקיע יכול לפדות את יחידותיו בכל יום מסחר.² היות שמדובר במאפיין כה מהותי של קרן נאמנות, מסגרות הכללים במדינות השונות קובעות בדרך כלל מגבלות השקעה ספציפיות לקרנות נאמנות (למשל מגבלות השקעה בסוגי נכסים ועיקר השקעה בנכסים נזילים, דרישות סחירות, דרישות פיזור וכו') על מנת שאלו יבטיחו שהמשקיע יוכל לפדות את יחידותיו באופן תדיר ובדרך כלל על בסיס יומי כאמור.

עם זאת, ועל אף הדרישות והמגבלות הספציפיות המפורטות לעיל, קרנות נאמנות פתוחות עדיין יכולות להשקיע במגוון סוגי נכסים, בעלי רמות נזילות שונות, וכפועל יוצא מכך, עלול להיווצר חוסר התאמה נזילותית. לחוסר התאמה נזילותית עלולות להיות השלכות שליליות על ניהול הקרן, על בעלי היחידות והמשקיעים בה ובנסיבות מסוימות גם על היציבות הפיננסית, ואלו יתוארו להלן.

1.1. זיהוי הבעיה וסיבותיה

כבר בעשור הקודם, "ועד היציבות הפיננסית" – "Financial Stability Board" (להלן: "ה-FSB"), גוף בינלאומי שמטרתו לתמוך ביציבות המערכת הפיננסית הגלובלית, על ידי פיתוח והטמעה של סטנדרטים פיננסיים ופיקוח עליהם, החל לזהות בעיות פוטנציאליות בשוק מוצרי ההשקעה. בשוק קרנות הנאמנות הפתוחות, זיהה ה-FSB כבעיה העיקרית את חוסר ההתאמה הנזילותית, אשר יכולה לגרום, במקרים קיצוניים, לסיכון פוטנציאלי ליציבות הפיננסית.³ בעבר, התפיסה הייתה שיציבות פיננסית מושפעת בעיקר מיציבותם של מוסדות פיננסיים כגון בנקים וחברות ביטוח והחשש העיקרי היה מתופעת ה-"Run on the bank".⁴ עם השנים, ועם צמיחתו של שוק קרנות הנאמנות, גם אלו הפכו לבעלות פוטנציאל להיפגע מתופעה דומה – "Run on the Fund", אשר התרחשה בנסיבות ותנאי שוק מסוימים, עלולה ליצור סיכון ליציבות הפיננסית, וזאת לאור הגידול בשווי הנכסים המנוהלים בשוק הפיננסי.⁵ עם זאת יש לציין שסיכון זה שונה בכל זאת

² יש לציין כי ישנן קרנות נאמנות, בארץ ובעולם, שאינן בעלות נזילות יומית. בישראל, למשל, יש קרנות מועדים קבועים, אשר מועדי היצירה והפדיון שלהן קבועים מראש. יצוין גם, שניתן גילוי בתשקיף הקרן כבר בעת מועד הצעת יחידותיה לראשונה על כך שהקרן היא קרן מועדים קבועים, כך שהמשקיע יודע מראש שהוא רוכש מוצר שאינו בעל נזילות יומית.

³ FSB, Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-ended Funds, January 2017 (להלן: "המלצות ה-FSB"). <https://www.fsb.org/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf>

⁴ תופעה זו מתרחשת כאשר לקוחות של בנק או מוסד פיננסי אחר חוששים ליכולת הפירעון של אותו מוסד ומשכך מושכים את כספיהם ופיקדונותיהם מאותו מוסד. ככל שיותר לקוחות מושכים את כספיהם, החשש לחדלות פירעון במוסד הולך ומתגבר.

⁵ המלצות ה-FSB, לעיל ה"ש 3, בע"מ 12. התנאים שנדרשים להתקיים הם היקף פדיונות משמעותי בקרנות נאמנות ומכירת נכסי הקרנות (בפרט, נכסים פחות נזילים) בהיקפים משמעותיים מספיק ביחס לסך הנכסים הנסחרים בשוק

מהסיכון הנוצר מיציבותם של בנקים וחברות ביטוח, שכן מנהלי הנכסים, וביניהם מנהלי קרנות נאמנות, משמשים כמתווכים בין ציבור המשקיעים לשווקים. המשקיעים הם אלו שמחזיקים בנכסים ונהנים מהתשואות והם אלו שנושאים בסיכון הכרוך בהשקעה.⁶

בשנים שלאחר משבר הסאב-פריים, כאשר השווקים התנהלו בסביבת ריבית אפסית, חלה צמיחה משמעותית בשווי הנכסים המנוהלים ובפרט בשווי המנוהל בקרנות הנאמנות. בין השנים 2005-2015 שווי הנכסים המנוהלים הגלובלי עלה מ- 53.6 טריליון דולר ל- 76.7 טריליון דולר והיווה כ- 40% משווי הנכסים בשוק הפיננסי הגלובלי, כאשר מתוכם 39.7 טריליון דולר נוהלו באמצעות קרנות נאמנות.⁷ שוק זה המשיך לצמוח ונכון לסוף הרבעון הראשון של שנת 2026 שווי הנכסים המנוהלים בשוק קרנות הנאמנות הפתוחות הגלובלי לבדו עמד על 87.23 טריליון דולר.⁸ בד בבד עם עליית הביקוש להשקעה בקרנות נאמנות, הקרנות הפתוחות החלו להגדיל את היצע הנכסים בהם הן משקיעות ולהשקיע גם בנכסים פחות סחירים או כאלה שבתנאי שוק מסוימים עלולים להתאפיין בבעיית סחירות. הגידול בהשקעה בנכסים אלו, בצירוף העובדה שקרנות נאמנות מתאפיינות בתדירות פדיונות גבוהה (ולרוב יומית),⁹ מגבירים את החשש לחוסר התאמה נזילתית בקרנות.

חוסר התאמה נזילתית עשוי ליצור יתרון ליוצאים הראשונים מהקרן ("First-Mover Advantage", להלן: "יתרון היוצאים הראשונים").¹⁰ כאשר משקיעים מבקשים לפדות את יחידותיהם, מנהל הקרן נדרש למכור נכסים בכדי לייצר לקרן את הנזילות הנדרשת לעמידה בבקשות הפדיון, אך עליו גם לרכוש נכסים על מנת לבצע את ההתאמות הנדרשות בתמהיל נכסי הקרן לצורך שמירה על מגבלות מדיניות ההשקעות בה. פעולות אלה כרוכות בעלויות נזילות, שיפורטו בהמשך, אשר עשויות להגיע לסכומים משמעותיים, במיוחד כאשר מדובר בנכסים בעלי סחירות נמוכה יותר או נכסים לא סחירים כלל. בתקופות משבר ולחץ בשווקים, הפודים הראשונים מתחילים מגמת יציאה מהקרן, כאשר מי שסופג את עלויות המסחר הגבוהות יותר אשר כרוכות בהנזלת נכסי הקרן, הם הפודים המאוחרים יותר מאחר שבשלב זה בקרן נותרים נכסים פחות נזילים. יתרה מכך, בעקבות הלחץ למכור נכסים, ובפרט נכסים פחות סחירים, תיתכן השפעה על מחירי הנכסים עצמם ולכן גם ירידה בשווי הנכסים הנקי של הקרן (להלן: "ה-NAV"). אי לכך, התוצאה של יציאת המשקיעים הראשונים מהקרן, עשויה לבוא לידי ביטוי גם בדילול ערך יחידותיהם של בעלי היחידות הנותרים ולכן לגרום לפגיעה בעקרון השוויון בין בעלי היחידות בקרן נאמנות.

אם כן, חוסר התאמה נזילתית יוצרת תמריץ ליציאה מוקדמת מהקרן, מה שעשוי להוביל להתנהגות "עדרית" של שאר בעלי היחידות בקרן וכתוצאה מכך לפדיונות עודפים במצבי לחץ,

או לנפח המסחר הרגיל בסגמנט, שיובילו לירידות שערים משמעותיות או לעליה בתנודתיות במחירים בשוק המשני שתהיה חמורה עד כדי פגיעה בגישת הלווים לשוק.

⁶ המלצות ה-FSB, לעיל ה"ש 3, בע"מ 9.

⁷ שם, בע"מ 5. נתון זה כולל קרנות פתוחות, ETF וקרנות למוסדיים. הנתון אינו כולל קרנות גידור.

⁸ ראו: https://www.ici.org/statistical-report/ww_q1_26?utm_source=chatgpt.com. נתון זה לא כולל אגדי קרנות.

⁹ בישראל רק 4 קרנות פתוחות רגילות (שאינן קרנות כספיות או קרנות גידור בנאמנות), המהוות 0.2% מכלל הקרנות הפתוחות, עושות שימוש במועדים קבועים ותדירות הפדיון בהן אינה יומית.

¹⁰ FSB Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-ended Funds, December 2023 (להלן: "המלצות ה-FSB המתוקנות"), בע"מ 6 <https://www.fsb.org/uploads/P201223-1.pdf>

שבנסיבות אחרות וללא תמריץ כאמור, לא היו מתממשים בהיקפים דומים.¹¹ הסיכון היציבותי בהקשר זה, אותו הזכרנו לעיל, עלול להיווצר מסיכון ההדבקה ומגמה ענפית של "ריצה אל הקרנות". הנזלה רחבה ומהירה של נכסי הקרנות עלולים להשפיע על תנודתיות השוק ולגרום להורדה של מחירי הנכסים הנסחרים בשווקים.¹² כמובן, שהשפעות אלה תלויות בהיקפי הפדיונות ותמהיל ההחזקה של הקרנות הפתוחות בנכסים השונים, אך ככל שהיקף החזקת הקרנות בנכסים מסוימים גדול יותר, התמודדות עם היקף פדיונות משמעותי רק מוסיפה לתופעת הסחרור המתחוללת בשווקים בעתות משבר.

סיכון נוסף שיש לציין בהקשר זה, הוא החשש מחוסר מודעות או הבנה של המשקיעים את העלויות והמורכבות הכרוכים בפדיון יחידותיהם באותם מצבי משבר או לחץ בשוק. זאת בפרט לאור ציפיותו של המשקיע לנזילות יחידותיו. אי הבנת המשמעות הכרוכות בכך, עשויה לגרום לבעלי יחידות למהר לפדות את יחידותיהם במצבי לחץ וזאת בניגוד לאופן בו היו פועלים לו היו מחזיקים ישירות בנכסים בעצמם, שכן לו היו מחזיקים ישירות בנכסים בעצמם, היו יודעים להעריך טוב יותר את עלויות ההנזלה של כל נכס וכך מקבלים החלטה מושכלת יותר.¹³

הבעיות המתוארות לעיל לא באות לידי ביטוי באותו האופן כאשר מדובר בקרנות כספיות וקרנות סגורות נסחרות (קרנות סל), לאור אופיין והמבנה הייחודי שלהן והמנגנונים הקיימים בהן. קרנות כספיות (Money Market Fund), בישראל ובעולם, הן חלק משוק הכסף וחלים עליהן הסדרים פרטניים ומשכך יש לבחון את הטיפול בהן באופן פרטני. קרנות סגורות נסחרות הן קרנות שיחידותיהן רשומות למסחר ולכן עלויות הנזילות הכרוכות בקנייה או מכירה של יחידותיהן באות לידי ביטוי בציטוטי מחירי הקנייה והמכירה של הקרן בבורסה.¹⁴ קרנות אלה עשויות להיות חשופות לחלק מהבעיות המתוארות לעיל הנובעות מחוסר התאמה נזילותית, אך ככלל ומאחר שסיכון הנזילות בהן שונה מהותית מהסיכון בקרנות פתוחות, גורמים בינלאומיים העוסקים בכך סבורים כי יש לטפל בסיכון זה בקרנות אלה באופן שונה מאשר בקרנות פתוחות.¹⁵ בכל הנוגע לקרנות השקעות פרטיות בנאמנות, המוסדרות במסגרת החוק לעידוד פעילות בשוק ההון (תיקוני חקיקה), התשפ"ו-2026, צפויים הסיכונים הנובעים מחוסר התאמה נזילותית להיות משמעותיים אף יותר, נוכח מאפייני ההשקעה והנכסים בקרנות אלה. על רקע זה, ובהינתן התקדמות החקיקה בנושא, מוצע כי אסדרת כלי ניהול הנזילות תיעשה במסגרת ייעודית ונפרדת, תוך ביצוע ההתאמות הנדרשות למאפייני הקרנות ולרמת הסיכון הייחודית להן.

משבר הקורונה הוכיח כי הסיכונים שהציף ה-FSB במסמך ההמלצות שפרסם הינם ממשיים. שוק קרנות הנאמנות הפתוחות סבל מפדיונות חסרי תקדים במהלך חודש מרץ 2020. קרנות פתוחות שהחזיקו בנכסים פחות סחירים, נתקלו בקשיי נזילות משמעותיים לאור בקשות הפדיון

¹¹ שם.

¹² שם.

¹³ שם.

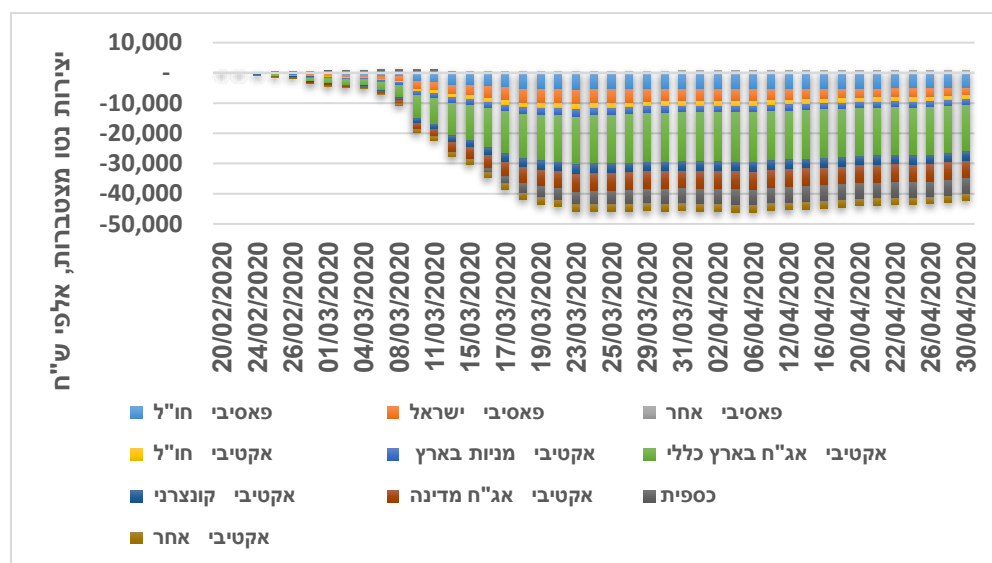
¹⁴ יש לציין שהאפשרות ליצור או לפדות יחידה של קרן סל, תחת קנייה או מכירה של יחידות הקרן במסחר, כרוכה בעמלת יצירה או פדיון, לפי העניין, אשר עשויה לשמש לכשעצמה ככלי לטיפול בסיכונים נזילות בקרנות אלה. מבדיקה שנעשתה, השיעור הממוצע החודשי של פדיון יחידות קרן נאמנות סגורה ב-7 השנים האחרונות עומד על 11.6% בלבד. שאר הפדיונות הן באמצעות מסחר ביחידות הקרן בבורסה.

¹⁵ IOSCO, *Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, Final Report, May 2025 (להלן: "המלצות ה-IOSCO המתוקנות") <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD798.pdf>

המאסיביות. לדוגמא, שוק קרנות הנאמנות הפתוחות האירי, שהינו שוק הקרנות הפתוחות השני בגודלו באירופה, רשם יותר מ-72 מיליארד אירו בפדיונות מקרנות פתוחות, כאשר קרנות אג"ח ספגו את מירב הפדיונות.¹⁶ גם בישראל, עיקר הפדיונות היו בקרנות פתוחות בסגמנט האג"ח. סך הפדיונות נטו בקרנות נאמנות בישראל בחודשים פברואר-מרץ 2020 עמד על כ-44 מיליארד ₪, כאשר השוק כולו התכווץ במהלך התקופה האמורה בכ-83.25 מיליארד ₪ (הן בגין פדיונות והן בגין ירידת ערך של כ-40 מיליארד ₪).¹⁷ להלן תרשים המתאר את היצירות והפדיונות נטו המצטברים (במיליארדי ש"ח) בראשית משבר הקורונה, בחלוקה לסוגי קרנות:¹⁸

תרשים 1: יצירות נטו מצטברות בקרנות הנאמנות בישראל בראשית משבר הקורונה, לפי סוג קרן, אלפי

₪.¹⁹



בניגוד לחסכוניות פנסיוניים לטווח ארוך, בקרנות הנאמנות, המאפשרות נזילות יומית, התפתחו פדיונות בהיקפים חריגים תוך זמן קצר במהלך משבר הקורונה. המכירות בזמן המשבר, אפיינו בעיקר משקיעים קטנים, בין באופן ישיר ובין דרך החזקה בקרנות הנאמנות, ואילו המשקיעים המתוחכמים והמוסדיים, היו אלה שסיפקו את הנזילות ופעלו בצד הנגדי.²⁰ במקרים בהם הגופים המוסדיים לא היו צד נגדי למכירות של קרנות הנאמנות אלא הצטרפו למכירות של אותם הניירות בהיקפים משמעותיים, נדרשה אף התערבות בזמן המשבר. כך למשל, עושי השוק הממונים ע"י משרד האוצר לספק נזילות באג"ח ממשלתי, יחד עם בנק ישראל, שהצהיר על תכנית רכישות

¹⁶ Discussion Paper, Financial Fragility in Open-ended Mutual Funds: the Role of Liquidity Management Tools; Falko Fecht (Duetsche Bundesbank), Peter Dunne (Central Bank of Ireland) Lorenz Emter (Central Bank of Ireland and ECB), Raffaele Giuliana (Central Bank of Ireland and ESRB) and Oana Peia (University College Dublin), No 36/2024.

https://www.bundesbank.de/resource/blob/939690/9c1184e9b5d36885239ae0b051ecea7e/472B63_F073F071307366337C94F8C870/2024-09-06-dkp-36-data.pdf

¹⁷ רשות ני"ע, המחלקה הכלכלית, "משבר הקורונה - אוגדן ניתוחים" (יולי 2020), בעמ' 29-30 (להלן: "אוגדן הניתוחים"). https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/Isafile_090820.pdf

¹⁸ "יצירות נטו" – מספר היחידות שנוצרו בקרן פחות מספר היחידות שנפדו; "פדיונות נטו (%) – מספר היחידות שנפדו בקרן פחות מספר היחידות שנוצרו.

¹⁹ המחלקה כלכלית, רשות ניירות ערך. "אקטיבי אחר" – כל יתר הקרנות האקטיביות. "פאסיבי אחר" – כל יתר הקרנות הפאסיביות.

²⁰ אוגדן הניתוחים, לעיל ה"ש 17, בעמ' 68.

במהלך המשבר, הם שספגו את מרבית ההיצע של אג"ח ממשלתי.²¹ אחד החששות העיקריים שעלו מהיקפי הפדיונות המשמעותיים בפרק זמן כה קצר היה מחסור פוטנציאלי בסחירות בבורסה אשר העלה חשש להעצמת הירידות בשווקים, כמו גם לכך שמנהלי הקרנות יעדיפו למכור את הנכסים הנזילים יותר ולהשאיר בקרנות את הנכסים הפחות נזילים, שלרוב מתאפיינים בסיכון גבוה יותר. היקף הפדיונות החריג, הוביל בסופו של דבר לשחיקה בערך נכסי הקרנות ולקושי לעמוד במדיניות ההשקעה של הקרן ובמגבלות ההשקעה הקבועות בהוראות הדין.

לאור המצב המתואר, ולאור בקשות שהתקבלו ממנהלי הקרנות, פרסמה הרשות הקלות זמניות שונות במטרה לאפשר גמישות בניהול ההשקעות בקרנות, בהן הימנעות מנקיטת הליכים בשל חריגות פאסיביות משיעורים ומגבלות מסוימים שנקבעו בהוראות הדין בשל עודף פדיונות בקרן או בשל ירידת שווי נכסים בקרן; הימנעות מנקיטת הליכים בשל חריגות ממגבלת שיעור בטוחות בשל פעילות בחוזים עתידיים בקרן מחקה; אישור שהות לתיקון חריגות בקרן משיעורי הפקדת הכספים המותרים בבנק מסוים וממגבלת החזקה בפיקדונות לזמן קצוב בבנק עד למועד הפירעון ועוד.²² יצוין, כי ללא מתן הקלות כאמור ביחס לניהול ההשקעות בקרנות, סביר להניח שההשפעה השלילית של הפדיונות הרבים על מחירי ני"ע הייתה בעוצמה רבה יותר. ההקלות האמורות ניתנו עקב העובדה שמדובר היה באירוע חריג ובלתי צפוי. עם זאת, הרשות לא בהכרח רואה בכך דרך פעולה מיטבית או בלעדית על מנת לסייע למנהלי הקרנות להתמודד עם היקפי פדיונות חריגים ו/או קשיי נזילות בזמן משבר ועל כן, בוחנת, בין היתר באמצעות פרסום קול קורא זה, דרכי פעולה אפשריות נוספות על מנת להתמודד עם מצבים אלה בעתיד.

בעוד שבמדינות רבות בעולם מנהלי הקרנות עשו שימוש בתקופת משבר הקורונה בכלים לניהול נזילות בקרנות נאמנות פתוחות, בידי מנהלי הקרנות בישראל לא היו כלים זמינים ואפקטיביים לצורך ניהול סיכוני הנזילות בקרנות הפתוחות וזאת למעט כלי דרסטי, שלא הופעל, של עצירת פדיונות בהוראת יו"ר הרשות, עליו יפורט בהמשך. קיומם של כלים אלה, יכול היה ליתר את התערבותה של הרשות באמצעות הקלות זמניות כמפורט לעיל ולהקל על היקפי הפדיונות ועל דילול בעלי היחידות הנותרים בקרן.

החוסר בכלים זמינים למנהלי קרנות לצורך ניהול הנזילות בזמן משבר הקורונה צוין גם על ידי מבקר המדינה. במהלך החודשים מרץ-דצמבר 2020 משרד מבקר המדינה בדק את השירותים הפיננסיים והאשראי שניתן לציבור במהלך משבר הקורונה ואת חוסנם של המוסדות הפיננסיים בישראל (להלן: **"דוח מבקר המדינה"**).²³ לאור השפעותיו של משבר הקורונה שהורגשו לא רק בשוק קרנות הנאמנות, אלא בקרב כלל השחקנים בשוק הפיננסי בישראל. במסגרת דוח מבקר המדינה המליץ משרד המבקר כי **הרשות תבחן הסדרה של אופן ההיערכות לעתות משבר של מנהלי הקרנות כדי לצמצם את סיכוני הנזילות הטמונים בקרנות נאמנות**.²⁴

²¹ שם, בעמ' 35.

²² ההקלות המפורטות ניתנו בכפוף להתקיימות נסיבות, תנאים ומגבלות שנקבעו ביחס לכל הקלה. ראו את כל ההקלות שניתנו באתר הרשות: <https://www.new.isa.gov.il/nav-index/supervised-publications/MutualFunds-Updates>

²³ **שירותים פיננסיים, אשראי ויציבות של גופים פיננסיים במשבר הקורונה**, החטיבה לביקורת תחומי כלכלה ותשתיות לאומיות, מבקר המדינה, דוח מיוחד: התמודדות מדינת ישראל עם משבר הקורונה, התשפ"א-2021. הבדיקה בוצעה בבנק ישראל, ברשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, ברשות ניירות ערך ובאגף החשב הכללי שבמשרד האוצר.

²⁴ שם, בעמ' 91.

לאור כל האמור לעיל, במחקר הכלכלי של הרשות נבחנה ההשפעה של הפדיונות בקרנות הנאמנות הפתוחות, בשגרה ובתקופת הקורונה, על בעלי היחידות בקרנות ועל השוק. במחקר הוערכו עלויות הנזילות של קרנות נאמנות בישראל, כלומר, העלויות הישירות, כגון עמלות עסקה, והעקיפות, כגון מרווחי הציטוט והכניסה לעומק ספר הפקודות במסחר, שנגרמו מהפדיונות או היצירות בקרן (נתייחס לעלויות אלה להלן בקול קורא זה כ"עלויות הנזילות").²⁵ עלויות הנזילות מבטאות את היקף הדילול הנגרם לבעלי היחידות בקרנות, כלומר, השפעת עלויות הנזילות של הפעולות המבוצעות בקרן (בין היתר כתוצאה מיצירות/ פדיונות) על כלל מחזיקי היחידות. בבחינה שבוצעה חושבה עלות הנזילות כשיעור משווי נכסי הקרן במונחים שנתיים.²⁶ הבחינה העלתה כי עלויות הנזילות נעות בממוצע בתקופת שגרה ללא אירועים חריגים (ינואר 2025),²⁷ בין 0.03% בקרנות הכספיות (הקרנות הסולידיות ביותר) ל-0.24% בקרנות אקטיביות המסווגות בכותרת העל "מניות בארץ" במונחים שנתיים. לצורך השוואה, דמי הניהול הממוצעים בקרנות האקטיביות האמורות עומדים על כ-0.96%,²⁸ כך שעלויות הנזילות כאמור משקפות למעלה מרבע מדמי הניהול הממוצעים של אותן קרנות. ככלל, כמצופה, עלויות הנזילות בקרנות האקטיביות גדולות ככל שנוזילות הנכסים המוחזקים בקרן (במונחי מרווח ביקוש-היצע) היא נמוכה יותר.

במחקר נמצא עוד, כי עם ההידרדרות בנוזילות והעלייה במרווחי הביקוש וההיצע במהלך משבר הקורונה (מרץ 2020),²⁹ עלויות הנזילות ביחס לסך הנכסים עלו פי 10 ביחס לתקופת שגרה. עלויות הנזילות ביחס לסך הנכסים הגיעו בממוצע לכ – 0.16% בקרנות הכספיות ועד 1.02%, במונחים שנתיים, בקרנות המנייתיות האקטיביות. זהו הנתון הממוצע, אך בחלק מהמקרים עלויות הנזילות הגיעו לערכים גבוהים בהרבה.³⁰

ממצאים אלה תואמים ממצאי מחקר שהתמקד בפדיונות בלוקסמבורג במהלך משבר הקורונה ומצא כי קרנות אג"ח שהפעילו כלי "Swing Pricing", שהוא כלי לניהול נזילות המיועד למניעת

²⁵ בהקשר זה חשוב לציין כי נכון למועד כתיבת מסמך זה, בישראל רוב העמלות הכרוכות בעסקאות המבוצעות בנכסי הקרן משולמות מאמצעיו של מנהל הקרן ולא מאמצעי הקרן. זאת, על אף שסעיף 80(א2) לחוק הקרנות מתיר פריעה של עמלות או הוצאות אחרות הכרוכות בביצוע עסקאות בעד הקרן מנכסי הקרן עצמה.

²⁶ עלות הנזילות חושבה כדלקמן: "עלות עסקה ביחס לשווי נכסים (%)" - מחושבת על ידי חלוקת "עלות עסקה (ש"ח)" בשווי הנכסים של הקרן (ש"ח). משתנה זה מייצג את גובה הדילול שנגרם למחזיקי היחידות הנותרים בקרן במקרה בו לא מיושם מנגנון אנטי דילול; "עלות עסקה (ש"ח)" - המשתנה כולל את עלויות הנזילות של עסקאות המבוצעות על ידי הקרן ביום נתון. בהתאם להגדרות IOSCO, העלויות שנדרשות להיכלל בקליברציה של מנגנונים נגד דילול כוללות עלויות ישירות (עמלות עסקה ומסחר אחרות), עלויות עקיפות (מרווח ההיצע ביקוש) והשפעה על השער של המסחר בקרן (כניסה לעומק הספר). במסחר הרציף, העלות בש"ח של עסקה בקרן חושבה עבור עסקאות Taker בלבד וכוללת את חצי מרווח ההיצע- ביקוש ואת גובה הזאת השער בעסקאות בהן מעורבות מספר שכבות מחיר. במסחר הנעילה, העלות בש"ח חושבה על ידי ההפרש שבין עלות העסקה בפועל לבין עלות תאורטית ששווה לכמות שנסחרה על ידי הקרן כפול שער הנעילה שהיה נקבע, בנטרול הפקודות שהוגשו על ידי הקרן.

נציין כי בשל הקושי להפריד בין עסקאות הנובעות מיצירה/פדיון לבין יתר העסקאות, משתנה זה כולל את עלויות הנזילות הנובעות מכלל עסקאות הקרן. בהתאם לכך, משתנה זה מהווה הערכת יתר של עלות הנזילות המיוחסת ליצירות או פדיונות נטו.

²⁷ תקופת ביקורת – ינואר 2025. החודש נבחר במטרה לאפיין תקופות בעלות תנודתיות נמוכה. מדובר בחודש המסחר האחרון בו "מדד הפחד" הישראלי VTA-35 נשאר מתחת לערך החציוני שלו על פני העשור האחרון לכל אורך החודש.

²⁸ נכון לחודש אוגוסט 2026.

²⁹ משבר הקורונה – מרץ 2020. במקביל לתנודתיות ולירידות הערך הגבוהות בחודש זה, מדובר בחודש בו התרחשו הפדיונות נטו הגדולים ביותר ביחס לשווי שוק הקרנות בעשור האחרון (פדיונות נטו בגובה של 12.3% משווי השוק).

³⁰ באחוזון 95 מבין כל ימי המסחר בתקופה זו בכל הקרנות האקטיביות, העלויות במונחים שנתיים עלו מעל 3%. לפירוט המלא ראו טבלה 3 בנספח א'.

דילול המחזיקים בקרן (ועליו יפורט בהמשך), ניטרלו פגיעה של 1.04% במחזיקים הנותרים בקרן במהלך שלושת השבועות המרכזיים של המשבר במונחים שנתיים (0.06% במונחים יומיים).³¹

להלן טבלה המפרטת עבור כל הקרנות האקטיביות (וכן קרנות כספיות, שאינן קרנות אקטיביות אך נוספו לטבלה לשם השוואה) בתקופת משבר הקורונה (מרץ 2020), בחלוקה לכותרת סיווג, את עלות הנזילות במונחים שנתיים בממוצע ובאחוזונים שונים מתוך כלל ימי המסחר והקרנות בתקופה זו (להלן: "צירופי יום-קרן"):

ממוצע	אחוזון 95	אחוזון 90	אחוזון 75	חציון	כותרת סיווג
0.1596%	0.8298%	0.3849%	0.2127%	0.0439%	קרן כספית
0.3271%	1.3097%	0.8362%	0.4404%	0.1859%	אג"ח בארץ – מדינה
0.9538%	3.5627%	2.3290%	1.1996%	0.5195%	אג"ח בארץ – חברות והמרה
0.8793%	3.4328%	2.0279%	0.9992%	0.3699%	אג"ח בארץ – כללי
1.0203%	4.5790%	2.4745%	1.1635%	0.5248%	מניות בארץ

ביחס לאמור לעיל יצוין כי אופי הפעילות במסחר של מנהלי הקרנות משתנה בצורה ניכרת בין קרנות מחקות לקרנות אקטיביות. הקרנות המחקות הפתוחות, המכוונות לשמור על תאימות אל מול שערי הנעילה של נכסי הבסיס שלהן, פועלות בעיקר בשלב מכרז הנעילה.³² לעומת זאת, עיקר הפעילות של הקרנות האקטיביות היא במסחר הרציף.³³ הניתוח שבוצע במחקר של המחלקה הכלכלית מצביע על כך שפעילות הקרנות המחקות בשלב הנעילה מובילה לעלויות נזילות נמוכות משמעותית.³⁴

מעבר להשפעת הפדיונות בקרנות הפתוחות על מחזיקי היחידות, במחקר הכלכלי של הרשות נבחן גם היקף ההשפעה של פדיונות (או יצירות) נטו בקרנות הנאמנות הפתוחות על השוק, באמצעות בחינת היקף ההשפעה על שלושה מדדי בורסה מרכזיים (מדד ת"א 125, מדד ת"א SME-60 ומדד תל בונד 60) בתקופת שגרה ובמשבר הקורונה.³⁵ מהבחינה עולה, כי השפעת הפדיונות (או יצירות) נטו בקרנות הנאמנות הפתוחות הינה במתאם גבוה עם התשואה היומית של מדדים אלה, כלומר, ככל שהמדד ירד ביום מסוים באופן דרסטי יותר, כך הפדיונות של הקרנות השפיעו יותר על תשואת המדד.³⁶ מתאם זה נובע, בין השאר, מהתרומה הישירה של המסחר בקרנות על התשואות של המדדים ומהתנהגות המשקיעים.

בהתאם למחקר הכלכלי של הרשות, בתקופת השגרה, המאופיינת על ידי יצירות נטו, ניתן לראות בעיקר תרומה יומית חיובית לשערי המדדים, אשר מתפלגת בין 0.1% - לבין 0.5%. **בתקופת משבר הקורונה, שהתאפיינה בפדיונות נטו ניכרים, ניתן לראות תרומה יומית שלילית לשערי המדדים**

³¹ Open-ended bond funds: systemic risks and policy implications, Ulf Lewrick and Stijn Claessens, BIS Quarterly Review, December 2021

³² ב – 75% מצירופי יום-קרן אחוז העסקאות שבוצעו על ידי הקרנות במסחר הרציף, במונחי שווי, הוא נמוך מ-1%.

³³ 100% משווי העסקאות החל מאחוזון 50.

³⁴ ראו טבלה 3 בנספח א'.

³⁵ בשלב הרציף ההשפעה חושבה על ידי סך הזזת השער האחוזית בעסקאות Taker של חשבונות הקרנות ובשלב הנעילה ההשפעה חושבה לפי הפער האחוזי שבין שער הנעילה לבין השער התאורטי שהיה נקבע ללא כל פקודות הקרנות.

³⁶ ראו תרשים 1 בנספח א'.

שנעה בין השפעה מינורית עד ל- 1.2% במונחים יומיים. עם זאת, השפעת הקרנות על המדדים בתוקפה זו מהווה רק חלק קטן באופן יחסי מהתשואה הכוללת ברמה היומית.

סיכוני חוסר התאמה נזילותית שתוארו וכפי שעלו גם במחקר הכלכלי של הרשות, העיסוק בנושא ברמה הגלובלית וממצאי דוח מבקר המדינה והמלצתו, כל אלה העלו את הצורך לדון בניהול סיכוני נזילות בקרנות נאמנות פתוחות בישראל (אקטיביות ומחקות).

2. ב. ניהול סיכוני נזילות בקרנות נאמנות בישראל

החובה של מנהל קרן בישראל לנהל את סיכוני הנזילות בקרנות שבניהולו, מקורה בחובות רחבות יותר המוטלות על מנהל קרן – חובות האמונים והזהירות בהן הוא חב כלפי בעלי היחידות וחובותו להשתמש בסמכויותיו לטובת בעלי היחידות בלבד. חובות אלה חלות על מנהל הקרן מכוח סעיפים 74-75 לחוק הקרנות והן מהוות את המסגרת הנורמטיבית הבסיסית המחייבת את מנהלי הקרנות לפעול לטובת בעלי היחידות, בהגינות ובשוויון, תוך שמירה על איזונים ראויים בין זכויותיהם של כלל המחזיקים בקרנות.

מכוח חובות אלה, ובהתאם לסמכות אשר ניתנה לרשות בסעיף 120א לחוק, קבעה הרשות בין היתר רשימת מעשים או מחדלים, שיש בהם כדי להעיד כי מנהל קרן שביצעם, לא נהג בזהירות, באמונה ובשקידה שמנהל קרן סביר היה נוהג בהן בנסיבות דומות (להלן: **"רשימת המעשים והמחדלים"**).³⁷ סעיף 9 לרשימת המעשים והמחדלים קובע שמנהל קרן אשר לא התאים את הנכסים בקרן לעודף פדיונות באופן החושף את בעלי היחידות בקרן לסיכון משמעותי, פעל באופן העלול להעיד על כך שלא עמד בחובות האמון והזהירות שלו כלפי בעלי היחידות. הסעיף קובע כי ביחס לבחירת הנכסים למימוש בנסיבות של צפי לעודף פדיונות, על מנהל הקרן לממש נכסים לצורך מימון הפדיונות באופן שישמר היחס בין הנכסים הסחירים יותר ופחות בכדי לא לפגוע בנזילות הקרן. בנוסף, על מנהל הקרן לממש נכסים באופן כזה שלא יביא להגברת התנודתיות בקרן, בכדי לא לחשוף את בעלי היחידות הנותרים בקרן לסיכונים עודפים, כתוצאה מהפדיונות.

סעיף 10 לרשימת המעשים והמחדלים מתייחס לניהול הנזילות בקרן באופן רחב יותר וקובע כי גם כשל בניהול סיכון הנזילות של קרנות בניהול מנהל הקרן ייחשב כמעשה או מחדל שעלול להעיד על הפרת חובות האמונים והזהירות של מנהל הקרן. במסגרת חובות האמונים והזהירות המוטלות על מנהל קרן, עליו לקיים תהליכים שמטרתם זיהוי סיכונים אפשריים בפעולותיו, לרבות סיכון נזילות בקרנות, כלומר, חשיפה אפשרית למצב בו למנהל הקרן יהיה קושי להיענות להוראות פדיון עקב אי יכולת לממש את נכסי הקרן (דוגמת מקרה בו מנהל הקרן רכש נכסים המאופיינים בסחירות נמוכה בשיעור גבוה משווי נכסי הקרן באופן המסכן את האפשרות לבצע פדיון יחידות או באופן המקשה על שערך נכסי הקרן, בהתחשב במאפייני הקרן). זאת, בהינתן שרובן המוחלט של הקרנות הפתוחות בישראל הן בעלות תדירות יצירה ופדיון יחידות יומית. הסעיף קובע כי על מנהל קרן למנוע מצב מעין זה ולכן עליו לפעול באופן שוטף לצמצום חשיפה אפשרית לסיכון כאמור.

³⁷ https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_mutualfunds_asset_library/tax_mutualfunds_tree-630210a4a8eb7/IsaFile_7822.pdf

נוסף על האמור ברשימת המעשים והמחדלים, ולאור העובדה שחובת ניהול סיכונים מוסדרת בהוראות הדין השונות החלות על מנהלי קרנות, החליטה הרשות בשנת 2020 לפרסם את ההוראה למנהלי קרנות נאמנות בדבר ניהול סיכונים (להלן: "הוראת ניהול סיכונים").³⁸ הוראת ניהול סיכונים לא קובעת הסדרים אשר משנים את הפרקטיקה שיושמה עד לפרסומה, אך היא קובעת אמות מידה בסיסיות לאופן שבו נדרש מנהל קרן לקיים הליך ניהול סיכונים שלם ומקצועי בקרנות שבניהולו, ומטרתה לסייע למנהלי הקרנות באמצעות קיום תהליכים סדורים ותרבות ארגונית נאותה, לזהות ולפעול להקטנת כשלים מהותיים, ולהוביל לקביעת נורמה לניהול סיכונים בקרנות. במסגרת ההוראה התייחסה הרשות, בין היתר, לחובת מנהל הקרן לנהל את סיכון הנזילות של הקרנות שבניהולו וקבעה כדלקמן:³⁹

1. מנהל קרן יפעל בקרנות שבניהולו בהתאם למודל לניהול ואמידת סיכון הנזילות, שאושר על ידי דירקטוריון מנהל הקרן. **על מודל הנזילות להביא לידי ביטוי את צרכי הנזילות אשר עלולים לנבוע, בין היתר, ממגמות בשוק ומהיקפי פדיונות בקרן בשים לב למאפייני הנכסים המוחזקים בה** [ההדגשה אינה במקור].
2. מודל הנזילות יאושר על ידי מנהל הסיכונים ועל ידי דירקטוריון מנהל הקרן.

חובת ניהול סיכונים נזילות החלות על מנהלי הקרנות בישראל, בדומה לעולם, משלימות את הוראות הדין הקיימות המטילות ממילא מגבלות על מנהלי הקרנות שמובילות, בין היתר, לשמירה על רמות נזילות וסחירות בקרנות בישראל, כגון מגבלות השקעה בנכסים, מגבלות פיזור, מגבלות על השיעורים המרביים לנכסים, ובכלל כך גם לנכסים שאינם נסחרים, ולשווי נייר ערך מהשווי הרשום למסחר.⁴⁰ לצד מגבלות אלה, הוראות הדין גם מאפשרות ביצוע עסקאות מגוונות אשר עשויות לאפשר למנהל הקרן להתמודד עם היקף פדיונות גדול בקרנות וקשיי נזילות נקודתיים. כך למשל, מנהל הקרן יכול לגייס נזילות תוך דחיית מימוש נכסי הקרן למועד מאוחר יותר באמצעות לקיחת אשראי בעד הקרן בשל פדיון יחידות,⁴¹ או ביצוע עסקאות מכר חוזר.⁴² עם זאת, לביצוע עסקאות אלה ישנה עלות החלה על כלל בעלי היחידות בקרן, מאחר שאלו משפיעים על תשואת הקרן ובכל מקרה, אין בכך כדי להוות פתרון למצבי משבר בהם היקפי הפדיונות משמעותיים באופן ממושך.

ההגבלות הקבועות בהוראות הדין אמנם מסייעות לשמירה על מסגרת נזילות מסוימת בקרנות אך אינן מבטיחות את נזילות הקרן ועל כן, מנהל הקרן מחויב גם לאמוד את סיכונים הנזילות בקרן ולפעול לניהולם וזאת בהתאם לאופי הקרן ולמודל שקבע. הוראות דומות קיימות ברחבי העולם, כפי שיפורט בסקירה הבינלאומית בקול קורא זה, אולם לעתים, לאלה מתלווה שימוש בכלים לניהול נזילות כפי שיפורטו להלן.

ג. שימוש בכלים לניהול נזילות בקרנות נאמנות פתוחות

³⁸ https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-62bd445f910eb/IsaFile_060520.pdf

³⁹ שם, בסעיף 6.

⁴⁰ ראו את המגבלות הקבועות, בין היתר, בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), תשנ"ה-1994.

⁴¹ תקנה 3 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (עסקאות באשראי ופדיון יחידות באשראי), תשס"א-2001 (להלן: "תקנות האשראי").

⁴² תקנה 2 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (אופציות, חוזים עתידיים ומכירות בחסר), תשס"א-2001; תקנה 3 לתקנות האשראי.

על אף שהוראות הדין בישראל בהקשר של ניהול נזילות בקרנות נאמנות פתוחות דומות בחלקן לאלה הקיימות בעולם, ביחס לשימוש בכלים ייעודיים לניהול נזילות על ידי מנהלי הקרנות, המצב שונה, כפי שיפורט להלן. בעוד שבישראל לא נעשה שימוש בכלים אלה, בשווקים מפותחים בעולם נעשה שימוש במגוון גדול של כלים כאמור, שעשויים לסייע בטיפול בסיכונים ובעיות הנובעים מחוסר התאמה נזילתית, בפרט במקרים של היקפי פדיונות משמעותיים בקרנות ובעתות משבר. את הכלים הקיימים בעולם לניהול נזילות ניתן לחלק באופן כללי לשתי קבוצות מרכזיות:⁴³

1) כלים למניעת דילול ("Anti-Dilution")

כלים אלה משיתים את עלויות הנזילות שנגרמו מהפדיונות או היצירות בקרן על הפודים או היוצרים, באמצעות התאמת ה-NAV של הקרן או מחיר היחידה, או תוספת עמלה המוחזרת לנכסי הקרן.

מטרת כלים אלה היא להגן על בעלי היחידות הנותרים בקרן מפני דילול ערך יחידות הקרן בהן הם מחזיקים ולפצות אותם על כך. כמו כן, כלים אלה מסייעים במיתון יתרון היוצאים הראשונים בקרן, ועל כן הם עשויים להתאים לשימוש הן במצבי שוק רגיל והן במצבי שוק לחוץ. הכלים הנפוצים בשימוש בעולם, כוללים, בין היתר, את הכלים הבאים:

• Swing Pricing

כלי ה-"Swing Pricing" הוא כלי שבמסגרתו מבוצע תהליך של התאמה לשווי היחידה של הקרן (NAV), באופן המשית את העלויות הכרוכות בביצוע הפעולות הנדרשות לרכישה או מימוש נכסי הקרן בעת יצירה או פדיון, רק על המשקיעים שביצעו פעולת יצירה או פדיון בקרן, באותו המועד.

מטרת הכלי היא להגן על המשקיעים שנותרים בקרן, לטווח ארוך, מעלויות מסחר שנובעות בקשות יצירה או פדיון של משקיעים לטווח קצר ולסייע במניעת דילול משקיעים בקרן. השתת עלויות על הפודים או היוצרים יחידות מייצרת תמריץ להחזיק את הקרן לתקופה ארוכה יותר. עם זאת, מטרת השימוש בכלי ה-"Swing Pricing" אינה "להעניש" את מבצע הפעולות, אלא כאמור למנוע דילול של מחזיקי היחידות שנובע ממימוש או רכישה של נכסי הקרן לצורך מענה לאותן פעולות. יתרון נוסף של הכלי הוא צמצום הסיכון המערכתי לשוק.

היישום של כלי זה יכול להיעשות באחת משתי דרכים: "Swing מלא", שבו הכלי מופעל בכל יום שבו יש עודף פדיונות או יצירות בקרן, ו-"Swing חלקי", שבו הכלי מופעל רק אם נחצה רף מסוים מסך שווי נכסי הקרן ("Swing Threshold", להלן: "הסף"). במקרה של "Swing חלקי", יוצרים או פודים ישלמו את עלות הנזילות אך ורק במידה שהפדיונות או היצירות נטו הם מעל לסף שנקבע. הסף קובע למעשה מתי ההשפעה של עלות הנזילות שנובעת מיוצרים ופודים בקרן היא מהותית, כך שיש להפעיל את הכלי כדי למתן את השפעתם על בעלי היחידות שנותרים בקרן.

כלי זה מדויק יותר ממנגנוני עמלה קבועים שאינם מבחינים בין פעילות שמגדילה את עלות הנזילות לבין פעילות שמקטינה אותה או כאלה שאינם מתבססים על תנאי הנזילות בשוק באותו מועד. עם

⁴³ Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes, IOSCO, Final Report, December 2023 (להלן: "המלצות ה-IOSCO בעניין כלים למניעת דילול"), בעמ' 4.

זאת, יישום אפקטיבי של המנגנון מחייב קביעת מתודולוגיה ברורה לכיול מקדם ה-"Swing" (האופן בו נקבע שווי ה-"Swing" הדרוש בכל יום), לרבות אופן חישוב עלויות הנזילות, אפשרות לשימוש ב-"Swing חלקי" וקביעת ספי הפעלה, תיעוד, בקורות, וגילוי למשקיעים בתשקיף הקרן על השימוש בכלי ואופן השימוש בו.

עם זאת, יש לקחת בחשבון כי הפעלת הכלי אינה מביאה בחשבון נסיבות ספציפיות, אלא משפיעה באופן גורף על כלל המשקיעים שביצעו יצירות או פדיונות באותו המועד. כך למשל, במקרה בו הכלי מופעל עקב פדיונות של משקיע יחיד בלבד בהיקף שחוצה את הסף הקבוע בקרן להפעלת הכלי, גם משקיעים נוספים שביצעו פדיון בסכומים נמוכים ישלמו את עלות הנזילות.

• עמלת יצירה ופדיון

עמלת יצירה ופדיון היא עמלה הנגבית בשיעור קבוע ומוגדר מראש, ממשקיעים המבקשים ליצור או לפדות יחידות של הקרן והמועברת לחשבון הקרן, במטרה לסייע במניעת דילול של מחזיקי היחידות. אופן גביית העמלה והעברתה לחשבון הקרן דומה לעמלת היצירה והפדיון שנגבית בקרנות סל ישראליות.⁴⁴

בהתאם למנגנון זה, שיעור העמלה מחושב מראש בהתאם להערכת עלויות ההנזלה של נכסי הקרן, ואינו מתחשב בתנאי שוק או בשיעור הפדיונות והיצירות, ועל כן כלי זה רלוונטי במיוחד לקרנות פתוחות המשקיעות בנכסים שעלויות ההנזלה שלהם קבועות וידועות מראש. הפעלת הכלי אינה אוטומטית ונתונה לשיקול דעתו של מנהל הקרן.⁴⁵

בשל המאפיינים של כלי זה ובעיקר ייעודו לעלויות קבועות וידועות מראש, וחוסר הגמישות בהפעלתו, על פניו, מידת ההתאמה של מנגנון זה לשוק המקומי היא נמוכה יותר במתכונתו הפשוטה כעמלה קבועה ורוחבית.

• שערוך לפי המרווח במחיר

בניגוד לכלים אחרים למניעת דילול, אשר מופעלים לאחר חישוב מחיר היחידה של הקרן, כלי זה מופעל באמצעות שיטת השערוך של נכסי הקרן.

ככלל, מנהל הקרן ישערך את נכסי הקרן לפי מחיר האמצע שלהם ("Mid-Price"). מחיר ה"אמצע" משקף את הממוצע של מחיר ה-Ask ומחיר ה-Bid. הפעלת כלי זה באה לידי ביטוי באמצעות שינוי מודל שערוך אג"ח לפי מחיר האמצע, כך שבעת עודף יצירות השערוך יבוצע לפי מחיר Ask ובעת עודף פדיונות השערוך יבוצע לפי מחיר Bid - ניתן לקבוע סף אשר רק אם עודף היצירות או הפדיונות גבוה ממנו נעשה בו שימוש בשיטת השערוך כאמור. על כן, במקרה של היקפים גדולים של יצירות ופדיונות בקרן, שימוש בכלי זה יטיל את עלויות הנזילות על המשקיעים הנכנסים או היוצאים מהקרן.

⁴⁴ סעיף 50(ג) לחוק.

⁴⁵ יש לציין, כי בעוד שעמלת יצירה או פדיון נחשבת כלי למניעת דילול כאשר היא נוספת לנכסי הקרן ומשמשת לכיסוי עלויות הנזילות, הרי שגביית "הוספה" בקרן שמתיר סעיף 42(ג) לחוק למנהל הקרן, היא אינה כלי למניעת דילול, שכן רכיב זה הוא חלק משכרו של מנהל הקרן.

כלי זה רלוונטי בעיקר לקרנות שמשקיעות באג"ח שנסחרות ב- OTC בחו"ל, מאחר שעבורן עיקר עלויות הנזילות מגולמות במרווח מחירי ה- Bid-Ask המצוטטים. בישראל, מנגנוני השערוך והמסחר בבורסה בת"א, גם כאשר ני"ע הוא אג"ח, מתבססים על שערי מסחר ושערי נעילה, ולא על פרסום יומי של מחירי Bid-Ask לצורכי שערוך סוף יום ולכן, כלי זה פחות טבעי לשוק המקומי ביחס לניירות ערך סחירים בבורסה בת"א. כמו כן, כלי זה מתאים בעיקר לקרנות שבהן עלות הנזילות מגולמת בעיקר במרווח Bid-Ask והוא אינו מתייחס לעלויות ישירות או עקיפות נוספות.

• עמלה למניעת דילול משקיעים – "Anti-Dilution Levies"

עמלה למניעת דילול משקיעים היא עמלה שמשולמת על ידי בעל יחידות שפודה את יחידות הקרן ומתווספת לנכסי הקרן, כלומר, העמלות ישולמו לקרן ויהיו חלק מנכסיה ולא למנהל הקרן, על מנת "לפצות" את בעלי היחידות הנותרים על עלויות הנזילות שנבעו מהיקף הפדיון שביצע. כלי זה פועל באמצעות גביית עמלה **משתנה** ממשקיעים אשר פודים יחידות בהיקף שעולה על הרף שנקבע על ידי מנהל הקרן.

בשונה מעמלת יצירה ופדיון, שצוינה לעיל, עמלה למניעת דילול משקיעים אינה קבועה מראש ומשתנה לפי החלטת מנהל הקרן בהתאם לתנאי השוק, מאפייני הנכסים שמוחזקים בקרן, היקף היצירות והפדיונות ועוד.

כלי זה דומה במהותו ל- "Swing Pricing", שכן הוא משית את ההוצאות הכרוכות בפדיונות בהיקפים גדולים ודילול הקרן על המשקיעים הפודים את יחידותיהם בקרן, אולם בכלי זה, בניגוד ל- "Swing Pricing", לא מבוצעת התאמה של ה-NAV על ידי מנהל הקרן, אלא כעמלה נוספת שמתווספת לנכסי הקרן. עם זאת, מדובר בכלי גמיש יותר מ- "Swing Pricing", אשר מוגדר מראש בעת הנפקת הקרן, וניתן להתאים אותו לתנאים הייחודיים המצדיקים את השימוש בו. כך למשל, ניתן לגבות את העמלה למניעת דילול משקיעים מכלל הפודים או רק ממשקיעים שביצעו פדיון בהיקף גבוה ובכך הוא עשוי להיות מדויק יותר מה- "Swing Pricing".

תפעולית ייתכן כי השימוש בכלי זה יהיה קל יותר משימוש ב- "Swing Pricing" אך עדיין קיימים קשיים תפעוליים שיש לתת להם מענה טרם יישומו בקרן. בנוסף, היות ומדובר בכלי שלא מופעל באופן אוטומטי, כמו ה- "Swing Pricing", ועל אף שנדרש תיאום ציפיות לנסיבות השימוש בו בתשקיף הקרן, מנהל הקרן עלול להימנע משימוש בו מחשש תדמיתי לתלונו של בעלי היחידות מעצם הפעלתו, ומשכך להימנע מהפעלתו ובכך לרוקן אותו מתוכן.

• תמחור כפול – "Dual Pricing"

כלי זה מתייחס לחישוב שני מחירי NAV לקרן והוא רלוונטי בעיקר לקרנות שמשקיעות בעיקר באג"ח בחו"ל שנסחרות OTC. ככלל, כאמור, שערוך נכסים שנסחרים OTC בקרנות נאמנות מבוצע לפי מחיר "האמצעי" שלהם ("Mid-Price") בסוף היום.

שימוש בכלי זה מבוצע באמצעות חישוב מחיר NAV שמשמש כמחיר יצירה ובו שערוך הניירות המוחזקים בקרן מבוצע לפי מחיר ה- Ask ומחיר NAV נוסף שמשמש כמחיר פדיון ובו שערוך הניירות המוחזקים בקרן מבוצע לפי מחיר ה- Bid. דרך נוספת להשתמש בכלי זה היא לחשב את

מחיר ה-NAV של הקרן לפי מחיר "Mid-Price" ולבצע התאמה למחיר היצירה והפדיון באמצעות חישוב מרווח שנקבע מראש על ידי מנהל הקרן על בסיס בחינת מחירי הניירות בהם הקרן משקיעה והמרווח המקובל בהם.

כאמור, בדומה לכלי שערוך לפי המרווח במחיר ומאותם טעמים שצוינו לעיל, כלי זה רלוונטי בעיקר לקרנות המשקיעות באג"ח שנסחרות OTC.

2) כלים המגבילים את הגישה להון של המשקיע

כלים אלה נועדו להאט או לעצור פדיונות בקרן. בניגוד לכלים למניעת דילול, שמשפיעים על מחיר היצירה או הפדיון של הקרן, כלים אלה משפיעים על ניהול הקרן עצמה ומאפשרים למנהל הקרן לפרוס את מכירת הנכסים על פני מספר ימים בעתות משבר ובכך למתן את הנזק הנגרם ממכירה של נכסים שאינם נזילים ולמזער את השפעת המכירות על השוק. עם זאת, כלים אלה מגבילים את יכולתם של בעלי היחידות בקרנות נאמנות לגשת להון שלהם בעתות משבר ומגבילים את הנזילות היומית המאפיינת את קרנות הנאמנות הפתוחות.

בהקשר זה ראוי לציין שהנזילות היומית היא אמנם מאפיין מרכזי של קרנות נאמנות ושזכותם של משקיעים ליצור ולפדות יחידות של קרן נאמנות בכל יום מסחר היא זכות מרכזית בהוראות הדין, אך היא לא תמיד תהיה ראשונה במעלה ובנסיבות מסוימות היא אף תוגבל, בין השאר כדי לשרת את העקרון המרכזי לא פחות על פי הדין, לפיו בעלי היחידות מחזיקים בזכות שווה ועל מנהל הקרן להשתמש בסמכויותיו לטובת בעלי היחידות כולם – הפודים והנותרים בקרן. כך, הוראות הדין מאפשרות למנהל קרן, כבר בשלב עיצוב הקרן, לקבוע כי הקרן תהיה קרן מועדים קבועים ומועדי היצירה והפדיון שלה לא יהיו בכל יום מסחר בקרן. כך גם, הוראות הדין קובעות שיום שבו מתקיים מסחר בבורסה בישראל אך לא ניתן לקבוע את שוויים של נכסי קרן פתוחה לגבי אותו יום בשיעור העולה על חמישה או עשרה אחוזים, בהתאם לעניין, לא יהווה יום מסחר והקרן תהיה סגורה ליצירות ופדיונות.⁴⁶

הכלים המגבילים את הדישה להון של המשקיע הנפוצים בשימוש בעולם, כוללים, בין היתר, את הכלים הבאים:

• חסמי פדיון

חסם פדיון הוא כלי המגביל באופן זמני וחלקי את האפשרות לפדות את יחידות הקרן, כך שבעת הפעלת החסם בעל יחידות בקרן יהיה רשאי לפדות רק חלק מהיחידות שביקש לפדות. החסם נקבע באמצעות רף מסוים, כאשר ככל שסך הבקשות לפדיון חוצות את אותו הרף שנקבע (לדוגמא, 5%

⁴⁶ סעיף 1 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (מחירי קניה ומכירה של נכסי קרן ושווי נכסי קרן), תשנ"ה-1994. תקנות אלה מגדירות מהו "יום מסחר", המהווה יום בו נערך חישוב מחירים בקרנות, וקובעות כי יהיה זה "יום כאמור בפסקאות (1) עד (4) גם אם לא מתקיימים התנאים המפורטים בהן, ובלבד שמתקיים בו מסחר בבורסה בישראל ושווי הנכסים המוחזקים בקרן, באגד הישראלי או באגד החוץ, שלא ניתן לקובעו לגבי אותו יום, לרבות מטבע חוץ שלא נקבע לו שער יציג לאותו יום, מהשווי הנקי של נכסי הקרן, האגד הישראלי או אגד החוץ, לפי העניין, אינו עולה על עשרה אחוזים, ובקרן מחקה שבה שכר מנהל הקרן כולל רכיב של דמי ניהול משתנים, כמשמעותם בפרק ה' לתקנות קרנות מחקות – חמישה אחוזים".

מסך נכסי הקרן), הכלי מופעל והפדיונות מבוצעים באופן חלקי (בדרך כלל באופן יחסי - פרו ראטה).⁴⁷ בקשות הפדיון שלא בוצעו, מבוטלות או נדחות ליום המסחר הבא.

שימוש בכלי זה יכול לסייע לא רק בזמני משבר בשווקים, אלא גם במצב שוק "רגיל" שבו מתקבלות בקשות פדיון חריגות בהיקפן בקרן או בקרנות מסוימות. שימוש בחסמי פדיון מאפשר למנהל הקרן "לפרוס" את הפדיונות לאורך זמן ובהתאם גם את מימוש הנכסים לצורך כך, בהתאם לאינטרס של כלל בעלי היחידות בקרן (מבקשי הפדיון ואלו הנותרים בקרן). חסם פדיון הוא כלי נפוץ בקרנות שמשקיעות בנכסים שאינם נסחרים בהיקף משמעותי. ככל שקרנות אלה מציעות למשקיעים פדיונות עיתיים (כמו למשל, Interval Funds בארה"ב וקרנות ELTIF באירופה), הן מציעות זאת בדרך כלל בכפוף לחסמי פדיון שנקבעים בהתאם לנזילות הקיימת בקרנות.

בדרך כלל, ניתן גילוי בתשקיף הקרן על שימוש אפשרי בחסם פדיון. עם זאת, אופן הגילוי בתשקיף על השימוש האפשרי בחסם והפעלתו עלול להוביל לעיתים גם לתופעת ה-"Run On The Fund", כאשר בעלי יחידות יחששו מהפעלתו באירועי משבר. חשש נוסף בשימוש בכלי זה, הוא ששימוש לא זהיר ולא יעיל עלול לפגוע במוניטין מנהל הקרן אשר השתמש בו. כמו כן, לשם צמצום הפגיעה בערך הנזילות בקרנות פתוחות, יש לקבוע, בין היתר, תנאי הפעלה, גילוי למשקיעים, ובקורות שיבטיחו יחס הוגן בין המשקיעים הפודים לבין המשקיעים הנותרים בקרן. ככלל, המנגנון צריך להיות מופעל באופן שוויוני כלפי כלל הפודים באותו מועד, ולא להפלות בין סוגי משקיעים או בין סדרות ויחידות, אלא אם קיימת הצדקה מבנית ברורה לכך.

• הודעה מוקדמת – "Notice Period"

כלי ההודעה המוקדמת מאפשר למנהל הקרן לקבוע תקופה מסוימת להגשה מראש של בקשות לפדיון על ידי בעלי יחידות בקרן. השימוש בכלי זה מקובל בעיקר בקרנות בהן מועדי הפדיון קבועים ומוגדרים מראש והוא יכול להיות משולב יחד עם כלי של חסם פדיון. בישראל נעשה שימוש בכלי של הודעה מוקדמת בקרנות גידור בנאמנות.⁴⁸ עם זאת, ניתן למצוא מספר דוגמאות לשימוש בכלי זה גם בקרנות נאמנות פתוחות "סטנדרטיות", כלומר, קרנות עם אפשרות פדיון בכל יום מסחר, כאשר בקרנות מסוג זה, מקובל לעשות שימוש בכלי באמצעות הגדרה מראש בתשקיף הקרן את דרישת הודעה מוקדמת עבור פדיון מעל סכום מסוים.⁴⁹ כך, משקיע שמעוניין לבצע פדיון בהיקף מהותי שנקבע על ידי מנהל הקרן יידרש להודיע למנהל הקרן על הבקשה טרם מועד ביצוע הפדיון בהתאם לתקופה שנקבעה. ישנם מנהלי קרנות אשר משתמשים באופן שונה בכלי הודעה מוקדמת וזאת באמצעות הטלת עמלת פדיון על המשקיע, ככל שלא נתן הודעה מוקדמת על פדיון בהיקף מהותי.

⁴⁷ יש להבחין בין "Redemption Gates" לבין "Redemption Caps". Cap הוא תנאי פדיון אוטומטי שנקבע מראש כחלק מתנאי הקרן, ואילו Gate הוא כלי ניהול נזילות שהפעלתו נתונה לשיקול דעת מנהל הקרן או הגורם האחראי, לאחר חציית סף ההפעלה.

⁴⁸ https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-62bd445f910eb/trust_hedge_funds_continuityorder.pdf

⁴⁹ בספרד למשל, ניתן לקבוע תקופת הודעה מוקדמת של עשרה ימים, על הרצון לפדות יחידות מעל ל-300 אלף אירו עבור משקיע יחיד. המחיר שבו היחידות יפדו יהיה המחיר ביום העסקים העשירי, לאחר מתן ההודעה ע"י המשקיע. בדרך כלל תשקיף הקרן קובע כי ניתן לקצר את התקופה הנ"ל אם מנהל ההשקעות מצליח למכור מספיק מנכסי הקרן, על מנת לממש את בקשת הפדיון של המשקיע.

כלי זה מאפשר למנהל הקרן להיערך למימוש נכסי הקרן לעומת מימוש שלהם באופן מהיר ומיידי ועל כן מצמצם את עלות ההנזלה, אולם מבחינת המשקיע, שימוש בכלי דוחה את האפשרות לפדות את היחידות שמחזיק באופן מיידי.

על פניו, ביחס לקרנות נאמנות פתוחות עבורן הנזילות היומית הינה מאפיין בסיסי, יישום של כלי מסוג זה צריך להיות מוגבל לעתות חירום בלבד ולהיעשות באופן שיגביל ככל האפשר את הפגיעה בעקרון הנזילות ובמשקיעים המעוניינים לפדות את הנכסים.

• הפסקה או השעיה של פדיונות

הפסקה או השעיה של פדיונות היא כלי חריג לניהול נזילות, שבמסגרתו נמנע מהמשקיעים לפדות יחידות בקרן. מדובר בדרך כלל בכלי זמני וקצר טווח, שיש להפעילו רק בנסיבות חריגות. השימוש בהשעיית פדיונות נחשב כמוצא אחרון שנועד להגן על טובת המשקיעים, למשל במצבים של קושי מהותי בשערוך נכסים, בעיית נזילות חמורה, אירוע סייבר, סגירת שווקים, מגבלות מסחר, משבר פיננסי או פוליטי חמור, הונאה משמעותית או אסון טבע.⁵⁰

מבין מגוון הכלים המקובלים והנפוצים בעולם שפורטו לעיל,⁵¹ כלי זה הוא בעצם כלי ניהול הנזילות היחיד שזמין למנהלי הקרנות בדין הישראלי, כפי שניתן לראות בתמונה 1 שלהלן המובאת מתוך סקר שערך הארגון הבינלאומי של רשויות ניירות ערך (להלן: "ה- IOSCO")⁵².

תמונה 1 – שימוש בכלי ניהול נזילות במדינות חברות ב-IOSCO

Tools ↓	Availability of tools																	
	AU ¹	BE	BR ²	CA ³	CN	FR ⁴	DE ⁵	HK ¹⁶	IN	IR	IS	IT ⁸	JP	JE	LU	MX	NL	PO ⁷
Swing pricing																		
Redemption fees																		
Anti-dilution levy																		
Redemption gates																		
Redemptions in kind																		
Side pockets																		
Suspension of redemptions																		

בהתאם לסעיף 48 לחוק, יו"ר הרשות רשאי להורות על הפסקת פדיונות בקרנות פתוחות לתקופה מוגבלת מיוזמתו או לבקשת מנהל קרן, כאשר הנסיבות המנויות בחוק להפעלת סמכות זו של יו"ר הרשות הן בד"כ בקרות אירועי קיצון שמשליכים על היכולת לקיים מסחר, לבצע פדיונות או

⁵⁰ ארגון ה-IOSCO, מדגיש כי יש לקבוע מראש תרחישי הפעלה, תהליך ממשל תאגידי, תכנית תקשורת למשקיעים ולנותני שירותים, התייחסות לשאלה האם יושעה גם חישוב ה-NAV ותוכנית יציאה מהשעיה.

⁵¹ יצוין, כי כלל הכלים למניעת דילול ולמניעת גישה להון שפורטו לעיל אינם מהווים רשימה ממצה של הכלים הקיימים והמקובלים בעולם לניהול נזילות. עם זאת, אלו הכלים הרלוונטיים ביותר לשוק הקרנות הישראלי, המאופיין בין היתר במשקיעי "ריטייל", ולפתרון מיטבי של ההשלכות המפורטות לעיל של חוסר התאמה נזילותית. כך למשל: כלי ה-"Side Pocket", שמשמעותו פיצול הנכסים שאינם נזילים ונכסים שבאופן זמני קיים קושי מהותי או שכלל לא אפשרי לממשם לפי השווי ההוגן שלהם הקרן מחשבון הקרן לחשבון נוסף ונפרד של הקרן שהוא ה-"Side Pocket". השימוש בכלי זה נעשה לרוב במכשירי השקעות בנכסים פרטיים שאינם נסחרים, כגון קרנות פרטיות והוא אינו נפוץ בקרב קרנות נאמנות; כלי ה"פדיון בעין", המאפשר למנהל קרן להעביר לבעל יחידות בקרן שמבקש לפדות יחידותיו את הנכסים המוחזקים בקרן, בדרך כלל באופן יחסי – "פרו ראטה", וזאת בשונה מהכלי הסטנדרטי של תשלום כספי כנגד פדיונות. כלי זה אינו מתאים לקרנות המתאפיינות במשקיעים פשוטים שאין להם ידע או יכולות מספקות על מנת לנהל את הנכסים שיועברו להם מהקרן.

⁵² https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscospd517.pdf?utm_source=chatgpt.com, בעמ' 4.

שעלולים לפגוע בעניינם של בעלי היחידות.⁵³ יצוין כי אף בשיא משבר הקורונה לא נעשה שימוש בסמכות זו. זאת מאחר שהוא נחשב צעד "דרסטי", כאשר לצד יתרונותיו בשמירה על טובת המשקיעים ומניעת ההשלכות של היקפי פדיונות גדולים בזמן משבר, למעשה הפעלתו שוללת את זכותו של המשקיע לפדות את השקעתו באופן גורף ואף עשויה להוביל בעצמה לתופעה של ריצה לקרן ולייצור של לחץ פדיונות בקרנות.

על כן, שימוש בכלים נוספים הנפוצים בעולם לניהול נזילות יכול לסייע בידי מנהלי הקרנות בישראל לנהל בעצמם את הנזילות בקרנות, במקרים המתאימים, באופן פחות דרסטי מעצירת פדיונות גורפת, תוך שמירה על טובת המשקיעים. יתרה מכך, וכפי שיפורט בחלק זה להלן, נראה כי אף יש הצדקה להטמעה ויישום הן של כלים למניעת גישה להון והן של כלים למניעת דילול בקרנות נאמנות פתוחות בישראל הן מבחינה כלכלית והן מבחינת עמידה בסטנדרט הבינלאומי, כאשר השימוש בשני סוגי הכלים האמורים נתמך במסגרת מסמכי המלצות של גופים בינלאומיים ורגולציות קיימות ומתגבשות.

1.ג. סקירה בינלאומית - ניהול נזילות ושימוש בכלים לניהול נזילות בקרנות פתוחות

הסקירה שתוצג להלן היא סקירה ממוקדת. לסקירה בינלאומית מורחבת, לרבות הפניות למקורות, ראו **נספח ג'** לקול קורא זה.

א. ה-IOSCO

ה- IOSCO עוסק רבות בניהול סיכונים נזילות וביישום כלים לניהול נזילות במכשירי השקעה משותפת כבר משנת 2013. לאורך השנים, ה- IOSCO פעל בשיתוף פעולה עם ה-FSB לניתוח הסיכונים המבניים של ניהול הנזילות במכשירי השקעה משותפת, כאשר מתוך כלל הסיכונים המבניים המאפיינים קרנות נאמנות, ה-FSB הדגיש את חוסר ההתאמה הנזילותית בקרנות נאמנות כחולשת מפתח ואת הניהול האפקטיבי של סיכונים הנזילות במכשירים אלה כאמצעי למיתון חולשה זו ולהגנה על המשקיעים.

במהלך השנים, ובפרט לאור אירועים משמעותיים כגון הקורונה והמלחמה בין רוסיה לאוקראינה, פורסמו מספר מסמכי המלצות לניהול סיכונים נזילות במכשירי השקעה משותפת על ידי ה- IOSCO וה-FSB, כאשר העיקריים שבהם הם מסמך ההמלצות של ה- IOSCO משנת 2018 (להלן: "**מסמך ההמלצות**") ומסמך המלצות ה- IOSCO המתוקנות שפורסם בחודש מאי 2025.

המלצות ה- IOSCO במסמכים אלה נועדו לסייע למנהלי קרנות פתוחות (למעט קרנות כספיות) לנהל את סיכונים הנזילות המאפיינים את עולם ניהול ההשקעות, להעניק כלים להתמודדות עמם ולתמוך בהפעלת שיקול הדעת של מנהלי הקרנות בניהולם, מתוך הבנה שההגנה הטובה ביותר מפני חוסר התאמה נזילותית נמצאת בידי מנהל הקרן והקרן. לאורך מסמכי ההמלצות האמורים, פרט ה- IOSCO המלצות שונות למנהלי הקרנות ביחס לקיום תהליך אפקטיבי לניהול סיכונים הנזילות בקרנות נאמנות פתוחות וליישומו בשלבים השונים של חיי הקרן, החל משלב תכנון הקמת הקרן ולאורך חייה, וכן המלצות ביחס להיבטי ממשל תאגידי וגילוי.

⁵³ ישנן מדינות בעולם בהן הפעלת הכלי היא בסמכות של מנהל הקרן.

במסמכים אלה מדגיש ה-IOSCO את הצורך בכך שמנהלי הקרנות ישקלו ליישם בקרנות הפתוחות שבניהולם מגוון רחב של כלים לניהול נזילות המותרים לשימוש על פי דין ובכפוף לגילוי מתאים, בהם כלים למניעת דילול וכלים למניעת גישה להון, לרבות עצירת פדיונות בעת הצורך. זאת על מנת לשפר את ניהול הנזילות והפדיונות בקרנות פתוחות במצבי שיגרה ומצבי לחץ. ה-IOSCO ממליץ למנהלי הקרנות לשקול ולהשתמש במנגנונים למניעת דילול, באופן שגרתי או במקרה של חציית סף שנקבע, על מנת למתן את דילול המשקיעים הנגרם מיתרון היוצאים הראשוניים הנוצר עקב חוסר התאמה נזילותית בקרנות פתוחות שבניהולם. כמו כן, ה-IOSCO ממליץ להטמיע בקרנות כלים למניעת גישה להון, אך לא ככלי יחיד לניהול סיכונים נזילות, בשל הבעייתיות שבשימוש בלעדי בכלים אלה לצורך ניהול הנזילות בקרנות פתוחות. על כן, קובע ה-IOSCO כי ראוי שמנהלי הקרנות יעשו שימוש בכלים אלה רק במקרים חריגים ובהתאם לסף שנקבע, תוך הפעלת שיקול דעת על ידי מנהל הקרן ביחס לצורך בהפעלת הכלי גם בעת חציית הסף שנקבע.

על אף שהמלצות ה-IOSCO מכוונות בעיקר למנהלי הקרנות עצמם, הארגון גם מבהיר כי על הרגולטורים שבתחום שיפוטם יש מעט כלי ניהול נזילות זמינים למנהלי קרנות, להרחיב את מגוון הכלים העומדים לרשותם וכן לוודא שמנהלי הקרנות שוקלים להטמיע כלים למניעת דילול בקרנות הפתוחות שבניהולם ולהנחות אותם ביחס להפעלתם, ככל הנדרש. ה-IOSCO גם ציין כי מצופה מהרגולטורים לפעול ליישום המלצותיו ולאפשר את יישומן בתחום שיפוטם.

ב. ארה"ב

ניהול סיכונים נזילות של קרן נאמנות פתוחה בארה"ב מוסדר ברובו באמצעות הוראות, שהמרכזית שבהם היא הוראת Liquidity risk management programs (להלן: **"הוראת ניהול סיכונים נזילות של ה-SEC"**), אשר מחייבת מנהלי קרנות כאמור לאמץ וליישם תכנית כתובה לניהול סיכונים נזילות בכל קרן ואף קובעת מגבלות להשקעות בנכסים לא נזילים בקרן. עם זאת, הוראה זו אינה עוסקת בכלים לניהול נזילות בקרנות, כאשר בהקשר זה השימוש בכלים לניהול נזילות בקרנות בארה"ב מוסדר במסגרת ה-Investment Company Act of 1940 (להלן: **"חוק הקרנות האמריקאיות"**) והוראות פרטניות. כלים אלו כוללים בין היתר עצירת פדיונות או דחיית התשלום על הפדיון במקרים חריגים; פדיון בעין; עמלת פדיון ו-Swing Pricing.

בשל העובדה שמנהלי הקרנות לא עושים שימוש באופן וולונטרי בכלי ה-Swing Pricing, בין היתר, בשל קשיים תפעוליים, ובעקבות משבר הקורונה והיקפי הפדיונות הרבים שספגו הקרנות הפתוחות, ה-SEC (Securities And Exchange Commission) ערכה בחינה מחודשת של אפקטיביות הכלים הקיימים לניהול נזילות ומניעת דילול ופרסמה בחודש נובמבר 2022 להערות ציבור טיוטת תיקונים להוראת ניהול סיכונים נזילות של ה-SEC ולהוראה המסדירה את השימוש ב-Swing Pricing. השינויים הרגולטורים שהציעה ה-SEC נועדו לשפר את ניהול הנזילות בקרנות, על מנת להכין אותן טוב יותר למצבי לחץ בשוק, וכללו חיוב ביישום של Swing Pricing בקרנות נאמנות פתוחות במצבים מסוימים, לשם מניעת דילול. אולם, חובת היישום של Swing Pricing גררה התנגדות במסגרת הערות הציבור שהתקבלו ולכן הושמטה מהפרסום של ה-SEC על אודות אימוץ חלק מהשינויים הרגולטוריים שהוצעו באוגוסט 2024.

קרנות UCITS ("Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities") כפופות להוראות חקיקה קפדניות הקבועות בדירקטיבת ה-UCITS.⁵⁴ על מנת לשמור על רמת נזילות גבוהה קרנות אלה רשאיות להשקיע בעיקר בנכסים יחסית נזילים המותרים על פי דין אשר נסחרים בשווקים שעומדים בקריטריונים המפורטים בדירקטיבת ה-UCITS. הדירקטיבה גם קובעת, בין היתר, הוראות שונות המאפשרות למנהלי הקרנות גמישות מסוימת בקביעת מועדי היצירה והפדיון בקרן ומועדי השלמת עסקה ליצירה או פדיון. נוסף על כך, מנהלי קרנות UCITS נדרשים ליישם תהליך ניהול סיכונים נזילות בקרנות, ואף לקבל החלטות השקעה לאור, בין היתר, ההשפעה על פרופיל נזילות הקרן.

בחלק ממדינות האיחוד האירופי יש זמינות של כלים שונים לניהול נזילות. כלים אלו כוללים כלים לצמצום יתרון הפודים הראשונים וכלים שמטרתם להגביל את הפדיונות בקרנות אירועים חריגים. על אף זמינותם של חלק מכלים אלו בחלק ממדינות האיחוד האירופי, אפשרות ותנאי השימוש בהם משתנה בין מדינות האיחוד, כאשר דירקטיבת ה-UCITS אינה מתייחסת ליישום או שימוש בכלים לניהול נזילות, למעט כלי עצירת פדיונות, ואין הנחיות או מגבלות אחידות באיחוד האירופי ביחס לשימוש בהם. בשל כך, ובעקבות המלצת ה-European Systemic Risk Board (להלן: "ה-ESRB") לנציבות האירופית להציע מסגרת חקיקתית אחידה לכל מדינות האיחוד האירופי ביחס לאימוץ כלים נוספים לניהול נזילות ולהגדיל את זמינותם, במרץ 2024 הפרלמנט האירופי ומועצת האיחוד האירופי פרסמו תיקון לדירקטיבות ה-UCITS וה-AIFMD (להלן: "התיקון לדירקטיבות") במסגרתו נוספו, בין היתר, הוראות ביחס לניהול נזילות בקרנות UCITS.⁵⁵ זאת, מתוך הבנה שהמסגרת המשפטית והרגולטורית לניהול סיכונים נזילות בקרנות הפתוחות שהייתה קיימת עד אז אינה מספיקה עוד ונדרשת אחידות בין המדינות ביחס לשימוש בכלים אלה לטובת היציבות הפיננסית באיחוד האירופי.

במסגרת התיקון לדירקטיבות, נוספו הוראות המטילות על כל קרן UCITS חובה לאמץ לכל הפחות שני כלים לניהול נזילות, מתוך שבעה כלים המפורטים בנספח לתיקון לדירקטיבות, לצורך שימוש אפשרי בהם לטובת המשקיעים בקרן. על מנת לאפשר את אימוץ הכלים לניהול נזילות בקרנות UCITS פתוחות, התיקון לדירקטיבות מחייב את המדינות החברות באיחוד האירופי להבטיח שלכל הפחות כלי ניהול הנזילות מהם נדרש לבחור מנהל הקרן זמינים עבורו.

בהתאם לקבוע בתיקון לדירקטיבות ולהמלצות ה-ESRB, ב-2026 פורסמו הסטנדרטים הטכניים של כלים לניהול נזילות⁵⁶ ופורסם מסמך הנחיות ליישום כלים לניהול נזילות בקרנות UCITS ובקרנות AIFs פתוחות של הרשות האירופית לניירות ערך ושוקי הון (להלן: "ESMA"). מסמך ההנחיות קובע כללים מנחים אשר הרשויות ומשתתפי השוק נדרשים לעשות כל מאמץ אפשרי

⁵⁴ Directive 2009/65/EC (לעיל ולהלן: "דירקטיבת ה-UCITS").

⁵⁵ Directive (EU) 2024/927 of the European Parliament and of the Council of 13 March 2024, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202400927 (לעיל ולהלן: "התיקון לדירקטיבות").

⁵⁶ ראו <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32026R0466>

ליישם, ביחס לכל אחד מהכלים לניהול נזילות בקרנות וכן כולל המלצה למנהלי הקרנות לשקול בחירה של כלי אחד לפחות מסוג מניעת דילול וכלי אחד לפחות מסוג מניעת גישה להון.⁵⁷

לסיכום, ניתן לראות שהסטנדרט הבינלאומי הקיים והמתגבש ביחס לאימוץ ושימוש בכלים לניהול נזילות בקרנות נאמנות פתוחות והממצאים ביחס להשלכות חוסר השימוש בכלים אלה בקרנות הפתוחות בישראל, כפי שבאו לידי ביטוי במשבר הקורונה ועלו בין היתר, במסגרת המחקר הכלכלי של הרשות, ממחישים את הצורך המובהק בשימוש בכלים אלה גם בקרנות הפתוחות בישראל, כפי שיפורט להלן ואף עולה מממצאי דוח מבקר המדינה. עם זאת, על אימוץ הכלים והשימוש בהם להיות אפקטיבי ככל הניתן לצורך טיפול מיטבי בהשלכות השונות של חוסר ההתאמה הנזילותית תוך שמירה על איזון ראוי בין כלל האינטרסים הכרוכים בהשקעה בקרנות נאמנות.

2.ג. יישום אפקטיבי של כלים למניעת דילול בישראל וכלים המגבילים את הגישה להון

על מנת לייצר אסדרה מיטבית המגנה על טובת בעלי היחידות בקרנות הנאמנות הפתוחות, אשר תאפשר איזון ראוי בין כלל השיקולים, בפרקים שלהלן יבחן אופן היישום של הכלים השונים תחת ארבעת העקרונות הבאים:

- **טיפול בשני סוגי הסיכונים הנובעים מחוסר התאמה נזילותית** - על הכלים לניהול נזילות לכלול כלים למניעת גישה להון וכלים למניעת דילול.
- **אחידות השימוש בכלים** - קביעת סל כלים לניהול נזילות וכללים מנחים לשימוש בכלים באופן אחיד. בכלל זאת, מספר הכלים בהם יעשה שימוש בכל קרן פתוחה, סוגם, אופן השימוש בהם והפעלתם, ורפי ההפעלה שלהם.
- **הקפדה על שימוש אפקטיבי בכלים** - ליצירת טיפול מיטבי בבעיות הנובעות מחוסר התאמה נזילותית בקרנות הנאמנות הפתוחות השונות, תוך התאמת הכלים לאופי ניהול הקרן, ועל מנת להגן על המשקיעים בקרנות נאמנות והשוק.
- **הנגשה פשוטה של הכלים לציבור המשקיעים** - דרך קביעת גילויים מתאימים.

כמו כן, בפרקים שלהלן יובאו בפני הציבור שאלות שסגל הרשות מבקש את עמדתו, ביחס להטמעה ושימוש בכלים לניהול נזילות בקרנות נאמנות פתוחות בישראל. זאת, תוך ניתוח היתרונות, החסרונות והאתגרים ביחס לשימוש באלו הן בהיבט של טובת המשקיעים בקרנות נאמנות, המוצר, מנהלי הקרנות, ניהול הקרנות, השוק וכן בהיבט היתכנות תפעולית של שימוש באלו.

2.ג.1) יישום אפקטיבי של כלים למניעת דילול בישראל

כאמור לעיל, עלויות הנזילות הגבוהות אותן "סופגים" בעלי היחידות הנותרים בקרן כתוצאה מעודף פדיונות או יצירות בקרן, בשגרה ובפרט במצבי לחץ בשוק, תומכות בהטמעה ושימוש בכלים למניעת דילול בקרנות נאמנות פתוחות גם בישראל. **כאשר לא מופעלים בקרן כלים למניעת דילול כלל**, העלויות מושגות כאמור על כלל מחזיקי היחידות בקרן, על אף שלא יצרו או פדו יחידות בקרן ולא גרמו לעלויות כאמור.

⁵⁷ראו- https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-03/ESMA34-671404336-1364_Guidelines_on_liquidity_management_tools_of_UCITS_and_open-ended_AIFs.pdf.

הטמעה ושימוש אפקטיבי בכלים אלה דורשים, בתחילה, הנגשה של כלים למניעת דילול אשר יהיו האפקטיביים ביותר בשימוש בקרנות הפתוחות בישראל מתוך מגוון הכלים הקיימים בעולם ושימוש בהם באופן יעיל בכלל הקרנות הפתוחות בישראל או בסוגי קרנות מסוימים. כפי שפורט בהרחבה בחלק ג' לעיל, לכל כלי מאפיינים שונים אשר עשויים לתת תוצאה אפקטיבית יותר או פחות בשימוש בקרנות הפתוחות בישראל, או בסוגי קרנות פתוחות. לצד זאת, לכל סוג של קרן פתוחה עשוי להתאים כלי אחר בהתאם למאפייניהן. לפיכך, מבקשת הרשות את התייחסות הציבור לשאלות שלהלן.

סגל הרשות מבקש לשמוע את עמדת הציבור בשאלות הבאות שעניינן שימוש בכלים למניעת דילול.

שאלות כלליות:

1. על פניו נראה כי כלי ה-"Swing Pricing" וה-"Anti Dilution Levies" יהיו הכלים האפקטיביים והמתאימים ביותר לטיפול בחוסר ההתאמה הנזילית בקרנות הפתוחות. ככל שיש כלים למניעת דילול המתאימים יותר לשימוש בקרנות בישראל מבין הכלים המפורטים לעיל או בכלל, אנא פרטו מהם ומדוע הם מתאימים יותר.
2. האם יהיה ערך מוסף להנגשת שני כלים למניעת דילול לשימוש מנהלי הקרנות במסגרת אסדרה על פני הנגשה של כלי אחד בלבד?
3. ככל שיונגש כלי אחד מבין ה-"Swing Pricing" וה-"Anti Dilution Levies", איזה כלי יהיה מתאים יותר לשימוש בקרנות הפתוחות?
4. האם ישנם חסמים (רגולטוריים, עסקיים, תפעוליים, תשתיתיים או אחרים) לשימוש בכלים למניעת דילול ובפרט בכלי ה-"Swing Pricing" וה-"Anti Dilution Levies" בקרנות פתוחות או בסוגי קרנות פתוחות? אם כן, מהם אותם חסמים?
5. האם עשוי להיות למנהל קרן פתוחה קושי בחישוב או בהערכת עלויות הנזילות במצבי שגרה או חירום, ומהו האופן הנכון ביותר לחישוב עלויות הנזילות בקרנות או בסוגי קרנות פתוחות?
6. האם השימוש בכל אחד מהכלים יהיה כרוך בהטלת עלויות על מנהל הקרן? אם כן, אנא פרטו את הערכת העלויות וציינו בגין מה הן.
7. האם השימוש בכל אחד מהכלים יהיה כרוך בביצוע התאמות באופן ניהול הקרן כפי שנעשה כיום, מעבר לאלו הכרוכות בשימוש בכלי עצמו? אם כן, אנא פרטו מהן ההתאמות הנדרשות.

שאלות בנוגע לאופן יישום הכלים:

המחקר הכלכלי של הרשות העריך גם את העלויות שהיו מושתות על הפודים והיוצרים בקרן, ככל שהיה מופעל כלי למניעת דילול בקרן **באופן מלא**, כלומר, בכל פעם שיש עודף פדיונות או יצירות נטו בקרן.⁵⁸

⁵⁸ "עלות עסקה ביחס ליצירות/פדיונות נטו (%)" – מחושבת על ידי חלוקת "עלות עסקה (ש"ח)" ביצירות/פדיונות נטו (במונחי מספר יחידות בערך מוחלט) כפול מחיר יחידה. בימים בהם היצירות נטו הן 0 המשתנה מקבל ערך 0. משתנה זה מייצג את הפקטור באמצעותו מנהל קרן המפעיל כלי Swing Pricing נדרש להתאים את ה-NAV עבור יוצרים או פודים בכדי לכסות על עלות הנזילות שנגרמה מהיצירה או הפדיון. הבחינה נעשתה על בסיס הפעלת כלי ה-Swing Pricing, אולם הממצאים רלוונטיים להפעלת כל כלי למניעת דילול בהנחה שיושתו כלל עלויות הנזילות על היוצרים או הפודים.

המחקר מצא כי עלות הנזילות שהייתה מושתתת רק על הפודים והיוצרים בקרן ומחושבת כשיעור משווי יצירות/פדיונות נטו באותו יום נעה בממוצע בשגרה בין 0.05% בקרנות הכספיות ל-0.31% במונחים יומיים בקרנות המנייתיות האקטיביות. במשבר הקורונה העלות נעה בממוצע בין 0.12% בקרנות הכספיות ל-0.84% בקרנות האקטיביות המסווגות תחת כותרת העל "מניות בארץ" במונחים יומיים. גם בניתוח זה עלה כי בקרנות המחקות עלויות הנזילות ביחס ליצירות/פדיונות נטו נמוכות יחסית ביחס לקרנות האקטיביות, כאשר כמצופה, עלות הנזילות (%) בקרנות האקטיביות גדלה ככל שנזילות הנכסים המוחזקים בקרן (במונחי מרווח ביקוש-היצע) היא נמוכה יותר.

המחקר מצא גם כי עלויות הנזילות ביחס לפדיונות/יצירות נטו עלו פי 4 במהלך משבר הקורונה ביחס לתקופת השגרה. בהתאם לכך, ככל שהיה מיושם מנגנון "Swing Pricing", **עלויות הנזילות שהיו מועברות לפודים נטו היו עומדות בממוצע על 0.1%-0.8% בתקופת המשבר, כתלות בסוג הקרן, ולהגיע עד לכדי מספר אחוזים במקרים חריגים.**⁵⁹

להלן טבלה המפרטת ערכים אלה עבור הקרנות האקטיביות בתקופת משבר הקורונה (מרץ 2020):⁶⁰

ממוצע	אחוזון 95	אחוזון 90	אחוזון 75	חציון	כותרת סיווג
0.12%	0.35%	0.14%	0.01%	0.00%	קרן כספית
0.34%	1.41%	0.52%	0.09%	0.00%	אג"ח בארץ - מדינה
0.73%	4.76%	1.82%	0.35%	0.01%	אג"ח בארץ - חברות והמרה
0.62%	4.02%	1.45%	0.24%	0.01%	אג"ח בארץ - כללי
0.84%	6.71%	2.31%	0.42%	0.05%	מניות בארץ

הנתונים שלעיל תואמים את ממצאי מחקר קרן המטבע העולמית ה-IMF (International Monetary Fund) בנוגע לגורם ההתאמה שגדל במהלך המשבר הפיננסי של שנת 2008 בערך פי 4 ביחס לערכי השגרה וכן בנוגע לממצא לפיו במרץ 2020 ערך ה-"Swing Factor" בקרנות אג"ח עלה למעל 100 נקודות בסיס.⁶¹

באופן טבעי, וכפי שניתן לראות בטבלה שלעיל, עלויות הנזילות שהיו "סופגים" הפודים בקרן לו היה מופעל כלי למניעת דילול גבוהה משמעותית מהעלות אותה היו "סופגים" כלל המחזיקים בקרן לולא היה מופעל כלי כאמור. פער זה משקף את המצב בו רק מי שגרם לעלויות הנזילות, בגין אותן בקשות ליצירה ופדיון, כאשר לעתים מדובר במספר קטן של משקיעים, נדרש לפצות על כך כדי שלא לגרום לדילול בעלי היחידות שנותרו בקרן. זאת כמובן, בהנחה שהכלי למניעת הדילול היה מופעל באופן "מלא".

על מנת למנוע מצבים בהם הפודים או היוצרים בקרנות סופגים עלויות גבוהות, ניתן לפעול בשני מישורים. מישור אחד הוא החלת "Swing חלקי". אמנם המנגנון ההוגן ביותר יהיה מנגנון של

⁵⁹ יוזכר, כי לאור הקושי להפריד את העסקאות שנובעות מפדיונות/יצירות, המחקר התייחס לכלל עלויות הנזילות כך שמדובר ככל הנראה בהערכת יתר. עם זאת, סביר להניח שמרבית העסקאות נובעות מתנועות אלה, בייחוד בתקופת המשבר.

⁶⁰ הטבלה במונחים שנתיים. להרחבה, ראו טבלה 4 בנספח ב'.

⁶¹ Jin, Dunhong and Kacperczyk, Marcin T. and Kahraman, Bige and Suntheim, Felix, Swing Pricing and Fragility in Open-end Mutual Funds (January 1, 2021) ("מחקר ה-IMF").

"Swing מלא" המשית את העלויות שנוצרו מהנזלת הנכסים בגין היצירות והפדיונות בקרן, שכן הן משקללות את עלויות הנזילות באופן הנכון ביותר הן ביחס לתקופת החזקה והן ביחס לעלויות הנזילות הרלוונטיות לכל משקיע. יתרה מכך, מנגנון כזה יספק גם תמריץ גדול יותר להחזקה לטווח ארוך יותר של הקרנות ולהימנעות ממכירה בתקופות בהן עלות הנזילות גבוהה.

עם זאת, להחלה של מנגנון "Swing חלקי" יש משמעות עבור המשקיעים שבכל רכישה או פדיון ידרשו לשלם "עלות חדשה", שאינה ידועה מראש ועשויה להגיע לסכומים מהותיים כאמור, אשר ישקפו את עלויות הנזילות. זאת לצד מורכבות תפעולית עבור מנהל הקרן. החלת "Swing חלקי", מאפשר איזון מסוים בין מאפיינים אלה, שכן הוא משית את העלויות רק במקרים בהם הפדיונות בקרן משמעותיים, דבר המתואם במידה רבה עם עלויות הנזילות הצפויות באותו מועד.

סגל הרשות מבקש לשמוע את עמדת הציבור בשאלות הבאות שעניינן החלת כלים למניעת דילול (ובפרט "Swing Pricing") באופן "מלא" או "חלקי".

1. האם יש לעשות שימוש בכלי באופן "מלא" או "חלקי" בכלל הקרנות או בהתאם לסוגי קרנות?
2. האם השימוש בכלי באופן "מלא" או באופן "חלקי" כרוך בקשיים, חסמים או עלויות רבות יותר על פני האחר? ככל שכן, אנא פרטו מהם וציינו האם הם רלוונטיים לכל הקרנות הפתוחות או לסוגי קרנות מסוימים.

ככל שיופעל "Swing חלקי", נדרש יהיה לקבוע סף הפעלה לכלי. על כן, המחקר הכלכלי של הרשות ניסה לספק מנגנון אשר מאפשר להעריך את הסף שעבורו סך העלויות יהיו הנמוכות ביותר עבור החזקה בקרן ובמקביל יטילו כמה שפחות עלויות באופן שוטף בעת היצירה והפדיון, בהינתן משך החזקה מסוים. הניתוח במחקר הכלכלי של הרשות בהקשר זה מצביע על כך שכדי למזער את עלויות הנזילות עבור משך החזקה של שנה יש לקבוע סף להפעלת Swing לשווי פדיונות נטו בשיעור של כ- 0.5% עד 1% משווי נכסי הקרן.⁶² להרחבה על הניתוח שנעשה במחקר הכלכלי של הרשות בהקשר זה, ראו **נספח ב'** לקול קורא זה.

ברי כי בכל מקרה בו ייקבע סף להפעלת הכלי, אזי עלות הנזילות הכוללת תגדל עם משך החזקה (כלומר מחזיקים לזמן ארוך יותר יחוו דילול רב יותר).

הטבלה להלן מפרטת את עלות הנזילות, עבור משך החזקה של שנה, על פי ספים שונים:

⁶² יצוין, כי משך החזקה של שנה אינו בהכרח מייצג את משך החזקה שלגביו נכון לבצע את המקסום האמור לעיל וכי ככל שמשך החזקה ארוך יותר העלות הכוללת ממוזערת על ידי ספי Swing נמוכים יותר.

סף ממנו מופעל swing									
No swing	3%	1%	0.5%	0.2%	0.1%	Full swing	כותרת סיווג	סוג קרן	חודש
0.155%	0.134%	0.071%	0.072%	0.090%	0.133%	0.248%	קרן בספית	אקטיבית	מרץ 2020
0.318%	0.271%	0.207%	0.216%	0.268%	0.339%	0.723%	אג"ח בארץ - מדינה		
0.859%	0.686%	0.565%	0.557%	0.668%	0.807%	1.365%	אג"ח בארץ - כללי		
0.938%	0.726%	0.592%	0.618%	0.771%	0.972%	1.581%	אג"ח בארץ - חברות והמרה		
0.997%	0.836%	0.688%	0.712%	0.863%	1.026%	1.793%	מניות בארץ		
0.027%	0.017%	0.013%	0.014%	0.016%	0.025%	0.093%	קרן בספית	אקטיבית	ינואר 2025
0.023%	0.022%	0.021%	0.022%	0.030%	0.037%	0.335%	אג"ח בארץ - מדינה		
0.065%	0.059%	0.054%	0.056%	0.069%	0.103%	0.589%	אג"ח בארץ - כללי		
0.070%	0.057%	0.054%	0.057%	0.074%	0.112%	0.465%	אג"ח בארץ - חברות והמרה		
0.226%	0.198%	0.177%	0.184%	0.224%	0.281%	0.640%	מניות בארץ		

קביעת סף של כ- 0.5% עד 1%, אף עולה בקנה אחד עם נתונים דומים מאירופה. על פי מחקר ה- IMF מרבית הקרנות באירופה הפועלות במנגנון של Swing חלקי משתמשות בסף של 1%, כאשר 3% נמצא גם הוא בתדירות גבוהה. הטבלה להלן מפרטת את תדירות הספים במדגם כפי שהוצגו במחקר:⁶³

Table A.1: Swing Thresholds of Partial Swing Funds

Threshold	Frequency
0.01%	4.59
0.50%	3.1
1%	40.36
1.50%	1.17
2%	4.05
2.50%	2.29
3%	34.39
4%	1.2
5%	6.92
6%	0.22

This table shows the frequency distribution table for swing thresholds used by partial swing funds in our sample. *Threshold* is the swing threshold (in absolute terms) used by partial swing funds. *Frequency* is defined in %. For funds with multiple thresholds (around 1% of partial swing funds), we report the minimum.

יוזכר, כי הספים להפעלת כלים אלה נקבעים באירופה על ידי מנהלי הקרנות. עם זאת, ניתן לראות במחקר שלעיל כי ברוב הקרנות הספים נמצאים בטווח של 1%-3%. בהקשר זה עולה שאלה לגבי הגורם המתאים לקביעת סף כאמור במסגרת אסדרה של השימוש בכלים בישראל. מחד, קביעת הספים על ידי מנהלי הקרנות תאפשר התאמה של הסף למאפייני הקרן באופן פרטני ובין היתר לאור מאפייני המשקיעים בקרן, מאפייני הפדיונות והיצירות, הנכסים המוחזקים בקרן, עלויות הנזילות בקרן ועוד. מאידך, השארת שיקול הדעת בידי מנהל הקרן עלולה להוביל לקביעת הספים באופן שאינו אפקטיבי, מתוך שיקולים כגון מוניטין ורצון לגייס משקיעים בקרן ובכך לרוקן

⁶³ מחקר ה-IMF, לעיל ה"ש 61.

את הכלי מתוכן. כמו כן, בעת קביעת ספי הפעלת הכלים, עם הנפקת הקרן, חלק מהמאפיינים האמורים טרם ידועים למנהל הקרן ועל כן, קביעת סף אחיד במסגרת האסדרה, יכולה לאפשר קביעת סף בהתאם למאפייני הקרנות הקיימות ועלויות הנזילות בשוק, כפי שנעשה במחקר הכלכלי של הרשות. קביעת הספים באסדרה אף תאפשר אחידות בין המנהלים תוך נטרול החשש לקביעת ספים תוך שקילת שיקולים שאינם טובת המשקיעים.

סגל הרשות מבקש לשמוע את עמדת הציבור בשאלות הבאות שעניינן סף להפעלת כלים למניעת דילול, ובפרט "Swing Pricing".

1. האם אופן קביעת הסף המתוארת לעיל ובנספח ב' לקול קורא זה הינו אופן קביעת הסף האפקטיבי ביותר לטובת מניעת דילול בקרנות הפתוחות? ככל שלא, אנא ציינו מה לדעתכם המנגנון האפקטיבי ביותר לקביעת סף הפעלה לשימוש בכלים למניעת דילול בקרן (לדוגמה- נוסחה או טווח) ומה השיקולים שיש לשקול בקביעת סף כאמור.
2. האם יש לקבוע סף הפעלה אחיד לכל הקרנות או משתנה לפי סוגי קרנות? ככל שהתשובה לשאלה זו היא קביעת סף משתנה לפי סוגי קרנות, אנא ציינו מה ההבחנה הרצויה בין סוגי קרנות ביחס לקביעת הסף.
3. האם סף של 0.5%-1% פדיונות משווי נכסי הקרן הוא סף אפקטיבי לכל הקרנות הפתוחות או לסוג מסוים של קרנות? ככל שהתשובה היא לא, מהו הסף האפקטיבי ביותר?
4. האם על הרשות לקבוע במסגרת אסדרה עתידית את הסף להפעלת כלים למניעת דילול, באופן המאפשר אחידות בין קרנות/ סוגי קרנות, או לאפשר למנהלי הקרנות לקבוע סף זה באופן עצמאי ופרטני? אנא נמקו.
5. מהי הדרך הנכונה ביותר להעריך את ההגעה לסף ההפעלה של הכלים טרם ההגעה אליו על מנת להפעיל את הכלי באותו יום חישוב מחירים בעת הצורך?

המישור השני בו ניתן למנוע מצב בו יוצרים ופודים בקרן "סופגים" עלויות נזילות גבוהות הוא קביעה של ערך Swing מקסימלי. כלומר, קביעה מראש של שיעור מקסימלי של עלות שתגבה מהיוצרים והפודים בקרן (כשיעור מה-NAV), כאשר מעל שיעור זה העלויות יוטלו על כלל מחזיקי היחידות. קביעה של ערך מקסימלי תאפשר להגביל השתת עלויות נזילות חריגות על פודים/יוצרים בקרנות שעושים זאת במועדים בהם הנזילות נמוכה יחסית. עם זאת, קביעת ערך Swing מקסימלי תוביל לכך שחלק מהעלות האמורה תגולגל למחזיקי היחידות בקרן.

הוראת המחירים של ה-SEC מגדירה כי מנהל קרן נדרש להגדיר ערך מקסימאלי ל"Swing Factor" אשר נדרש להיות קטן או שווה ל- 2.2%⁶⁴. השימוש בערך מקסימאלי נדרש גם בלוקסמבורג ללא הגדרת חסם על ידי הרגולטור. סקר שבוצע בקרנות בלוקסמבורג מצביע על כך שערכי המקסימום הנפוצים הם 1-3%⁶⁵. סקר זה וסקר דומה לגבי קרנות בריטיות מצא כי ספים אלו עודכנו כלפי מעלה בחלק מהקרנות במהלך משבר הקורונה.⁶⁶ בהקשר זה יצוין כי שאלת הגורם שיקבע את הערך

⁶⁴ להרחבה על הוראת המחירים של ה-SEC, המאפשרת שימוש וולונטרי ב-Swing Pricing, ראו בנספח ג'.

⁶⁵ ALFI swing pricing survey 2022.

⁶⁶ Bank of England. (2021). Liquidity management in UK open-ended funds.

המקסימלי רלוונטית, וזאת בהתאם לדיון שלעיל ביחס לגורם המתאים לקביעת ספי ההפעלה כללים והשיקולים השונים שפורטו במסגרתו.

הטבלה להלן מציגה את החלק מסך עלויות הנזילות שיגולגל אל מחזיקי הקרן בהנחה כי מוחל "Swing מלא" עם ערכים מקסימאליים של 1%-3%, על בסיס תקופת משבר הקורונה.⁶⁷ הטבלה מצביעה על כך שבעיתות שגרה (משבר) סף מקסימאלי של 1% יגלגל בין 15%-22% (19%-38%) מעלויות הנזילות בקרנות האקטיביות אל המחזיקים בקרן, סף של 2% יגלגל בין 6%-11% (11%-26%) אל המחזיקים בקרן, ואילו סף של 3% יגלגל בין 3%-5% (8%-19%) אל המחזיקים בקרן.

ערך מקסימאלי ל swing factor			כותרת סיווג
3%	2%	1%	
3%	14%	26%	קרן בספית
8%	11%	19%	אג"ח בארץ – מדינה
15%	21%	32%	אג"ח בארץ – כללי
15%	21%	33%	אג"ח בארץ - חברות והמרה
19%	26%	38%	מניות בארץ

סגל הרשות מבקש לשמוע את עמדת הציבור בשאלות הבאות שעניינן ערך Swing מקסימלי.

- האם נכון יהיה לקבוע ערך מקסימלי לכלל הקרנות הפתוחות בהן נעשה שימוש בכלי למניעת דילול או לסוגי קרנות כאמור, ואם כן, האם רצוי לקבוע ערך מקסימלי אחיד או משתנה? האם ערך מקסימלי העומד על 1%-3% יהיה אפקטיבי לכלל הקרנות הפתוחות או לסוגי קרנות? ככל שלא, מהו המנגנון האפקטיבי ביותר לחישוב הערך המקסימלי? אם רצוי לקבוע ערך משתנה, מהם הערכים המקסימליים שיש לקבוע לכל סוג קרן פתוחה ובין אילו סוגי קרנות פתוחות יש להבחין בהקשר זה?
- האם על הרשות לקבוע במסגרת אסדרה עתידית את הערך המקסימלי, באופן המאפשר אחידות בין קרנות/ סוגי קרנות, או לאפשר למנהלי הקרנות לקבוע ערך זה באופן עצמאי ופרטני? אנה נמקו.
- האם קביעת ערך מקסימלי כאמור כרוכה בעלויות או חסמים נוספים, מעבר לאלו הכרוכים בשימוש בכלי למניעת דילול? אם כן, אנה פרטו מהם.

ג.2.2) יישום אפקטיבי של כלים למניעת גישה להון בישראל

בהתאם לגישה המקובלת בעולם, שימוש בכלים המגבילים את הגישה להון של המשקיע הוא אמצעי להגנה על מחזיקי הקרן ולמיתון השפעת הפדיונות בקרנות על השוק במצבי לחץ. כלים רלוונטיים אלה כוללים כאמור את כלי "חסמי פדיון" וכלי "הודעה מוקדמת".

במסגרת המחקר הכלכלי של הרשות נבחנה השפעה אפשרית של תרחיש אשר במסגרתו היה מופעל כלי ניהול הנזילות היחיד הקיים כיום בישראל ונעצרים באופן מוחלט הפדיונות בקרנות הנאמנות הפתוחות בתאריכים 8-9 במרץ 2020 (בהם התחילו הירידות המשמעותיות בשווקים). הערכה גסה של השפעת עצירת הפדיונות התאורטית מצביעה על כך שביומיים אלה הירידות במדד ת"א 125 היו

⁶⁷ להרחבה ראו טבלה 5 בנספח א'.

מתמתנות מ- 10.89% ל- 9.03% ובמדד תל בונד 60 מ- 4.32% ל- 3.73%⁶⁸. מנגד, מחזיקי הקרנות מהם היו נמנעים הפדיונות היו נאלצים לספוג את הירידות שיבואו לאחר מכן על אף שביקשו לפדות. כך למשל, המחזיקים שבקשות הפדיון שלהם לא היו מתממשות ב-8 במרץ 2020 היו סופגים ירידות נוספות ביומיים הבאים של 8.7% במדד ת"א 125 ושל 3.5% במדד תל בונד 60.

המחקר הכלכלי של הרשות מצא, אם כן, כי עצירת פדיונות מוחלטת בקרנות הנאמנות בתקופת הקורונה הייתה עשויה למתן את הירידות במדדים האמורים באחוזים בודדים, אך מנגד, הייתה עשויה גם לפגוע במשקיעים מהם הייתה נמנעת האפשרות לפדות. כל זאת, כאשר קשה לצפות מה הייתה השפעת הפעלת הכלי על החשש של יתר המשקיעים ממניעת היכולת לפדות וכתוצאה מכך על היקפי הפדיונות בקרנות הפתוחות.

מאמר של הבנק המרכזי האירופי (European Central Bank - ECB) בחן את התופעה של עצירת פדיונות מוחלטת במהלך משבר הקורונה. המחקר זיהה לפחות 215 קרנות השקעה אירופיות (בעיקר בדנמרק, לוקסמבורג ובריטניה) שעצרו פדיונות, בהיקף כולל של 73.4 מיליארד יורו. המחקר מצא כי ההשלכות של עצירת הפדיונות המוחלטת בקרנות היו מרחיקות לכת.⁶⁹ מבחינת המשקיעים, עצירת הפדיונות הגבילה את יכולתם לגייס מזומן בתקופה של ירידות במחירי השוק, והעמיקה את מחסור הנזילות. מצד מנהלי הקרנות, לאחר שהקרנות נפתחו מחדש, התברר שעצירת הפדיונות גרמה לנזק מוניטין משמעותי. קרנות האג"ח שעצרו פדיונות חוו רכישות חלשות משמעותית בהשוואה לקרנות שלא עצרו. מעבר להשפעה הישירה על הקרנות עצמן, המחקר מצא שהפעלת הדבקה משמעותית. קרנות שלא עצרו פדיונות אך היו חלק מחברת ניהול שבה קרן אחרת עצרה פדיונות, חוו פדיונות גבוהים יותר, גם בקרנות המשקיעות בסוגי נכסים אחרים לחלוטין. לפיכך, הפעלת כלי המגביל גישה להון אינה רק החלטה תפעולית ביחס לקרן מסוימת, אלא אירוע בעל השלכות אפשריות על אמון המשקיעים במנהל הקרן, במוצר הקרנות ואף בקרנות אחרות שאינן מצויות באותו קושי נזילות.

בהתאם לכך ובהתחשב בחוסר הוודאות לגבי מאפייני משברים עתידיים וההשלכות האפשריות של הפעלת כלים למניעת גישה להון על היקפי הפדיונות בקרנות, נשאלת השאלה האם השימוש בכלים מסוג זה צריך להיות מוגבל למקרים חריגים בלבד שבהם מתקיים קושי מהותי של מנהל הקרן לעמוד בפדיונות באופן הוגן ומסודר, שאינו ניתן לפתרון באמצעים מתונים יותר.

האמור גם מעלה שאלות ביחס לקביעת ספים להפעלת כלים מסוג זה והאם ספים אלה צריכים לכלול רכיב של שיקול דעת למנהלים, לצורך שימוש אפקטיבי בהם. זאת, בהינתן שתרשימי המשבר השונים, היקפם, התנהגות המשקיעים והשפעת פדיונות בקרנות על השוק לא תמיד יהיו צפויים מראש. קביעת סף הפעלה מראש לכלים אלה, ללא מתן שיקול דעת למנהלי הקרנות בהפעלתם, עשויה לאפשר ודאות הן למשקיעים והן למנהלי הקרנות ובמקרים מסוימים אף להוביל לאחידות

⁶⁸ הערכה זו מתייחסת רק להשפעה הישירה של עסקאותיהן של קרנות הנאמנות הפתוחות ולא להשפעות של עסקאות אלה על התנהגותם של סוחרים אחרים.

⁶⁹ [The suspensions of redemptions during the COVID-19 crisis – a case for pre-emptive liquidity measures](#). המחקר מזהה שלושה מאפיינים מרכזיים שהיו משותפים לקרנות שעצרו פדיונות: ראשית, השקעה בנכסים לא נזילים כמו נדל"ן מסחרי או אג"ח קונצרניות בעלות תשואה גבוהה, בעוד שהן הציעו למשקיעים פדיונות יומיים; שנית, רמות מזומנים נמוכות יחסית לממוצע בענף, מה שהגביל את יכולתן להתמודד עם פדיונות פתאומיים; שלישית, שימוש במינוף פיננסי, שהגביר את הלחץ על מנהלי הקרנות למכור נכסים ויצר יתרון גדול יותר למשקיעים הראשונים לפדות את כספם. ככלל, מאפיינים אלה אינם נפוצים בענף קרנות הנאמנות הפתוחות בישראל.

בין מנהלי הקרנות בהפעלת הכלים. עם זאת, היעדר שיקול דעת למנהלי הקרנות ביחס לקביעת סף הפעלה לכלים עלול להוביל להפעלה שלהם גם כאשר ייתכנו פתרונות מתונים יותר וכן להגביר את החשש של המשקיעים ולהוביל לניסיון להקדים את פדיונותיהם לפני ההגעה לסף בעתות משבר באופן שיחריף את המצב.

מן העבר השני, הכללת רכיב של שיקול דעת למנהלים בקביעת הסף להפעלת הכלים עשוי להוביל לכך שמנהלים לא יעשו שימוש כלל, או שלא יעשו שימוש אפקטיבי בכלים אלה בשל שיקולים שאינם רלוונטיים לטובת המשקיעים והשוק, כגון חשש מפגיעה במוניטין שלהם או בשל חשש מחשיפה רגולטורית או משפטית על אופן הפעלת הכלים ובכך ירוקנו את הכלי מתוכן. לאור האמור והשיקולים השונים והרבים ביחס לשימוש בכלים למניעת גישה להון ולקביעת ספים להפעלתם, לרבות אופן קביעת הסף והגורם המתאים לקביעתו, מבקשת הרשות את התייחסות הציבור לשאלות שלהלן.

סגל הרשות מבקש לשמוע את עמדת הציבור בשאלות הבאות שעניינן שימוש בכלים למניעת גישה להון:

1. האם נכון יהיה לעשות שימוש בכלים למניעת גישה להון בכל קרן פתוחה או בסוגים מסוימים של קרנות פתוחות?
2. האם הכלים "חסמי פדיון" ו-"הודעה מוקדמת" יהיו הכלים היעילים ביותר לטיפול בחוסר ההתאמה הנזיליתית בקרנות הפתוחות? ככל שיש כלים אחרים יעילים יותר, אנא פרטו מהם ומדוע הם מתאימים יותר.
3. האם ישנם חסמים (רגולטוריים, עסקיים, תפעוליים, תשתיתיים או אחרים) לשימוש בכלים למניעת גישה להון ובפרט בכלי ה-"חסמי פדיון" וה-"הודעה מוקדמת" בקרנות פתוחות או בסוגי קרנות פתוחות? אם כן, מהם אותם חסמים?
4. האם השימוש בכל אחד מהכלים יהיה כרוך בהטלת עלויות על מנהל הקרן? אם כן, אנא פרטו את הערכת העלויות וציינו בגין מה הן.
5. האם השימוש בכל אחד מהכלים יהיה כרוך בביצוע התאמות באופן ניהול הקרן הקיים כיום, מעבר לשימוש בכלי עצמו? אם כן, אנא פרטו מהן ההתאמות הנדרשות.
6. האם יש לקבוע מראש סף להפעלת כלים למניעת גישה להון בקרנות הפתוחות או בסוגי קרנות פתוחות?
7. האם על הרשות לקבוע במסגרת אסדרה עתידית את הסף להפעלת כלים למניעת גישה להון או לאפשר למנהלי הקרנות לקבוע סף זה באופן עצמאי? אנא נמקו.
8. ככל שיקבע סף הפעלה מראש, האם נכון יהיה להשאיר את שיקול הדעת הסופי להפעלתו למנהל הקרן? ככל שכן, האם נכון שיקבעו תנאים שיבנו את שיקול הדעת של מנהל הקרן, ומהם?
9. מהו סף ההפעלה האפקטיבי ביותר או המנגנון האפקטיבי ביותר לקביעת הסף האמור? לצורך הדוגמאות:

- א. שיעור פדיונות בקרן, על פני יום או על פני תקופה, בדומה להצעת ESMA בהיוועצות שפורסמה בטיוטה להערות הציבור (פדיון נטו יומי בשיעור שעולה על 5% משווי נכסי הקרן ופדיון נטו שבועי שעולה על 10% משווי נכסי הקרן);⁷⁰
- ב. קביעת סף בהתאם לרמת הנזילות בקרן, וקביעת פרמטרים קשיחים (כגון נוסחה) לחישוב הסף על ידי מנהלי הקרנות.
10. האם יש לקבוע סף הפעלה אחיד לכל הקרנות או משתנה לפי סוגי קרנות? ככל שהתשובה לשאלה זו היא קביעת סף משתנה לפי סוגי קרנות, אנא ציינו מה ההבחנה הרצויה בין סוגי קרנות ביחס לקביעת הסף.
11. ככל שמנהל הקרן יקבע את הסף להפעלת הכלים, האם קביעה זו תהיה כרוכה בהטלת עלויות על מנהל הקרן? ככל שניתן לנקוב בעלות מוערכת, אנא נקבו בה.

⁷⁰ [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA34-1985693317-1097 CP on LMTs of UCITS and open-ended AIFs.pdf?force_isolation=true](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-07/ESMA34-1985693317-1097_CP_on_LMTs_of_UCITS_and_open-ended_AIFs.pdf?force_isolation=true)

נספחים

1. נספח א'- מסד הנתונים, מתודולוגיה, תרשימים וטבלאות מהמחקר הכלכלי של הרשות.....31
2. נספח ב'- הערכת סף הפעלה מיטבי ל-"Swing חלקי".....37
3. נספח ג'-סקירה בינלאומית מורחבת.....40

נספח א' – מסד הנתונים, מתודולוגיה, תרשימים וטבלאות מהמחקר הכלכלי של הרשות

מסד הנתונים בוחן היבטים שונים הנוגעים להיקפי היצירות והפדיונות ולפעילות במסחר של קרנות הנאמנות הפתוחות. מסד הנתונים כולל שתי תקופות זמן להשוואה:

1. משבר הקורונה – מרץ 2020. במקביל לתנודתיות ולירידות הערך הגבוהות בחודש זה, מדובר בחודש בו התרחשו הפדיונות נטו הגדולים ביותר ביחס לשווי שוק הקרנות בעשור האחרון (פדיונות נטו בגובה של 12.3% משווי השוק).
2. תקופת ביקורת – ינואר 2025. החודש נבחר במטרה לאפיין תקופות בעלות תנודתיות נמוכה. מדובר בחודש המסחר האחרון בו "מדד הפחד" הישראלי VTA-35 נשאר מתחת לערך החציוני שלו על פני העשור האחרון לכל אורך החודש.

קרנות הנאמנות שנכללו במסד הינן קרנות נאמנות פתוחות המתמקדות בשוק המקומי ומוגבלות בהחזקת ניירות ערך זרים. כותרות העל שנכללו הינן: "אג"ח בארץ - חברות והמרה", "אג"ח בארץ - כללי", "אג"ח בארץ - מדינה", "מניות בארץ" ו"קרן כספית". סה"כ נכללו במסד 986 קרנות במרץ 2020 ו- 1053 קרנות בינואר 2025.

המשתנים השונים שיתוארו להלן מחושבים ברמת יום מסחר – קרן. הגדרות המשתנים במסד הינן:

1. "יצירות נטו (%)" – מספר היחידות שנוצרו בקרן פחות מספר היחידות שנפדו חלקי מספר היחידות בקרן בתחילת יום המסחר. הערך מאופס עבור ימים בהם מספר היחידות שנפדו גדול ממספר היחידות שנוצרו.
2. "פדיונות נטו (%)" – מספר היחידות שנפדו בקרן פחות מספר היחידות שנוצרו חלקי מספר היחידות בקרן בתחילת יום המסחר. הערך מאופס עבור ימים בהם מספר היחידות שנוצרו גדול ממספר היחידות שנפדו.
3. "עלות עסקה (ש"ח)" – המשתנה כולל את עלויות הנזילות של עסקאות המבוצעות על ידי הקרן ביום נתון. בהתאם להגדרות ה-IOSCO,¹ העלויות שנדרשות להיכלל בקליברציה של מנגנונים נגד דילול כוללות עלויות ישירות (עמלות עסקה ומסחר אחרות), עלויות עקיפות (מרווח ההיצע ביקוש) והשפעה על השער של המסחר בקרן. במסחר הרציף העלות בש"ח של עסקה על ידי הקרן מחושבת עבור עסקאות Taker בלבד וכוללת את חצי מרווח ההיצע ביקוש ואת גובה הזזת השער בעסקאות בהן מעורבות מספר שכבות מחיר. במסחר הנעילה העלות בש"ח מחושבת על ידי הפרש שבין עלות העסקה בפועל לבין עלות תאורטית ששווה לכמות שנסחרה על ידי הקרן כפול שער הנעילה שהיה נקבע בנטרול הפקודות שהוגשו על ידי הקרן. נציין כי משתנה זה כולל את עלויות הנזילות הנובעות מכלל עסקאות הקרן, כלומר עסקאות המוכוונות לממש יצירות או פדיונות ועסקאות המיועדות להתאמות בתיק הקרן. בהתאם לכך, משתנה זה עשוי להוות הערכת יתר של עלות הנזילות המיוחסת ליצירות או פדיונות נטו.

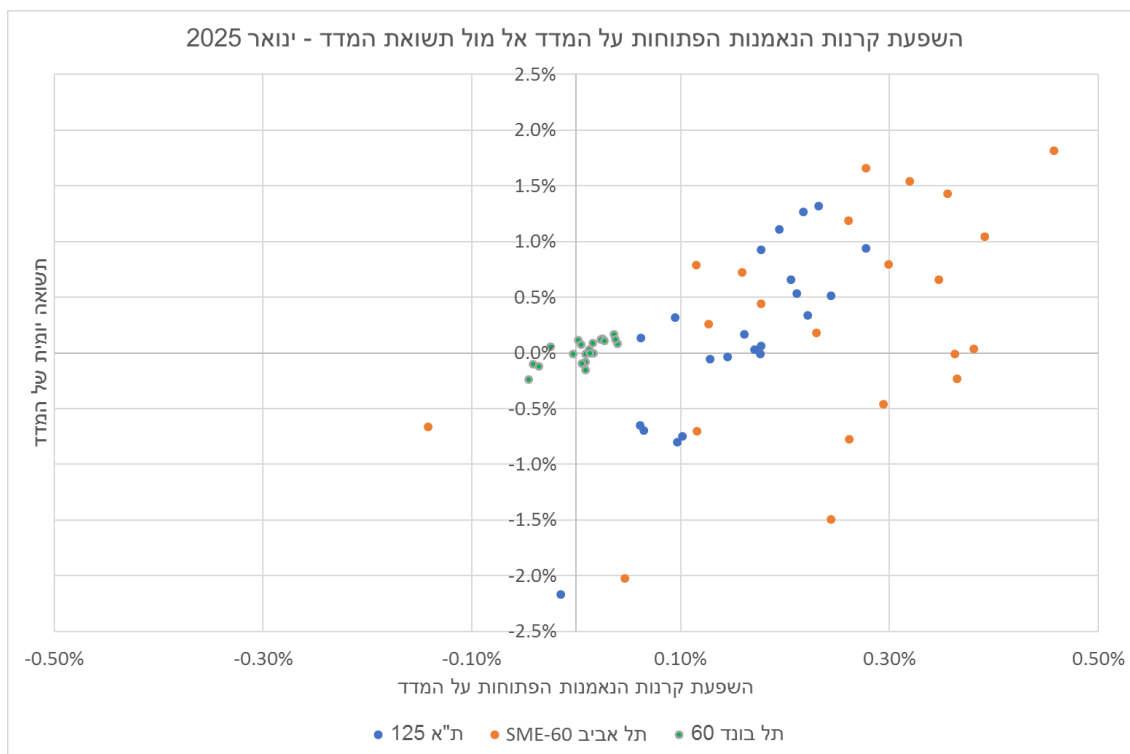
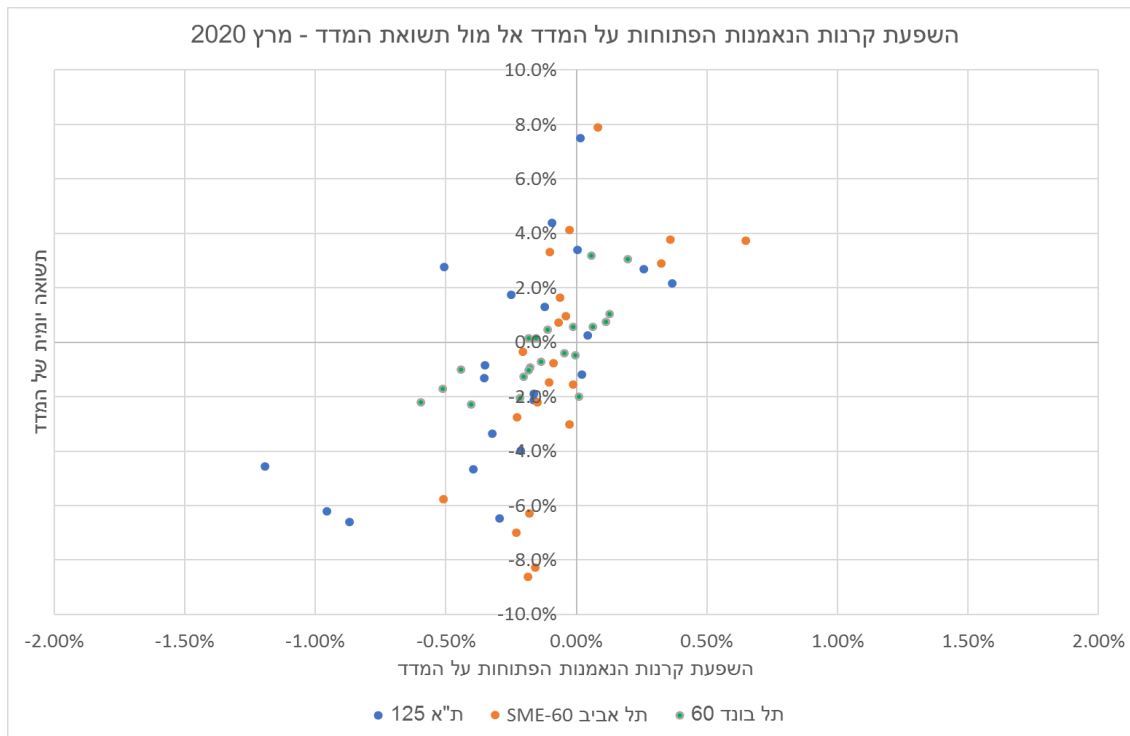
¹ Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes, IOSCO, Final Report, December 2023

4. "עלות עסקה ביחס ליצירות/פדיונות נטו (%)" – מחושבת על ידי חלוקת "עלות עסקה (ש"ח)" ביצירות/פדיונות נטו (במונחי מספר יחידות בערך מוחלט) כפול מחיר יחידה. בימים בהם היצירות נטו הן 0 המשתנה מקבל ערך 0. משתנה זה מייצג את הפקטור באמצעותו מנהל קרן המפעיל כלי "Swing Pricing" נדרש להתאים את ה – NAV עבור יוצרים או פודים בכדי לכסות על עלות הנזילות שנגרמה מהיצירה או הפדיון.
5. "עלות עסקה ביחס לשווי נכסים (%)" – מחושבת על ידי חלוקת "עלות עסקה (ש"ח)" בשווי הנכסים של הקרן (ש"ח). משתנה זה מייצג את גובה הדילול שנגרם למחזיקי היחידות הנותרים בקרן במקרה בו לא מיושם מנגנון אנטי דילול.

בנוסף חושבה ההשפעה הכוללת של קרנות הנאמנות שבמדגם על מדדים מובילים בבורסה (מדד ת"א 125, מדד ת"א SME-60 ומדד תל בונד 60). בשלב הרציף ההשפעה מחושבת על ידי סך הזות השער האחוזית בעסקאות Taker של חשבונות הקרנות ובשלב הנעילה ההשפעה מחושבת לפי הפער האחוזי שבין שער הנעילה לבין השער התאורטי שהיה נקבע בנטרול כל פקודות הקרנות במשותף.

תרשימים וטבלאות:

תרשים 1: השפעת קרנות הנאמנות הפתוחות על המדד אל מול תשואת המדד – משבר הקורונה (מרץ 2020) ותקופת הביקורת (ינואר 2025)



טבלה 1: יצירות נטו בקרנות (%)

חודש	סוג קרן	כותרת על	חציון	אחוזון 75	אחוזון 90	אחוזון 95	ממוצע
מרץ 2020	אקטיבית	קרן כספית	0.00%	0.01%	0.59%	1.52%	0.28%
		אג"ח בארץ - מדינה	0.00%	0.00%	0.02%	0.15%	0.07%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.00%	0.00%	0.10%	0.53%	0.16%
		אג"ח בארץ - כללי	0.00%	0.00%	0.04%	0.30%	0.11%
		מניות בארץ	0.00%	0.01%	0.47%	1.56%	0.35%
	מחקה	אג"ח בארץ - מדינה	0.00%	0.00%	0.19%	0.52%	0.14%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.00%	0.00%	0.24%	0.89%	0.77%
		אג"ח בארץ - כללי	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%
		מניות בארץ	0.00%	0.07%	0.59%	1.63%	0.44%
		קרן כספית	0.00%	1.19%	4.23%	8.30%	1.66%
ינואר 2025	אקטיבית	אג"ח בארץ - מדינה	0.00%	0.08%	0.43%	0.82%	0.20%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.01%	0.21%	0.70%	1.38%	0.36%
		אג"ח בארץ - כללי	0.00%	0.18%	0.80%	1.49%	0.30%
		מניות בארץ	0.08%	0.46%	1.34%	2.19%	0.50%
		אג"ח בארץ - מדינה	0.00%	0.07%	0.29%	0.57%	0.13%
	מחקה	אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.00%	0.11%	0.52%	1.27%	0.51%
		אג"ח בארץ - כללי	0.00%	0.01%	0.27%	0.81%	0.15%
		מניות בארץ	0.18%	0.73%	2.02%	3.59%	1.14%

טבלה 2: פדיונות נטו בקרנות (%)

חודש	סוג קרן	כותרת על	חציון	אחוזון 75	אחוזון 90	אחוזון 95	ממוצע
מרץ 2020	אקטיבית	קרן כספית	0.29%	1.36%	2.78%	3.96%	1.24%
		אג"ח בארץ - מדינה	0.40%	1.33%	2.40%	3.22%	0.95%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.31%	1.04%	2.05%	3.12%	0.84%
		אג"ח בארץ - כללי	0.39%	1.38%	2.59%	3.70%	1.01%
		מניות בארץ	0.26%	1.05%	2.38%	3.65%	0.86%
	מחקה	אג"ח בארץ - מדינה	0.26%	1.03%	1.98%	2.69%	0.75%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.34%	1.09%	1.96%	2.59%	0.73%
		אג"ח בארץ - כללי	0.43%	1.44%	2.76%	3.58%	0.97%
		מניות בארץ	0.35%	1.21%	2.36%	3.54%	0.91%
		קרן כספית	0.00%	0.20%	0.41%	0.64%	0.15%
ינואר 2025	אקטיבית	אג"ח בארץ - מדינה	0.00%	0.07%	0.24%	0.48%	0.13%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.00%	0.03%	0.16%	0.33%	0.09%
		אג"ח בארץ - כללי	0.00%	0.04%	0.15%	0.29%	0.07%
		מניות בארץ	0.00%	0.03%	0.23%	0.56%	0.11%
		אג"ח בארץ - מדינה	0.00%	0.06%	0.20%	0.33%	0.08%
	מחקה	אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.00%	0.03%	0.15%	0.31%	0.09%
		אג"ח בארץ - כללי	0.00%	0.05%	0.28%	0.43%	0.10%
		מניות בארץ	0.00%	0.00%	0.11%	0.30%	0.07%

טבלה 3: "עלות עסקה ביחס לשווי נכסים (%)" - במונחים שנתיים

חודש	סוג קרן	כותרת על	חציון	אחוזון 75	אחוזון 90	אחוזון 95	ממוצע
מרץ 2020	אקטיבית	קרן כספית	0.0439%	0.2127%	0.3849%	0.8298%	0.1596%
		אג"ח בארץ - מדינה	0.1859%	0.4404%	0.8362%	1.3097%	0.3271%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.5195%	1.1996%	2.3290%	3.5627%	0.9538%
		אג"ח בארץ - כללי	0.3699%	0.9992%	2.0279%	3.4328%	0.8793%
		מניות בארץ	0.5248%	1.1635%	2.4745%	4.5790%	1.0203%
	מחקה	אג"ח בארץ - מדינה	0.0071%	0.0145%	0.0676%	0.0994%	0.0333%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.1083%	0.5240%	1.8934%	2.9197%	0.7122%
		אג"ח בארץ - כללי	0.0100%	0.0191%	0.0552%	0.3375%	0.0423%
		מניות בארץ	0.1024%	0.4088%	1.2737%	1.8866%	0.3900%
		קרן כספית	0.0052%	0.0192%	0.0819%	0.2243%	0.0290%
ינואר 2025	אקטיבית	אג"ח בארץ - מדינה	0.0107%	0.0223%	0.0770%	0.1062%	0.0253%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.0237%	0.0735%	0.1673%	0.3180%	0.0754%
		אג"ח בארץ - כללי	0.0303%	0.0910%	0.1807%	0.2644%	0.0702%
		מניות בארץ	0.0915%	0.2761%	0.4921%	0.7739%	0.2435%
		קרן כספית	0.0010%	0.0060%	0.0136%	0.0354%	0.0061%
	מחקה	אג"ח בארץ - מדינה	0.0127%	0.0402%	0.1070%	0.2086%	0.0466%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.0006%	0.0039%	0.0160%	0.0301%	0.0046%
		אג"ח בארץ - כללי	0.0264%	0.1112%	0.3014%	0.4862%	0.1250%
		מניות בארץ					
		קרן כספית					

טבלה 4: "עלות עסקה ביחס ליצירות/פדיונות נטו (%)"

חודש	סוג קרן	כותרת על	חציון	אחוזון 75	אחוזון 90	אחוזון 95	ממוצע
מרץ 2020	אקטיבית	קרן כספית	0.00%	0.01%	0.14%	0.35%	0.12%
		אג"ח בארץ - מדינה	0.00%	0.09%	0.52%	1.41%	0.34%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.01%	0.35%	1.82%	4.76%	0.73%
		אג"ח בארץ - כללי	0.01%	0.24%	1.45%	4.02%	0.62%
		מניות בארץ	0.05%	0.42%	2.31%	6.71%	0.84%
	מחקה	אג"ח בארץ - מדינה	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%	0.03%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.01%	0.05%	0.16%	0.26%	0.09%
		אג"ח בארץ - כללי	0.00%	0.00%	0.02%	0.05%	0.02%
		מניות בארץ	0.01%	0.05%	0.15%	0.26%	0.05%
		קרן כספית	0.00%	0.00%	0.03%	0.12%	0.05%
ינואר 2025	אקטיבית	אג"ח בארץ - מדינה	0.00%	0.01%	0.13%	0.56%	0.15%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.00%	0.05%	0.35%	1.24%	0.21%
		אג"ח בארץ - כללי	0.00%	0.08%	0.56%	1.80%	0.27%
		מניות בארץ	0.01%	0.14%	0.79%	2.33%	0.31%
		קרן כספית	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
	מחקה	אג"ח בארץ - מדינה	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.01%
		אג"ח בארץ - כללי	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
		מניות בארץ	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
		קרן כספית	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	אג"ח בארץ - כללי		
0.02%	0.12%	0.07%	0.02%	0.00%	מניות בארץ		

טבלה 5 : החלק מסך עלויות הנזילות העסקה אל מחזיקי הקרן בהנחה כי מתקיים "swing pricing"
מלא עם ערכים מקסימאליים של 1-3%.

ערך מקסימאלי ל swing factor			כותרת על	מחקה	חודש
3%	2%	1%			
3%	14%	26%	קרן כספית	FALSE	2020
8%	11%	19%	אג"ח בארץ – מדינה	FALSE	2020
15%	21%	32%	אג"ח בארץ – כללי	FALSE	2020
15%	21%	33%	אג"ח בארץ - חברות והמרה	FALSE	2020
19%	26%	38%	מניות בארץ	FALSE	2020
6%	8%	10%	אג"ח בארץ – מדינה	TRUE	2020
0%	0%	0%	אג"ח בארץ – כללי	TRUE	2020
4%	6%	10%	אג"ח בארץ - חברות והמרה	TRUE	2020
0%	0%	0%	מניות בארץ	TRUE	2020
0%	0%	3%	קרן כספית	FALSE	2025
5%	11%	22%	אג"ח בארץ – מדינה	FALSE	2025
4%	8%	15%	אג"ח בארץ – כללי	FALSE	2025
3%	6%	15%	אג"ח בארץ - חברות והמרה	FALSE	2025
5%	10%	18%	מניות בארץ	FALSE	2025
0%	0%	0%	אג"ח בארץ – מדינה	TRUE	2025
0%	0%	0%	אג"ח בארץ – כללי	TRUE	2025
0%	1%	3%	אג"ח בארץ - חברות והמרה	TRUE	2025
0%	0%	0%	מניות בארץ	TRUE	2025

נספח ב' - הערכת סף הפעלה מיטבי ל- "Swing חלקי"

בכדי לנסות להעריך את הסף המיטבי, ננסה לאתר את הסף שעבורו עלויות הנזילות יהיו הנמוכות ביותר עבור המחזיקים אך במקביל יטילו כמה שפחות עלויות באופן שוטף בעת הקנייה והמכירה (פונקציית המטרה).

עלות הנזילות (Liquidity_Cost) שמשקיע בקרן יחווה לאורך משך זמן ההחזקה (T במונחי שנים) תורכב מהעלות ביצירה ובפדיון ($2 * \text{Cost_Trade}$) והעלות בזמן ההחזקה (Cost_Hold):

$$\text{Liquidity_Cost} = T * \text{Cost_Hold} + 2 * \text{Cost_Trade}$$

את עלויות היצירה/פדיון והעלות בזמן ההחזקה ניתן להעריך על בסיס מסד הנתונים הקיים, ואילו משך זמן ההחזקה שביחס אליו ננסה למקסם את פונקציית המטרה הינו נתון שיש לקבוע באופן חיצוני. בשל מאפייני המסחר בקרנות הנאמנות והעובדה כי עלויות שונות בקרנות אלה (כמו דמי הניהול) מחושבות באופן שנתי, החישוב להלן יבוצע על בסיס משך החזקה של שנה אחת.¹ הטבלה להלן מפרטת את עלות הנזילות (Liquidity_Cost), על בסיס מסד הנתונים עבור משך החזקה של שנה, על פי ספים שונים:²

חודש	סוג קרן	כותרת על	סף ממנו מופעל Swing						
			Full Swing	0.1%	0.2%	0.5%	1%	3%	No Swing
מרץ 2020	אקטיבית	קרן כספית	0.248%	0.133%	0.090%	0.072%	0.071%	0.134%	0.155%
		אג"ח בארץ - מדינה	0.723%	0.339%	0.268%	0.216%	0.207%	0.271%	0.318%
		אג"ח בארץ - כללי	1.365%	0.807%	0.668%	0.557%	0.565%	0.686%	0.859%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	1.581%	0.972%	0.771%	0.618%	0.592%	0.726%	0.938%
		מניות בארץ	1.793%	1.026%	0.863%	0.712%	0.688%	0.836%	0.997%
	מחקה	אג"ח בארץ - מדינה	0.054%	0.026%	0.025%	0.015%	0.015%	0.021%	0.032%
		אג"ח בארץ - כללי	0.036%	0.029%	0.028%	0.027%	0.033%	0.037%	0.041%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.205%	0.206%	0.225%	0.242%	0.259%	0.408%	0.697%
		מניות בארץ	0.100%	0.090%	0.088%	0.087%	0.086%	0.154%	0.380%
ינואר 2025	אקטיבית	קרן כספית	0.093%	0.025%	0.016%	0.014%	0.013%	0.017%	0.027%
		אג"ח בארץ - מדינה	0.335%	0.037%	0.030%	0.022%	0.021%	0.022%	0.023%
		אג"ח בארץ - כללי	0.589%	0.103%	0.069%	0.056%	0.054%	0.059%	0.065%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.465%	0.112%	0.074%	0.057%	0.054%	0.057%	0.070%
		מניות בארץ	0.640%	0.281%	0.224%	0.184%	0.177%	0.198%	0.226%
	מחקה	אג"ח בארץ - מדינה	0.011%	0.005%	0.005%	0.004%	0.004%	0.005%	0.006%
		אג"ח בארץ - כללי	0.004%	0.005%	0.005%	0.004%	0.004%	0.004%	0.004%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.024%	0.030%	0.027%	0.026%	0.027%	0.029%	0.044%
		מניות בארץ	0.048%	0.045%	0.042%	0.037%	0.037%	0.062%	0.118%

¹ יצוין, כי משך החזקה של שנה אינו בהכרח מייצג את משך ההחזקה שלגביו נכון לבצע את המקסום האמור לעיל וכי ככל שמשך ההחזקה ארוך יותר העלות הכוללת ממוזערת על ידי ספי Swing נמוכים יותר. בכל מקרה בו ייבחר סף גדול מ-0 להפעלת הכלי, אזי עלות הנזילות הכוללת תגדל עם משך ההחזקה (כלומר מחזיקים לזמן ארוך יותר יחוו דילול רב יותר).

² ערכי Cost_Hold ו- Cost_Trade מוצגים בטבלאות 6-7 בנספח זה להלן.

כפי שניתן לראות, עבור משך החזקה של שנה עלות הנזילות הכוללת ממוזערת לרוב על ידי סף Swing של כ- 0.5%-1%. ככל שמשך ההחזקה ארוך יותר העלות הכוללת ממוזערת על ידי ספי Swing נמוכים יותר. עם זאת, יש לציין כי בכל מקרה בו נבחר סף Swing גדול מ- 0 אזי עלות הנזילות הכוללת תגדל עם משך ההחזקה (כלומר מחזיקים לזמן ארוך יותר יחוו דילול רב יותר). רק מנגנון Swing Pricing מלא מאפשר עלות נזילות קבועה (בממוצע) לכלל המחזיקים ללא תלות במשך האחזקה שלהם.

הערכה תאורטית חלופית של הסף יכולה להתבסס על האיזון בין עלות הדילול למחזיקים לבין הרווח ליוצרים ופודים בהיעדר מנגנון Swing Pricing. אם נסמן ב- S את עלות הנזילות האחוזית אשר פודים מרוויחים על חשבון מחזיקים וב- R את אחוז הפדיונות או היצירות נטו אזי נקבל שלאורך משך החזקה T לקוח מרוויח 2S ביצירה ובפדיון ביחד. בכל יום מחזיק משלם S*R ולאורך חיי ההחזקה הוא משלם $245 \cdot T \cdot S \cdot R$ (כאשר 245 הוא מספר ימי המסחר בשנה). בכדי לאזן את הרווחים וההפסדים (ובהנחה שכלל הפרמטרים קבועים) נקבל

$$245 \cdot T \cdot S \cdot R = 2s \rightarrow R = \frac{2}{245 \cdot T}$$

עבור משך החזקה של שנה נקבל כי ערך ה- R המאזן בין עלויות להכנסות הינו $R=0.81\%$, בדומה לממצאים האמפיריים לעיל (משך החזקה של שנתיים יביא לתוצאה של 0.4%). נציין כי לפי הנוסחה לעיל ערך ה- R האופטימאלי אינו תלוי בעלות הנזילות השרירה בקרן (S), אשר נובעת בעיקר ממרווח ההיצע ביקוש בנכסי הקרן). זאת בדומה למה שניתן לראות בטבלת ה- Liquidity Cost לעיל לפיה הערכים הנמוכים יותר נמצאים באותו איזור בשתי התקופות ועבור סוגי הקרנות השונים.

עוד נציין כי משך החזקה של שנה אינו בהכרח מייצג את משך ההחזקה שלגביו נכון לבצע את המקסום. במסגרת הערכות קודמות של הרשות נמצא כי משך ההחזקה הממוצע בקרנות האקטיביות יותר קרוב לרמה של שנתיים.

טבלה 6: עלויות הנזילות בעת יצירה/פדיון (Cost Trade):

חודש	סוג קרן	כותרת על	Full swing	0.1%	0.2%	0.5%	1%	3%	No swing
מרץ 2020	אקטיבית	קרן כספית	0.124%	0.065%	0.039%	0.024%	0.021%	0.002%	0.000%
		אג"ח בארץ - מדינה	0.362%	0.146%	0.103%	0.061%	0.040%	0.005%	0.000%
		אג"ח בארץ - כללי	0.682%	0.322%	0.235%	0.140%	0.077%	0.014%	0.000%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.790%	0.425%	0.293%	0.168%	0.087%	0.018%	0.000%
		מניות בארץ	0.897%	0.407%	0.303%	0.160%	0.079%	0.015%	0.000%
	מחקה	אג"ח בארץ - מדינה	0.027%	0.011%	0.011%	0.004%	0.003%	0.000%	0.000%
		אג"ח בארץ - כללי	0.018%	0.007%	0.007%	0.006%	0.003%	0.000%	0.000%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.102%	0.060%	0.047%	0.037%	0.022%	0.003%	0.000%
		מניות בארץ	0.050%	0.043%	0.041%	0.034%	0.026%	0.008%	0.000%
		קרן כספית	0.046%	0.011%	0.006%	0.004%	0.003%	0.001%	0.000%
ינואר 2025	אקטיבית	אג"ח בארץ - מדינה	0.168%	0.013%	0.008%	0.002%	0.001%	0.000%	0.000%
		אג"ח בארץ - כללי	0.294%	0.041%	0.021%	0.010%	0.004%	0.001%	0.000%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.233%	0.046%	0.022%	0.010%	0.004%	0.001%	0.000%
		קרן כספית	0.046%	0.011%	0.006%	0.004%	0.003%	0.001%	0.000%

		מניות בארץ	0.320%	0.103%	0.060%	0.029%	0.013%	0.003%	0.000%
		אג"ח בארץ - מדינה	0.006%	0.002%	0.001%	0.001%	0.000%	0.000%	0.000%
		אג"ח בארץ - כללי	0.002%	0.002%	0.001%	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%
		אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.012%	0.008%	0.004%	0.002%	0.001%	0.001%	0.000%
	מחקה	מניות בארץ	0.024%	0.022%	0.020%	0.016%	0.011%	0.004%	0.000%

טבלה 7 : עלות הניזילות הממוצעת של מחזיק בקרן, במונחים שנתיים (Cost Hold):

month	mehaka	al	Full swing	0.1%	0.2%	0.5%	1%	3%	No swing
01/03/2020 00:00	FALSE	קרן כספית	0.000%	0.002%	0.013%	0.025%	0.029%	0.129%	0.155%
01/03/2020 00:00	FALSE	אג"ח בארץ - מדינה	0.000%	0.048%	0.061%	0.095%	0.128%	0.261%	0.318%
01/03/2020 00:00	FALSE	אג"ח בארץ - כללי	0.000%	0.163%	0.198%	0.278%	0.412%	0.658%	0.859%
01/03/2020 00:00	FALSE	אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.000%	0.123%	0.184%	0.282%	0.418%	0.691%	0.938%
01/03/2020 00:00	FALSE	מניות בארץ	0.000%	0.212%	0.258%	0.392%	0.530%	0.806%	0.997%
01/03/2020 00:00	TRUE	אג"ח בארץ - מדינה	0.000%	0.004%	0.004%	0.007%	0.010%	0.020%	0.032%
01/03/2020 00:00	TRUE	אג"ח בארץ - כללי	0.000%	0.014%	0.014%	0.015%	0.028%	0.036%	0.041%
01/03/2020 00:00	TRUE	אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.000%	0.085%	0.130%	0.169%	0.214%	0.401%	0.697%
01/03/2020 00:00	TRUE	מניות בארץ	0.000%	0.003%	0.007%	0.018%	0.034%	0.138%	0.380%
01/01/2025 00:00	FALSE	קרן כספית	0.000%	0.002%	0.004%	0.005%	0.007%	0.015%	0.027%
01/01/2025 00:00	FALSE	אג"ח בארץ - מדינה	0.000%	0.012%	0.013%	0.017%	0.019%	0.022%	0.023%
01/01/2025 00:00	FALSE	אג"ח בארץ - כללי	0.000%	0.021%	0.028%	0.036%	0.045%	0.058%	0.065%
01/01/2025 00:00	FALSE	אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.000%	0.021%	0.029%	0.037%	0.046%	0.055%	0.070%
01/01/2025 00:00	FALSE	מניות בארץ	0.000%	0.076%	0.104%	0.125%	0.152%	0.193%	0.226%
01/01/2025 00:00	TRUE	אג"ח בארץ - מדינה	0.000%	0.001%	0.003%	0.003%	0.003%	0.004%	0.006%
01/01/2025 00:00	TRUE	אג"ח בארץ - כללי	0.000%	0.002%	0.003%	0.004%	0.004%	0.004%	0.004%
01/01/2025 00:00	TRUE	אג"ח בארץ - חברות והמרה	0.000%	0.015%	0.019%	0.022%	0.024%	0.027%	0.044%
01/01/2025 00:00	TRUE	מניות בארץ	0.000%	0.001%	0.002%	0.005%	0.015%	0.055%	0.118%

1. ה- IOSCO

כבר בשנת 2013, לאור הלקחים שהופקו מהמשבר הפיננסי בשנים 2007-2010 והתגובות השונות של מדינות משתתפות ביחס אליו, פרסם ה- IOSCO מסמך עקרונות לניהול סיכונים נזילות במכשירי השקעה משותפת.¹

מאז פרסומו ולאור ההתעסקות הגוברת והולכת בניהול סיכונים נזילות בקרנות נאמנות, ה- IOSCO פעל בשיתוף פעולה עם ה- FSB לניתוח הסיכונים המבניים של ניהול הנזילות במכשירי השקעה משותפת, כאשר מתוך כלל הסיכונים המבניים המאפיינים קרנות נאמנות, ה- FSB הדגיש את חוסר ההתאמה הנזילותית בקרנות נאמנות כחולשת מפתח. ההבנה הייתה שניהול אפקטיבי של סיכונים נזילות במכשירי השקעה משותפת חשוב להגנה על משקיעים, לשמירה על סדר ויציבות תפעולית של המכשירים ולמיתון סיכונים מבניים, כאשר כל אלו עשויים בסופו של דבר להשפיע על היציבות הפיננסית.

מסקנות ה- FSB הובילו להחלטת ה- IOSCO לבחון מחדש את עמדתו בנושא ניהול סיכונים נזילות וב- 2018 פורסם מסמך המלצות לניהול סיכונים נזילות במכשירי השקעה משותפת (להלן: "**מסמך ההמלצות**"),² לצד מסמך מדיניות ("Good Practices"),³ שנועד לסייע ביישום המלצות ה- IOSCO במסמך ההמלצות. מסמך ההמלצות נועד לסייע למנהלי קרנות פתוחות לנהל את סיכונים הנזילות המאפיינים את עולם ניהול ההשקעות, להעניק כלים להתמודדות עמם ולתמוך בהפעלת שיקול הדעת של מנהלי הקרנות בניהולם, מתוך הבנה שההגנה הכי טובה מפני חוסר התאמה נזילותית נמצאת בידי מנהל הקרן והקרן. עם זאת, ציין ה- IOSCO כי אחריות הרגולטורים בהקשר זה, היא לפקח על תהליכי ניהול סיכונים הנזילות בקרנות ולהנחות את מנהלי הקרנות בהתקיימות נסיבות יוצאות דופן. ה- IOSCO גם ציין כי מצופה מהרגולטורים לפעול ליישום ההמלצות ולאפשר את יישומן בתחום שיפוטם.

לאורך מסמך ההמלצות, פרט ה- IOSCO המלצות שונות למנהלי הקרנות ביחס לקיומו של תהליך אפקטיבי לניהול סיכונים הנזילות בקרנות נאמנות פתוחות וליישומו בשלבים השונים של חיי הקרן, החל משלב עיצוב הקרן, וכן המלצות ביחס להיבטי ממשל תאגידי וגילוי. לפי ה- IOSCO, חלק מתהליך זה עשוי לדרוש שימוש שגרתי בכלים לניהול נזילות בקרנות פתוחות, ושימוש בכלים "נוספים" על הכלים הרגילים, המותרים על פי הדין והרגולציה המקומית, אשר נועדו לשימוש בין היתר בנסיבות יוצאות דופן כתלות במאפייני הקרן ובמצב השוק. בהתאם לכך, המליץ ה- IOSCO שכחלק מתהליך העיצוב של הקרן, מנהל הקרן יבחן את הצורך בשימוש בכלים לניהול וטיפול

¹ IOSCO, *Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, Final Report, Report of the Board of IOSCO, March 2013. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf>

² IOSCO, *Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes* Final Report, Report of the Board of IOSCO, February 2018. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD590.pdf>

³ IOSCO, *Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration*, Final Report, Report of the Board of IOSCO, February 2018. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD591.pdf> (להלן: "**מסמך ה- Good Practices**").

בסיכוני נזילות המתאימים לקרן, אשר חלקם עשויים להיות "מובנים" במדיניות היצירה והפדיון של הקרן וחלקם יופעלו רק בעת שרמת הפדיונות תחצה סף מסוים. כלים אלו יסייעו למנהל הקרן לנהל פדיונות במצבי שוק לחוץ או אירועים חריגים אחרים, ועליו להפעילם לפי שיקול דעתו המקצועי ובאופן שתואם את טובת המשקיעים, בין היתר כאשר יש חשש ליחס לא שוויוני למשקיעים. עם זאת, הומלץ שלא לנהל את הקרן באופן שבו מדיניות ההשקעות של הקרן מסתמכת על הפעלת כלים אלה כאשר מנהל הקרן נתקל בבעיות נזילות,⁴ אך לשקול להכין מראש תוכניות הפעלה למצבי משבר בהן ייעשה שימוש בכלים נוספים שיסייעו בניהול הנזילות בקרן במצבי שוק לחוץ.⁵

בעקבות משבר הקורונה והשלכותיו על ענף קרנות הנאמנות הפתוחות, ניהול סיכוני נזילות בקרנות אלה קיבל תשומת לב מחודשת ושלל גופים רגולטורים החלו לבחון את יעילות התהליכים הקיימים לניהול סיכוני נזילות והכלים לניהול נזילות ואת אופן יישומם. בבחינה שערך ה-IOSCO נמצא כי למרות הפדיונות הכבדים בתקופה זו, בעקבות התגובות המהירות של הרגולטורים הפיננסיים והבנקים המרכזיים וניהול אפקטיבי של סיכוני הנזילות, לרבות שימוש בכלים לניהול נזילות, שוק קרנות הנאמנות הפתוחות צלח את המשבר בצורה טובה. בבחינה נוספת שערך ה-IOSCO ביחס להיקף שבו המדינות המשתתפות יישמו את המלצות העיקריות במסמך ההמלצות באמצעים רגולטוריים,⁶ נמצא כי רוב ההמלצות מיושמות במלואן וכולן מיושמות לכל הפחות באופן חלקי. לצד זאת, הבחינה מצאה חולשות ביישום חלק מההמלצות ובהקשר של כלים לניהול נזילות, מצאה שיש מקום להרחיב את ההנחיות לעניין שימוש בכלים לניהול נזילות ובפרט כלים למניעת דילול, ולשפר את זמינות הכלים לניהול נזילות הזמינים תחת הרגולציה.⁷

בעקבות כך, בדצמבר 2023 פרסם ה-IOSCO מסמך הנחיות ליישום המלצות ה-IOSCO לשימוש בכלים למניעת דילול קרן (להלן: **"מסמך ההנחיות של ה-IOSCO לשימוש בכלים למניעת דילול"**).⁸ במסמך ההנחיות של ה-IOSCO לשימוש בכלים למניעת דילול, מפרט ה-IOSCO מספר הנחיות למנהלי הקרנות שיסייעו ביישום ושימוש אפקטיביים בכלים למניעת דילול ובהם: שקילת שימוש בכלים למניעת דילול כחלק מניהול סיכוני הנזילות של מנהל הקרן; קיום מערכות בקרה ותפעול נאותות ונהלים המסדירים את אופן היישום היומיומי של כלים למניעת דילול, אשר מותאמים לרגולציה המקומית; שימוש בכלים למניעת דילול באופן שמטיל את עלויות ההנזלה הישירות והעקיפות וכן כל השפעה משמעותית על השוק שנוצרת מביצוע עסקאות בנכסי הקרן, על היוצרים והפודים; קביעת סף שימוש מתאים וזהיר על מנת למנוע דילול משמעותי של הקרן; קיום ממשל תאגידי מספק ומתאים ביחס לניהול סיכוני הנזילות בקרן, הכולל תהליך קבלת החלטות ברור על שימוש בכלים למניעת דילול; מתן גילוי ברור על המטרות ואופן השימוש בכלים למניעת

⁴ שם, בעמ' 9-8.

⁵ שם, בעמ' 20-19.

⁶ IOSCO, *Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations Final Report*, Report of the Board of IOSCO, November 2022. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD721.pdf>. המדינות המשתתפות כוללות 14 מדינות אשר בהן נוהלו, נכון לאוגוסט 2019, כ-92% משווי נכסי קרנות הנאמנות בעולם: אוסטרליה, ברזיל, קנדה, סין, צרפת, גרמניה, הודו, אירלנד, יפן, לוקסמבורג, ספרד, שווייץ, בריטניה וארה"ב.

⁷ שם, בעמ' 61-60.

⁸ *Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, IOSCO, Final Report, December 2023.

דילול על מנת להגביר את המודעות של המשקיעים ולאפשר להם לשלב בצורה הטובה ביותר את עלויות ההנזלה בעת קבלת החלטת ההשקעה שלהם.

נוסף על ההנחיות האמורות, התייחס ה-IOSCO גם לאתגרים ביישום כלים למניעת דילול בקרנות פתוחות: התפיסה השלילית בנוגע לשימוש בכלים אלה וחסמים מבניים או תפעוליים בשימוש בהם, לרבות עלויות יישומם, הצורך בשיתוף פעולה של צדדים שלישיים ביישומם, חוסר במידע רלוונטי וקשיים רגולטוריים. בעוד שעל מכשולים כגון חסמי שוק קשה יותר להתגבר, על רוב המכשולים ניתן להתגבר באמצעות שימוש רב יותר בכלים למניעת דילול בהתאם להנחיות ה-IOSCO והפיכתם לסטנדרט, וכן באמצעות חינוך המשקיעים והעלאת המודעות לתפקיד והרציונל שבשימוש בכלים אלה, בקרנות שגרתיות על השימוש ושיפור אפקטיביות הכלים בהתאם אליהן ותקשורת הדוקה יותר עם הרגולטורים.⁹

בעקבות האירועים השונים דוגמת הקורונה והמלחמה בין רוסיה לאוקראינה ועל מנת לחזק את ניהול סיכונים הנזילות על ידי מנהלי קרנות, פרסם ה-IOSCO בחודש מאי 2025 את מסמך המלצות ה-IOSCO המתוקנות.¹⁰ על אף שרוב ההמלצות במסמך ההמלצות עודן מתאימות ורלוונטיות, במסמך המלצות ה-IOSCO המתוקנות מצא ה-IOSCO לנכון לערוך שינויים בחלק מההמלצות שבמסמך ההמלצות ולהדגיש ולהבהיר את חלקן. כמו כן, הדגיש ה-IOSCO כי המלצותיו המתוקנות אינן חלות על קרנות סל ("ETF") וקרנות כספיות ("MMF") בשל השוני המבני שלהן מקרנות פתוחות.

במסמך המלצות ה-IOSCO המתוקנות נוקט ה-IOSCO גישה של קטגוריזציה של קרנות בהתאם לרמות הנזילות המאפיינות אותן והתאמה של תדירות היצירה והפדיון בקרן ושל כלי ניהול הנזילות שיישמו בה לקטגוריית הנזילות אליה סווגה הקרן. בתוך כך, ממליץ ה-IOSCO למנהלי הקרנות לשקול, כבר בשלב תכנון הקרן, האם על הקרן להיות פתוחה עם תדירות פדיונות יומית או אחרת, או סגורה, בהתאם לנזילות הנכסים בהם תשקיע ובאסטרטגיות ההשקעה שלה. במהלך חיי הקרן, על מנהל הקרן להעריך את רמת נזילות הנכסים המוחזקים בקרן, וכן את רמת נזילות התיק כולו, בכל מצבי השוק, ולסווג את הקרן לאחת משלוש קטגוריות נזילות בהתאם להערכה זו, כאשר תדירות הפדיונות בקרן והכלים לניהול נזילות שיישמו בקרן, יהיו בהתאם לאותו הסיווג.¹¹

ההמלצות המתוקנות של ה-IOSCO מדגישות גם את הצורך בכך שמנהלי הקרנות ישקלו ליישם בקרנות הפתוחות שבניהולם מגוון רחב של כלים לניהול נזילות המותרים לשימוש על פי דין ובכפוף לגילוי מתאים, בהם כלים למניעת דילול וכלים למניעת גישה להון, לרבות עצירת פדיונות בעת הצורך. זאת על מנת לשפר את ניהול הנזילות והפדיונות בקרנות פתוחות במצבי שיגרה ומצבי לחץ.¹² ה-IOSCO ממליץ למנהלי הקרנות לשקול ולהשתמש במנגנונים למניעת דילול, באופן

⁹ שם, בעמ' 23-25.

¹⁰ IOSCO, *Revised Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, Final Report, May 2025 (להלן: "המלצות ה-IOSCO המתוקנות") <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD798.pdf>

¹¹ שם, בעמ' 19-23.

¹² שם, בעמ' 24-27.

שגרתי או במקרה של חציית סף שנקבע, על מנת למתן את דילול המשקיעים הנגרם מיתרון היוצאים הראשוניים הנוצר עקב חוסר התאמה נזילותית בקרנות פתוחות שבניהולם. כלים אלו מטילים על משקיעים היוצרים והפודים את יחידות הקרן את העלויות הישירות והעקיפות הכרוכות ביצירה ופדיון של יחידות הקרן, לרבות כל השפעה משמעותית על השוק הנגרמת ממכירת הנכסים בשל יצירה או פדיון יחידה.¹³ כמו כן, ה- IOSCO ממליץ להטמיע בקרנות כלים למניעת גישה להון, אך לא ככלי יחיד לניהול נזילות, בשל הבעייתיות שבשימוש בלעדי בכלים אלה לצורך ניהול הנזילות בקרנות פתוחות. שימוש בכלים אלו אינו תואם את ציפיות המשקיעים בקרנות נאמנות פתוחות ביחס לפדיון יחידותיהם לפי בקשתם ועלול להוות תמריץ למשקיעים שמזהים שמנהל הקרן מתכוון להפעיל את הכלים הללו, למהר לפדות את יחידותיהם. על כן, ראוי שמנהלי הקרנות יעשו שימוש בכלים אלה רק במקרים חריגים ובהתאם לסף שנקבע, תוך הפעלת שיקול דעת על ידי מנהל הקרן ביחס לצורך בהפעלת הכלי גם בעת חציית הסף שנקבע.

בדומה למסמך ההמלצות, במסמך המלצות ה- IOSCO המתקנות חוזר ה- IOSCO על העובדה שתפקידם של הרגולטורים הוא לפקח על ניהול סיכונים נזילות אפקטיבי על ידי מנהלי הקרנות ולהנחות אותם על ניהול כאמור במקרה הצורך. עם זאת, ה- IOSCO גם מבהיר כי על הרגולטורים שבתחום שיפוטם יש מעט כלי ניהול נזילות זמינים למנהלי קרנות, להרחיב את מגוון הכלים העומדים לרשותם וכן לוודא שמנהלי הקרנות שוקלים להטמיע כלים למניעת דילול בקרנות הפתוחות שבניהולם ולהנחות אותם ביחס להפעלתם, ככל הנדרש.¹⁴

2. ארה"ב

ניהול סיכונים נזילות של קרן נאמנות בארה"ב מוסדר ברובו באמצעות הוראות, שהמרכזית שבהם היא הוראת ניהול סיכונים נזילות של ה-SEC,¹⁵ אשר פורסמה על ידי ה-SEC בשנת 2016 וחלה על כל קרנות הנאמנות הפתוחות (לרבות Open-Ended ETF) שהוקמו מכוח חוק הקרנות האמריקאי,¹⁶ למעט קרנות כספיות.¹⁷ הוראת ניהול סיכונים נזילות של ה-SEC מחייבת מנהלי קרנות כאמור לאמץ וליישם תכנית כתובה לניהול סיכונים נזילות בכל קרן, אשר תאושר ע"י דירקטוריון מנהל הקרן. התוכנית תכלול הערכה, ניהול ובחינה תקופתית של סיכון הנזילות בקרן לאור מדיניות ההשקעה של הקרן ופרופיל הנזילות של נכסי הקרן בזמני שגרה ובזמני משבר; תחזיות קצרות-טווח וארוכות-טווח של מזומנים לקבל בקרן; החזקה של מזומנים ותחליפי מזומנים, כולל הלוואות ואמצעי מימון אחרים שהקרן משתמשת בהם. כאשר מדובר ב-ETF, סיכון הנזילות בקרן יבחן לאור מחיר ומרווח הציטוט של יחידת הקרן וההשפעה של הרכב סל הנכסים של הקרן על הנזילות של הקרן.

נוסף על יישום תכנית לניהול נזילות, מנהל הקרן נדרש לסווג כל אחת מהשקעות הקרן לאחת מארבע קטגוריות נזילות המוגדרות בהוראה: השקעה בעלת נזילות גבוהה, השקעה בעלת נזילות

¹³ שם, בעמ' 27-29.

¹⁴ שם, בעמ' 9-10.

¹⁵ Rule 22e-4 (Liquidity Risk Management Programs), 17 C.F.R. § 270.22e-4

¹⁶ Investment Company Act of 1940, 15 U.S.C. §§ 80a-1-80a-64

¹⁷ על קרנות כספיות חל הסדר אחר שנכלל במסגרת הוראה ייעודית לקרנות כספיות אשר תוקנה בחודש יולי 2023:

Rule 2a-7 (Money Market Funds), 17 C.F.R. § 270.2a-7

בינונית, השקעה פחות נזילה, והשקעה לא נזילה,¹⁸ כאשר עבור כל קרן בניהולו שרוב השקעותיה אינן בעלות נזילות גבוהה, עליו לקבוע שיעור חשיפה מינימלי להשקעות בעלות נזילות גבוהה שייבחן לכל הפחות אחת לשנה. יחד עם זאת, ככלל, קרן לא תוכל לבצע השקעה לא נזילה אם היא תוביל לכך ששיעור הנכסים הלא נזילים בקרן יעלה על 15% מסך נכסי הקרן.

נוסף על הוראת ניהול סיכונים נזילות של ה-SEC, שאינה עוסקת כלל בכלים לניהול נזילות בקרנות, ישנם מספר כלים זמינים לניהול נזילות בקרנות בארה"ב והשימוש בהם מוסדר במסגרת חוק הקרנות האמריקאי והוראות פרטניות. מטרת הכלים היא לסייע למנהלי הקרנות למנוע או לצמצם משמעותית את הדילול בערכן של יחידות הקרן כתוצאה מפדיונות ולאפשר למשקיעים לפדות את יחידותיהם לפי דרישה. אלו קיבלו ביטוי בהוראות שונות בחוק הקרנות האמריקאי.¹⁹

שימוש בעצירת פדיונות או בדחיית התשלום על הפדיון ליותר מ-7 ימים לאחר קבלת ההוראה לפדיון היחידה מותר בחוק הקרנות האמריקאי רק במקרים חריגים, בהם מקרה חירום המוביל למצב שבו אין זה מעשי באופן סביר עבור החברה לממש פדיונות, או לקבוע באופן הוגן את השווי הנקי של נכסיה.²⁰ הפעלת כלי זה כרוכה בקבלת אישור מה-SEC. שימוש בכלי פדיון בעין אפשרי גם הוא בתנאים מסוימים. קרנות נאמנות פתוחות שאינן קרנות כספיות יכולות לבחור לפדות את יחידותיהן בעין ולא במזומן, בין היתר, לצורך ניהול סיכונים נזילות במקרים חריגים, וזאת בכפוף, בין היתר, לדיווח ל-SEC ולעמידת מנהל הקרן בשאר התנאים בהוראה המסדירה את השימוש בכלי.²¹

הוראת "Redemption fees for redeemable securities" מאפשרת למנהלי קרנות נאמנות פתוחות (למעט קרנות כספיות ו-ETF) להטיל עמלת פדיון, שלא תעלה על 2% מסכום הפדיון, לפי שיקול דעתו של מנהל הקרן ובכפוף לגילוי למשקיעים.²² עמלת הפדיון שתיגבה תהיה חלק מנכסי הקרן והיא נועדה לאפשר לקרנות לפצות על העלויות הישירות והעקיפות שנגרמות כתוצאה מפדיונות של משקיעים הפועלים באסטרטגיות מסחר קצרות-טווח ושגורמים לדילול בעלי היחידות בקרן לטווח הארוך.²³ על אף זמינותו של כלי זה, עמלת פדיון אינה פופולרית בקרב המשקיעים והיא מציבה קשיים תפעוליים ועל כן, לא נעשה בו שימוש רב על ידי מנהלי הקרנות בארה"ב והוא לא הפך לכלי המסייע באופן משמעותי למניעת דילול.²⁴

בשנת 2016 תיקנה ה-SEC את הוראת ה-"Pricing of redeemable securities for distribution, redemption and repurchase" (להלן: "הוראת המחירים של ה-SEC"), שנועדה לקבוע כללים בעניין תמחור יחידות קרנות באופן שמונע או מצמצם ככל הניתן דילול של שאר בעלי היחידות בשל

¹⁸ ההבחנה בין קטגוריות הנזילות נובעת מפרק הזמן בו ניתן להנזיל כל השקעה בתנאי השוק הנוכחיים מבלי לגרום לשינוי משמעותי בערכה.

¹⁹ ראו כאן: <https://www.sec.gov/files/rules/proposed/2022/33-11130.pdf> (להלן: "טיטוט שינויים רגולטוריים ביחס לניהול נזילות בקרנות פתוחות"), בעמ' 1-2.

²⁰ חוק הקרנות האמריקאי, לעיל ה"ש 16, ב-22(e) Section. בהקשר זה יצוין כי על אף שמועד התשלום על הפדיון המחייב החוק הקרנות האמריקאי הוא עד 7 ימים, קרנות רבות מתחייבות בתשקיף לתשלום בטווחי זמן קצרים יותר.

²¹ 17 CFR § 270.18f-1; מסמך ה-Good Practices, לעיל ה"ש 33, בעמ' 42-43.

²² (Redemption fees for redeemable securities) 17 C.F.R. § 270.22c-1. ראו ב: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-270/section-270.22c-2>

²³ ראו כאן: <https://www.federalregister.gov/documents/2005/03/18/05-5318/mutual-fund-redemption-fees>

²⁴ ראו כאן: https://www.sec.gov/files/rules/final/2016/33-10234.pdf?fireglass_rsn=true, בעמ' 11-12.

מכירה או פדיון יחידות.²⁵ התיקון מאפשר לקרנות פתוחות שאינן קרנות כספיות או ETF, באופן וולונטרי, לעשות שימוש ב-Swing Pricing ככלי משלים או מחליף לכלי ניהול הנזילות הזמינים לקרנות. הוראת המחירים של ה-SEC קובעת שמנהל קרן פתוחה רשאי לעשות שימוש במנגנון Swing Pricing לשם הפחתת דילול ערכן של יחידות הקרן המוצעות כתוצאה מפעילות רכישה או פדיון של בעלי יחידות, ובלבד שקבע ויישם מדיניות ונהלים לשימוש ב-Swing Pricing אשר אושרו ע"י הדירקטוריון, ויכללו, בין היתר, קביעת שיעור יצירות ופדיונות נטו מתוך ה-NAV שיהווה רף להפעלת המנגנון ופירוט אופן קביעתו וקביעת רף עליון לתנודת המחיר, בשיעור שלא יעלה על 2% מה-NAV ליחידה, תוך פירוט אופן קביעתו.

בנובמבר 2022 פרסמה ה-SEC להערות ציבור טיוטת תיקונים להוראת ניהול סיכונים נזילות של ה-SEC ולהוראת המחירים של ה-SEC וכן למספר טפסי דיווח תומכים.²⁶ שינויים אלה הוצעו לאור משבר הקורונה והיקפי הפדיונות הרבים שספגו הקרנות הפתוחות ולאחר בחינה מחודשת של אפקטיביות הכלים הקיימים לניהול נזילות ומניעת דילול. במסגרת הבחינה ה-SEC זיהתה חולשות בתוכניות לניהול סיכונים הנזילות של מנהלי הקרנות ושימוש מוגבל בכלים למניעת דילול כגון עמלת פדיון וחוסר שימוש ב-Swing Pricing. כתוצאה מכך הציעה שינויים רגולטורים שישפרו את ניהול סיכונים הנזילות בקרנות, על מנת להכין אותן טוב יותר למצבי לחץ בשוק, ויחייבו יישום של Swing Pricing בקרנות נאמנות פתוחות במצבים מסוימים, לשם מניעת דילול.

במסגרת טיוטת השינויים הרגולטורים הוצע, בין היתר, לתקן ולשפר את האופן שבו קרנות פתוחות, למעט קרנות כספיות, מסווגות את נזילות ההשקעות שלהן, וחיובן בהחזקה מינימלית בנכסים בעלי נזילות גבוהה בשיעור של לפחות 10% מהנכסים בקרן; לחייב כל קרן פתוחה (שאינה קרן כספית או ETF) לעשות שימוש ב-Swing Pricing בנסיבות מסוימות, לקבוע "שעה ייעודה בקרן" ולעדכן חלק מההנחיות לשימוש בכלי; לקבוע תדירות ורמת פירוט גבוהות יותר של דיווחים פומביים של הקרן ביחס לניהול סיכונים הנזילות בקרן ולשימוש ב-Swing Pricing.

ההצעה ביחס לחובת השימוש ב-Swing Pricing בקרנות פתוחות גררה התנגדות רבה בתגובות שהתקבלו ביחס לטיטוט התיקונים המוצעים. על אף האמור, ב-8 ביולי 2024 פרסמה ה-SEC את ה-Agenda החצי שנתית לשנת 2024, ובמסגרתה נכלל מקבץ השינויים הרגולטוריים המוצעים לעיל,²⁷ אולם באוגוסט 2024 פרסמה ה-SEC כי החליטה לאמץ חלק מהשינויים המוצעים, כגון חובות הדיווח ותיקונים מסוימים להוראת ניהול סיכונים נזילות של ה-SEC, אך חובת השימוש ב-Swing Pricing הושמטה.²⁸

²⁵ 17 C.F.R. § 270.22c-1(a) (Pricing of redeemable securities for distribution, redemption and repurchase). ראו ב: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-270/section-270.22c-1>; חוק הקרנות האמריקאי, לעיל ה"ש 16, ב-22(a) Section.

²⁶ טיוטת שינויים רגולטוריים ביחס לניהול נזילות בקרנות פתוחות, לעיל ה"ש 1919.

²⁷ ראו כאן: <https://www.reginfo.gov/public/do/eAgendaViewRule?pubId=202404&RIN=3235-AM98>.

²⁸ ראו כאן: <https://www.sec.gov/files/rules/final/2024/ic-35308.pdf>.

3. האיחוד האירופי

קרנות UCITS כפופות להוראות חקיקה קפדניות הקבועות בדירקטיבת ה-UCITS. קרנות אלה רשאיות להשקיע בעיקר בנכסים יחסית נזילים המותרים על פי דין אשר נסחרים בשווקים שעומדים בקריטריונים המפורטים בדירקטיבת ה-UCITS, במטרה לשמור על רמת נזילות גבוהה בהן. בהתאם לכך, רוב קרנות ה-UCITS קובעות תדירות יצירה ופדיון יחידות יומית או שבועית, על אף שהן מחויבות לאפשר יצירה ופדיון של יחידותיהן לכל הפחות פעמיים בחודש בלבד,²⁹ כאשר הזנת הפקודות ליצירה ופדיון יכולות להתקבל ימים או שעות לפני מועד שיערוך הקרן. ביחס למשך השלמת העסקה ליצירה או פדיון יחידות, לא קבועות חובות ברורות והוא יכול לעמוד גם על 5 ימים ממועד השערוך של נכסי הקרן וכמפורט במסמכי הקרן. משך הזמן בין הזנת הפקודה לתשלום הכסף למשקיעים נותן למנהלי הקרנות זמן להיערך לתשלום הפדיון ולממש נכסים באופן מיטבי לטובת היענות לפדיונות המשקיעים. יתרה מכך, היענות לבקשות פדיון שמקבלת קרן UCITS תיעשה באמצעות המזומן שקיבלה מהיוצרים, אם היו כאלה באותו היום, על מנת להימנע מהצורך למכור את נכסי הקרן.³⁰ בנוסף לאלו ולצורך ניהול סיכונים הנזילות בקרנות, מנהלי קרנות UCITS נדרשים לשקול החלטת השקעה בנכס מסוים, בין היתר, לאור השפעת ההשקעה על נזילות הקרן, ולוודא כי פרופיל הנזילות של ה-UCITS תואם את מדיניות הפדיון הקבועה בכללי הקרן. כמו כן, מנהלי הקרנות מחויבים ליישם תהליך ניהול סיכונים נזילות המבטיח שכל קרן שבניהולם תוכל לפדות יחידות לבקשת בעלי היחידות בכל תרחיש נראה לעין, לרבות במצבי לחץ בשוק, ולקיים מבחני סטריס כדי להעריך את סיכון נזילות הקרן במקרים חריגים.³¹ במקרים חריגים וכאשר אינטרס בעלי היחידות מצדיק זאת, מנהלי קרנות UCITS רשאים לעצור באופן זמני יצירות ופדיונות של יחידות הקרן, בכפוף לדיווח לרשויות ללא דיחוי. מדינות חברות באיחוד יכולות לאפשר לרשויות המוסמכות לדרוש ממנהל קרן UCITS לעצור באופן זמני יצירות ופדיונות של יחידות הקרן, אם זה תואם את אינטרס בעלי היחידות או הציבור.³²

לעומת קרנות UCITS, קרנות AIFs ("Alternative Investment Funds") כפופות לפחות מגבלות על הנכסים המותרים להשקעה ולדרישות פיזור, נזילות ומינוף. דירקטיבת ה-AIFMD³³ מאפשרת לקרנות AIFs להשקיע בנכסים פחות נזילים, כגון הון פרטי, נדל"ן ונכסים אלטרנטיביים אחרים, כאשר אופן הפדיון נקבע במסמכי הקרן ואינו מוגדר בדירקטיבה. עם זאת, דירקטיבת ה-AIFMD מטילה על מנהלי קרנות AIFs חובות דומות ביחס לניהול סיכונים הנזילות בקרנות UCITS כאשר על מנהל הקרן בין היתר, לזהות, לנטר, להעריך ולנהל באופן שוטף כל סיכון הנובע מההשקעות בקרן ולוודא שמדיניות ההשקעות, מדיניות הפדיונות ורמת הנזילות מתאימים לקרן שבניהולו.³⁴

²⁹ Directive 2009/65/EC (לעיל ולהלן: "דירקטיבת ה-UCITS"), ב- Article 76. במקרים מסוימים ה-UCITS רשאית להפחית את התדירות לפעם בחודש, כל עוד הפחתת התדירות לא פוגעת בטובת בעלי היחידות; ERSB, Recommendation of the European Systemic Risk Board of 7 December 2017 on liquidity and leverage risks in investment funds, (April 2018), Box 1a ("המלצות ה-ESRB").
https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb_recommendation180214_ESRB_2017_6.en.pdf

³⁰ שם.

³¹ Commission Directive 2010/43/EU, articles 23(4), 40(3)-(4).

³² דירקטיבת ה-UCITS, לעיל ה"ש 29, ב- Article 84.

³³ Directive 2011/61/EU (לעיל ולהלן: "דירקטיבת ה-AIFMD").

³⁴ שם, ב- Article 15 וב- Article 16(2).

נוסף על הוראות אלה, נכנסה לתוקף בשנת 2013 רגולציה של הנציבות האירופית המשלימה את דירקטיבת ה-AIFMD בנושאים מסוימים ובין היתר מסדירה את חובות ניהול נזילות בקרנות AIFs.³⁵ מנהל קרן AIF נדרש לקבוע נהלים ותהליכים לניהול נזילות בקרנות וליישם, לנטר באופן שוטף את פרופיל הנזילות של תיק ההשקעות בקרן, ליישם מנגנוני מדידה והערכת סיכונים נזילות מתאימים ולעדכן את התהליכים האמורים באופן תקופתי, תוך תיעוד מתאים של ההחלטות. מנהל קרן AIF חייב גם לשקול וליישם כלים לניהול נזילות ההכרחיים לניהול סיכון הנזילות בכל קרן שבניהולו, בכפוף לגילוי מתאים. על מנהל הקרן לזהות את סוג הנסיבות, השגרתיות והחריגות, בהן עליו להפעיל כלים אלה, תוך לקיחה בחשבון את היחס השוויוני וההוגן שנדרש לתת לכל המשקיעים בקרן.³⁶ כלי נוסף שניתן לשימוש הוא עצירה זמנית של יצירות ופדיונות של יחידות הקרנות, אשר דירקטיבת ה-AIFMD קבעה כי לרשויות היכולות לדרוש הפעלתו לטובת שמירה על אינטרס בעלי היחידות או הציבור.³⁷

בעקבות המלצות ה-FSB, בדצמבר 2017 פרסם ה-ESRB, מסמך המלצות ביחס לסיכונים נזילות ומינוף בקרנות השקעה (להלן: "**המלצות ה-ESRB**"),³⁸ אשר מטרתו לשפר ולהרחיב את המסגרת הרגולטורית הקיימת באיחוד האירופי באופן שיוביל להתמודדות אפקטיבית יותר עם סיכונים נזילות בקרנות פתוחות ומינוף וליצור אחידות ביחס לאופן ניהול הסיכונים האמורים במדינות האיחוד.

בהמלצות ה-ESRB, המליץ ה-ESRB לנציבות האירופית להציע מסגרת חקיקתית אחידה לכל מדינות האיחוד האירופי ביחס לאימוץ כלים נוספים לניהול נזילות ("**a-LMT**"),³⁹ אשר יסייעו למנהלי קרנות פתוחות לנהל את הבקשות לפדיון באופן אפקטיבי, במיוחד במצבי לחץ בשוק, זאת מתוך הבנה שהמסגרת המשפטית והרגולטורית לניהול סיכונים נזילות בקרנות הפתוחות שהייתה קיימת עד אז אינה מספיקה עוד.

ה-ESRB מציין כי בחלק ממדינות האיחוד האירופי יש זמינות של כלים נוספים שונים לניהול נזילות.⁴⁰ כלים אלו כוללים כלים לצמצום יתרון היוצאים הראשונים לשימוש במצבי שוק רגילים או לחוצים אשר מטרתם לשמר את היחס ההוגן והשוויוני לבעלי היחידות מבלי להגביל את יכולת הפדיון שלהם, וכלים לשימוש לאחר קרות אירוע ובמצב שוק לחץ, שמטרתם להגביל את הפדיונות ולשלוט בהם כך שאלו לא יחייבו את מנהלי הקרנות למכור את נכסי הקרן באופן מיידי או במחירים נמוכים ממחירי השוק בכדי להיענות לבקשות הפדיון. על אף זמינותם של חלק מכלים אלו בחלק ממדינות האיחוד האירופי, אפשרות ותנאי השימוש בהם משתנה בין מדינות האיחוד, כאשר דירקטיבת ה-UCITS ודירקטיבת ה-AIFMD עצמן, אינן מתייחסות ליישום או שימוש בכלים

³⁵ Commission Delegated Regulation (EU) No 231/2013 of 19 December 2012 supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision.

³⁶ שם, ב-47-48 Articles.

³⁷ דירקטיבת ה-AIFMD, לעיל ה"ש 33, ב-46(2)(j) Article.

³⁸ בהמלצות ה-ESRB, לעיל ה"ש 29.

³⁹ שם, ב-2 SECTION, בסעיף 1.1. כלים אלו כוללים כלים למניעת אירועי נזילות כגון הוצאות דילול ו-Swing Pricing וכן כלים לשימוש לאחר אירוע כאמור, כגון עצירת פדיונות, חסמי פדיון, הארכת תקופת הודעה וכו'.

⁴⁰ כאשר הנפוצים שבהם הם עצירת פדיונות; עמלות פדיון; חסמי פדיון; פדיון בעין; Side Pockets. שם, בעמ' 18.

נוספים לניהול נזילות, למעט כלי עצירת פדיונות, ואין הנחיות או מגבלות אחידות באיחוד האירופי ביחס להפעלתם.

בשל החשיבות בזמינותם ובאימוצם של כלים נוספים לניהול נזילות ובשל החשיבות באחידות בין המדינות ביחס לשימוש בהם ליציבות הפיננסית באיחוד האירופי, המליץ ה-ESRB להגדיל את זמינות כלי ניהול הנזילות הקיימים, באופן שיכלול כלים לטיפול ex-ante ו ex-post, וכן לקבוע כללים מתאימים להפעלתם על ידי ESMA תוך השארת שיקול הדעת ביחס לבחירת הכלים ולהפעלתם בידי מנהל הקרן. באופן דומה, ה-ESRB המליץ ש-ESMA יקבעו כללים מנחים לשימוש בכלי עצירת הפדיונות והפעלתו, באופן שאינו מכתיב "תסריט הפעלה" צפוי מראש שיגרום לבעלי היחידות ללחץ פדיונות בעת התקיימות הנסיבות והתנאים להפעלתו. כלי עצירת הפדיונות זהו כלי ניהול הנזילות היחיד אשר זמין בכל מדינות האיחוד האירופי לשימוש על ידי מנהלי קרנות ועל ידי הרשויות בתנאים מסוימים, אך אין אסדרה אחידה ביחס לשימוש בו ולהפעלתו ומנהלי הקרנות והרשויות לא תמיד יודעים מתי להפעילו באופן שייטיב עם בעלי היחידות וכן חוששים מלעשות בו שימוש בשל פגיעה במוניטין של מנהל הקרן.

נוסף על אלו, ה-ESRB המליץ על מתן הנחיות נוספות שיסייעו לצמצם את הסיכוי לחוסר התאמה נזילותית עודפת בקרנות הפתוחות, שנובעת ממגוון הנכסים הגדול שבהם משקיעות הקרנות, מדפוסים של השקעה בנכסים פחות נזילים (כגון אג"ח בדירוג נמוך) ומהפיכתם של נכסים נזילים לנזילים פחות במצבי משבר.⁴¹ בין היתר, ה-ESRB המליץ על אפיון נכסים נזילים ופחות נזילים ותגדיר רשימת נכסים פחות נזילים אינהרנטית, שתורכב מנכסים שלא ניתן להמיר אותם במזומן באופן מהיר או קל לצד שמירה יחסית על ערכם במצבי שוק לחץ. כמו כן, המליץ שלמנהלי קרנות שקרנות פתוחות שבניהולם משקיעות בנכסים פחות נזילים, תהיה גישה להגבלות נוספות שימתנו את סיכון הנזילות בקרן.

במרץ 2024 הפרלמנט האירופי ומועצת האיחוד האירופי פרסמו תיקון לדירקטיבות ה-UCITS וה-AIFMD (להלן: **"התיקון לדירקטיבות"**) במסגרתו נוספו, בין היתר, הוראות ביחס לניהול נזילות בקרנות UCITS ו-AIFs.⁴² התיקון לדירקטיבות מיישם את המלצות ה-ESRB ומטיל חובות חדשות על מנהלי הקרנות באיחוד ביחס לאימוץ כלים לניהול נזילות, אשר נועדו לאפשר ניהול אפקטיבי והרמוני יותר של סיכונים הנזילות המאפיינים את הקרנות האמורות במצבי משבר, היכן שהכללים הקיימים ביחס לניהול סיכונים הנזילות בקרנות אינם מספיקים ומאחר שמגוון הכלים הזמינים מגביל את יכולת מנהל הקרן להגיב באופן יעיל במצבי לחץ של השוק.

במסגרת התיקון לדירקטיבות, נוספו הוראות המטילות על כל קרן UCITS חובה לבחור לכל הפחות שני כלים לניהול נזילות, מתוך שבעה כלים המפורטים בנספח לתיקון לדירקטיבות, לצורך שימוש אפשרי בהם לטובת המשקיעים בקרן.⁴³ בחירת הכלים תהיה בהתאם למדיניות ואסטרטגיית

⁴¹ שם, בעמ' 23-26.

⁴² Directive (EU) 2024/927 of the European Parliament and of the Council of 13 March 2024. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=OJ:L_202400927 (להלן: **"התיקון לדירקטיבות"**).

⁴³ דירקטיבת ה-UCITS, לעיל ה"ש 29 **שגיאה! הסימניה אינה מוגדרת.**, ב-18a Article וב-ANNEX IIA. עוד נקבע, כי לא ניתן יהיה ליישם רק כלים של עמלת פדיון (Swing Pricing) בקרן וכי בקרן כספית, ניתן יהיה ליישם כלי אחד בלבד.

ההשקעה בקרן, פרופיל הנזילות שלה ומדיניות הפדיונות שלה ולאחר בחירתם קרן ה-UCITS תטמיע נהלים ותהליכים מפורטים ביחס להפעלה וסיום ההפעלה של כלים אלה בקרן. על הכלים שבחרה ליישם ועל הנהלים כאמור, קרן UCITS נדרשת לדווח לרשות הרגולטורית.

כללים דומים נקבעו ביחס לקרנות AIFs פתוחות. על מנהל קרן AIF פתוחה הוטלה חובה לבחור שני כלים לניהול נזילות מתוך מגוון כלים זהה המפורט בנספח לדירקטיבת ה-AIFMD.⁴⁴ לעומת קרנות UCITS ולאור העובדה שקרנות AIF פתוחות משקיעות, מטבען, בנכסים פחות נזילים ועל מנת לחזק את ההגנה על המשקיעים, נקבע כי בכל קרנות ה-AIF הפתוחות מנהלי הקרנות יוכלו להפעיל גם כלי עצירת יצירות ופדיונות ו-Side Pockets. כלים אלה יופעלו רק במקרים יוצאי דופן ובנסיבות שמחייבות ומצדיקות זאת ולטובת בעלי היחידות, כאשר הפעלתם או סיום הפעלתם מחויבים בדיווח על כך לרשויות באותה מדינה זמן סביר לפני כן. החובה להודיע לרשויות על הפעלת כל כלי אחר לניהול נזילות בקרנות AIF פתוחות חלה גם היא בנסיבות בהן הם הופעלו שלא באופן רגיל וככתוב במסמכי הקרן, וזאת על מנת לאפשר לרשויות למנוע זליגה של לחצי הנזילות לתוך השוק הרחב.

על מנת לאפשר את אימוץ הכלים לניהול נזילות בקרנות UCITS ו-AIF פתוחות, התיקון לדירקטיבות מחייב את המדינות החברות באיחוד האירופי להבטיח שלכל הפחות כלי ניהול הנזילות הבאים זמינים לבחירת מנהלי הקרנות: עצירת יצירות ופדיונות; הארכת תקופת הודעת פדיון; עמלת פדיון; Swing Pricing; פדיון בעין; תמחור כפול; הוצאות פדיון (דילול); Side Pockets; וחסמי פדיון, כאשר עצירת יצירות ופדיונות ו-Side Pockets מהווים חלק מהכלים שמהם על קרן AIF פתוחה ליישום אך לא קרן UCITS.

על מנת לוודא אחידות ביישום החובות המוטלות בדירקטיבה ובהגנה על המשקיעים במדינות האיחוד, נקבע בתיקון לדירקטיבות כי ESMA תפרסם כללים המפרטים את המאפיינים של הכלים האמורים ואת הקריטריונים ליישומם ולהפעלתם. בחודש יולי 2024 פרסמה ESMA להתייעצות שני מסמכים המפרטים כללים אלה וב-2026 ב-2026 פורסמו הסטנדרטים הטכניים של כלים לניהול נזילות,⁴⁵ ומסמך הנחיות ליישום כלים לניהול נזילות בקרנות UCITS ובקרנות AIFs של ESMA (להלן: "מסמך ההנחיות ליישום של ESMA").⁴⁶

בהתאם לקבוע בדירקטיבות, ההנחה בבסיס מסמך ההנחיות ליישום של ESMA היא שהאחריות הראשית לניהול סיכונים נזילות היא על מנהלי הקרנות. עם זאת, לשם האחידות, העקביות והשימוש האפקטיבי בכלים, נקבעו בו כללים מנחים אשר הרשויות ומשתתפי השוק נדרשים לעשות כל מאמץ אפשרי ליישם, ביחס ליישום של כל אחד מהכלים לניהול נזילות בקרנות.⁴⁷ בין היתר, קובע מסמך ההנחיות ליישום של ESMA שמנהל קרן UCITS או קרן AIF פתוחה נדרש להתאים את כלי ניהול הנזילות שיטמיע בקרן לכלל מאפייני הקרן הרלוונטיים ובכללם אסטרטגיית ומדיניות ההשקעה

⁴⁴ דירקטיבת ה-AIFMD, לעיל ה"ש 33, Article 16 וב-ANNEX V.

⁴⁵ ראו <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32026R0466>

⁴⁶ ראו [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-03/ESMA34-671404336-](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-03/ESMA34-671404336-1364_Guidelines_on_liquidity_management_tools_of_UCITS_and_open-ended_AIFs.pdf)

[1364 Guidelines on liquidity management tools of UCITS and open-ended AIFs.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-03/ESMA34-671404336-1364_Guidelines_on_liquidity_management_tools_of_UCITS_and_open-ended_AIFs.pdf)

⁴⁷ שם, בעמ' 36.

של הקרן, תדירות היצירה והפדיון של יחידות הקרן ופרופיל הנזילות של הקרן ונכסיה, ולהוכיח לרשות המפקחת, כאשר יידרש לכך, שהפעלת הכלים נעשית לטובת כל בעלי היחידות בקרן. לא הבנתי את התוספת, איך הם יוצרים אחידות? אחידות ביחס למאפייני הקרן הרלוונטיים שעל פיהם יבחר את כלי הנזילות המתאימים ביותר לקרן (יש פירוט של המאפיינים שיש לקחת בחשבון, על אף שבסוף שיקול הדעת הוא של המנהל) וביחס לתפקיד הרגולטור בהקשר של פיקוח על הפעלת הכלים. אם זה מבלבל אפשר להוריד את זה.

במסמך ההנחיות ליישום של ESMA, ESMA מוסיפה על חובת מנהלי הקרנות לבחור לפחות שני כלים מתוך סל הכלים הקבוע בתיקון לדירקטיבות, המלצה למנהלי הקרנות לשיקול בחירה של כלי אחד לפחות מסוג מניעת דילול וכלי אחד לפחות מסוג מניעת גישה להון, כאשר הם רשאים לבחור בכלי אחד שמיועד לשימוש במצבי שוק רגילים וכלי שני שמיועד לשימוש במצבי שוק חריגים, ככל שהדבר מתאים לקרן.⁴⁸ יצוין, כי גורמים בשוק התנגדו לכך ש-ESMA תקבע כלל המגביל את שיקול דעת מנהלי הקרנות בבחירת הכלים בהם ייעשה שימוש בקרן, אולם לאחר בחינת ההערות שהתקבלו, החליטה ESMA להשאיר את ההמלצה על כנה תוך הדגשת החשיבות בשימוש בכלים השונים המיועדים למצבים שונים והשארת שיקול הדעת וההחלטה הסופית אצל מנהלי הקרנות.⁴⁹

⁴⁸ שם, בעמ' 38, בסעיף 15.

⁴⁹ שם, בעמ' 12.