

**הצעה לטייטת הוראה בדבר יעוץ השקעות או שיווק השקעות בנוגע לקרן כספית –  
עדכון המליאה לקראת פרסום להערות ציבור**

הוראה לפי סעיפים 3(א)(14) ו-28(ב) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות  
ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995

**נוסח להערות ציבור**

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום ה- 01 באוקטובר 2023

אנשי קשר: אבי וורשביאק ורז יונאי

טל': 02-6556565, דוא"ל: [Aviw@isa.gov.il](mailto:Aviw@isa.gov.il), [Razy@isa.gov.il](mailto:Razy@isa.gov.il)

נבקש להפנות את תשומת ליבכם לנוהל שפרסמה הרשות בעניין ייזום אסדרה, ראו:  
[http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_7067.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7067.pdf). בהתאם לנוהל זה ההערות המרכזיות  
מאת הציבור יובאו במסמך המרכז את נוסח האסדרה שגובש, תוך ציון שמות המגיבים מקרב  
הציבור. ראו גם סעיף 7 לאותו הנוהל, בדבר בקשות מיוחדות להימנע מפרסום שמי כאמור.

## רקע

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

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

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

לאור האמור, סגל הרשות פרסם להערות ציבור תיקוני חקיקה לפיתוח שוק הכסף<sup>1</sup> (להלן – "הצעה לפיתוח שוק הכסף") ובהמשך לכך, משרד האוצר פרסם להערות ציבור באתר החקיקה הממשלתי את תזכיר חוק קרנות כספיות (תיקוני חקיקה), התשפ"ג–2023 (להלן – "תזכיר קרנות כספיות")<sup>2</sup>, המציעים לתקן את חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994 (להלן – "חוק הקרנות") וכן את חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה–1995 (להלן – "חוק הייעוץ"), במטרה לאפשר השקת קרנות כספיות חדשות כחלק מ"שוק הכסף" בישראל. ההצעה האמורה תאפשר השקעה סולידית יחסית ושקופה באמצעות קרנות כאמור, באופן שניתן להציג באופן שקוף את התשואה הצפויה המשוערת בהן, תוך הרחבת ערוצי ההפצה של קרנות אלו במטרה להנגישן לכלל הציבור, ללא הבחנה באשר לגובה ההשקעה. במסגרת תזכיר החוק האמור, לצד פיתוחן של קרנות אלו, מוצע לבצע תיקון בחוק הייעוץ במטרה לאפשר כניסתם

<sup>1</sup> ר' הצעה לתיקוני חקיקה לפיתוח שוק הכסף שפרסמה הרשות להערות ציבור ביום 13.6.23, [בקישור](#).

<sup>2</sup> ר' תזכיר קרנות כספיות שפורסם להערות ציבור ביום 30.7.23.

של שחקנים חדשים לתחום תיווך ההשקעות בתחום "שוק הכסף", ובתוך כך לשכלל את התחרות בתחום ולהשיא את תשואת הציבור על השקעותיו.

### זיהוי הבעיה וסיבותיה

חוק הייעוץ מסדיר את העיסוק במתן שירותי ייעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות לציבור, ובתוך כך מסמך את רשות ניירות ערך לפקח על תקינות פעילותם של נותני שירותים אלו, לרבות מתן רישיונות לעיסוק בתחום.

שער הכניסה לתחולת חוק הייעוץ עוסק הן בהיבט השירות והן בהיבט המוצר, ובהתאם, מגדיר החוק מתי שירות פיננסי ייחשב "ייעוץ השקעות" ולגבי אלו ניירות ערך ונכסים פיננסיים מתן שירות כאמור יהיה כפוף לתחולת החוק, לרבות החובה להחזיק ברישיון.

בהתאם למצב כיום, קיימת שונות בדרישות החלת חובת הייעוץ בין מוצרי "שוק הכסף" השונים, כך שקרנות כספיות נכנסות לתחולת חובת הייעוץ ברישיון, בעוד שפיקדונות בנקאיים אינם נכנסים תחת חובה זו. בהתאם לכך, הבנקים, אשר הינם יצרני מוצרי הפיקדונות, משווקים אותם ללקוחותיהם באמצעות פקידי הבנק או בפרסומים מטעמם ללא צורך בהליך ייעוץ, וזאת תוך הצגת יתרונותיהם כמוצרים פשוטים, שקופים, בעלי סיכון נמוך והתאמה מסוימת לצורכי הלקוח (משך הפיקדון, ריבית, נקודות יציאה וסוג החשיפה).

על אף שמוצרי הקרנות הכספיות, הן הקרנות הכספיות היומיות הקיימות כיום, והן קרנות כספיות "מועדים קבועים", שהרשות פועלת לקדם במסגרת ההצעה לפיתוח שוק הכסף, דומים במאפייניהם למוצרי הפיקדונות הבנקאיים ומתאפיינים בפשטות יחסית, שקיפות וסיכון נמוך, הם חבים כיום בייעוץ ברישיון, דבר אשר למעשה מייצר פער בתהליך השיווק והמכירתי בין הפיקדונות הבנקאיים לבין הקרנות ועשוי אף לייצר ניגוד עניינים, שאינה לטובת הלקוח.

בהתאם ובמטרה לייצר אחידות בין מוצרי שוק הכסף תוך שמירה מיטבית על ענייני הלקוחות, בחלופה הנבחרת בהצעה לפיתוח שוק הכסף הוצע לקבוע בחוק הייעוץ, כי ייעוץ או שיווק השקעות לגבי קרן כספית יוכל להיעשות לא רק על-ידי בעל רישיון לפי חוק הייעוץ, אלא גם בידי גורמים מפקחים נוספים, מסוג ובהתאם להוראות שתקבע הרשות ביחס לעיסוקו זה.

בבסיס חלופה זו עומדת ההבנה שעצם בחירת הלקוח באפיק השקעה זה המאופיין בסיכון נמוך ובמשך השקעה של עד שנה, מייצר תהליך בירור צרכים מובנה למשקיע המעוניין באפשרות השקעה סולידית לטווח קצר בלבד<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> גישה דומה ננקטה בעבר ביחס לקפי"מ (קרן פקדונות ומלוות), כאשר תקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (נכס לעניין עיסוק פטור מרישיון), התשע"ה – 2014, מחריגות את הקפי"מ מחובת ייעוץ ברישיון. בפועל לא הוקמו קרנות מסוג זה. להרחבה ראו בהצעה לפיתוח שוק הכסף, עמ' 10.

בנוסף, מטעם זה הוצע בהצעה לפיתוח שוק הכסף לקבוע בחוק הייעוץ הקלות גם ביחס לבעל רישיון אשר נותן שירותי יעוץ או שיווק **רק** ביחס לקרן כספית כאמור. על בעל רישיון יחולו במקרה זה חובות אמון וזהירות וכן הוראות לפי סעיף 28 לחוק. בנוסף, אם בעל הרישיון הוא חברה, החברה רשאית שלא להעסיק כעובדים בעלי רישיון, ובלבד שהשירות שניתן על ידם הוא שירות יעוץ או שיווק לגבי קרן כספית בלבד. מתן שירות בנכס נוסף, בין שבתחולת חוק הייעוץ ובין שלא, מחייב עמידה מלאה בהוראות חוק הייעוץ בהתאמה<sup>4</sup>.

### סקירה בינלאומית

כפי שעולה מסקירת דרישות חובת הייעוץ בתחומי השיפוט השונים המפורטת בפרק הסקירה בינלאומית בהצעה לפיתוח שוק הכסף<sup>5</sup>, בתחומי השיפוט שנסקרו נשמרת ההבחנה לעניין קיום חובת הייעוץ ברישיון בין קרנות כספיות לעומת היעדר חובה זו בעבור פיקדונות בנקאיים. עם זאת, החלופה הנבחרת בהצעה מבקשת להציע פתרון ייחודי למוצרי הקרנות הכספיות עם טווח השקעה של עד שנה בלבד, אשר דומים במאפייניהם לפיקדונות הבנקאיים, ובכך לייצר הבחנה בין מוצרי שוק הכסף לבין הקרנות ארוכות הטווח יותר. פתרון ייחודי זה הוצע על רקע המאפיינים הייחודיים של שוק הייעוץ בישראל, המרוכז באופן ניכר בידי הבנקים, כאשר בהתאם לדוח שפורסם בינואר 2023 על ידי הרשות ישנם רק 355 אלף לקוחות מיועצים בבנקים וכ- 94% מיועצי ההשקעות הם במערכי הייעוץ הבנקאיים. יצירת אחידות בדרישות הייעוץ אשר חלות על מוצרים בעלי מאפיינים דומים, עשויה להגביר את התמריץ של גורמים חיצוניים לבנקים להציע השקעה בקרנות כספיות.

### דברי הסבר

במסגרת ההצעה לפיתוח שוק הכסף מוצע להקנות סמכות לרשות בסעיף 3(א)(14) לקבוע סוג גורם מפוקח כהגדרתו בחוק ניירות ערך אשר יוכל לעסוק בייעוץ השקעות או שיווק השקעות לגבי קרן כספית כהגדרתה בחוק השקעות משותפות שלא ברישיון. בהתאם לסמכות זו מוצע להתייחס בהוראה לנושאים הבאים:

- 1) מיהם אותם גורמים מפוקחים אשר יוכלו לעסוק ביעוץ או שיווק השקעות לגבי קרן כספית שלא ברישיון;
- 2) איזה סוג של קרן כספית יוכל להקנות פטור כאמור מחובת רישוי;
- 3) התנאים לפטור מחובת רישיון, אשר יתייחסו למידע אותו ידרשו אותם גופים להציג בעת תיווך קרנות אלו במטרה לשמור על שקיפות והיעדר הטיה וכן להסדרי התגמול שיחולו על גורמים

<sup>4</sup> ראו לעניין זה גם עמדת הסגל בסעיף 2.1.3 [בחזור מקבץ תובנות מביקורת](#).  
<sup>5</sup> שם, עמ' 12.

אלה בקבלת תמורה ממנהל הקרן או מהמפיץ עבור תיווך הקרן הכספית למשקיע **לצמצום ניגוד עניינים**.

**מיהם הגורמים המפוקחים אשר יוכלו לעסוק ביעוץ או שיווק השקעות לגבי קרן כספית שלא ברישיון?**

הגדרת "גורם מפוקח" בחוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 מונה שורה ארוכה של גורמים, אם כי לא כולם מתאימים, בהתאם לאופי פעילותם, לתיווך של קרן כספית למשקיע. אם כן, מוצע כי חברי בורסה, המשמשים גם כמפיצי קרנות נאמנות, מנהלי קרנות נאמנות, תאגידי בנקאיים ותאגידי עזר בנקאיים יוכלו לתווך קרנות כספיות בפטור מרישיון ייעוץ. עוד מוצע כי בעלי רישיון למתן שירות מידע פיננסי ובעתיד גם נותני שירותי תשלום (עם השלמת ההסדרה בעניינם) יהיו רשאים לפעול כאמור, זאת נוכח התפתחותם של שירותים פיננסיים מתקדמים וחדשניים בעת האחרונה והבשלת הרגולציה לפעילותם של גופים אלו, עשויה לאפשר לגופי פינטק חדשים להציע ללקוחותיהם פתרונות מתקדמים וחדשניים אשר יאפשרו ניצול מיטבי של כספי הלקוחות הפנויים, וזאת על בסיס המידע והטכנולוגיה המתקדמים אשר ברשות גופים אלו.

**איזה סוג של קרן כספית יוכל להקנות פטור כאמור מחובת רישוי?**

מוצע לקבוע, כי הפטור מרישיון יינתן רק ביחס לקרנות הכספיות היומיות ובטווח פדיון של שנה ומטה, קרי קרנות כספיות אשר טווח הפדיון שלהן מצוי בטווח הזמנים המאפיין את "שוק הכסף". כפי שהוסבר גם בהצעת פיתוח שוק הכסף, מעבר לטווח זה של שנים עשר חודשים, אנו סבורים שגם תיווך של קרן כספית מצריך רישיון וזאת על מנת לשקף למשקיע את חלופות ההשקעה העומדות בפניו לפרקי זמן ארוכים אלו.

**מהם התנאים לפטור מחובת רישוי?**

בהצעה לפיתוח שוק הכסף מוצע להחיל את חובות האמון והזהירות על אותם גורמים אשר יתווכו קרנות כספיות שלא ברישיון וכן את הוראות הרשות לפי סעיף 28 לחוק הייעוץ<sup>6</sup>. בהוראה זו מוצע לקבוע תנאים נוספים העוסקים בחובות גילוי ללקוח ובצמצום ניגודי עניינים.

**חובות גילוי** - מוצע לקבוע כי מאפייני הקרן הכספית יוצגו למשקיע באופן ברור, פשוט ואחיד, כך שלא יהיה באופן ההצגה כדי להטות לרכישת קרן כזו או אחרת. בהתאם, מקום שבו בחר הגורם המתווך לתת שירות רק ביחס לקרן כספית מסוימת, יינתן גם לכך גילוי מתאים ללקוח.

בין מאפיינים אלה, בין היתר המועד הקבוע בקרן לפדיון וליצירה או האם היא ניתנת לפדיון וליצירה יומיים, התשואה הצפויה בקרן ככל שדווחה, דמי הניהול בקרן, סוג המיסוי החל בפדיון

<sup>6</sup> ראו נוסח מוצע לסעיף 3(4א) לחוק הייעוץ.

הקרן. בנוסף, מוצע כי גורם מתווך יציג למשקיע או יפנה אותו למידע על אודות "שוק הכסף" ומוצרי ההשקעה בו. לעניין זה יצוין כי סגל הרשות יפעל להקמת עמודי תוכן אשר ישקפו מידע זה וניתן יהיה להפנות אליהם או לעשות שימוש בתוכן זה. מובן, כי המצב האופטימלי יהיה מצב עולם בו משקיע יוכל באופן עצמאי להיכנס לאתר הבנק שבו הוא מנהל את חשבונו, ויוצגו לו באופן שוויוני ופשוט כל מוצרי שוק הכסף התחליפיים – פיקדונות הבנק, הקרנות הכספיות בטווח פדיון של עד שנה, מק"מ. זאת גם אם לאותו לקוח טרם הוקם חשבון ניירות ערך.

בנוסף, מוצע לקבוע איסור הטעיה במצגים ללקוחות – חשיבות הגילוי הנאות ללקוחות ואיסור ההטעיה במצגים הניתנים על-ידי בעלי הרישיון עולים מהוראות רבות בחוק, והן הוכרו באופן ברור גם בהלכה הפסוקה.<sup>7</sup>

#### צמצום ניגוד עניינים

ניגודי העניינים בין הגורם המתווך את הקרן הכספית לבין הלקוח נובעים בעיקרם מהסדרי התגמול לגורם המתווך מצד שלישי. יחד עם זאת, גם היום, בעל רישיון שיווק אשר חלות עליו כלל הוראות חוק הייעוץ ואשר רשאי לגבות תמורה שלא מהלקוח עבור תיווך של נכס פיננסי אינו כבול להסדרי תמורה מסוימים או להתקשרות עם מספר יצרנים. עליו לגלות ללקוח את דבר הזיקה ואת הגופים שהוא בעל זיקה לנכסים הפיננסיים שלהם ולוודא התאמה של המוצר ללקוח.

זיקה יכולה להיווצר גם מקום שבו הגורם המתווך, מתווך קרן כספית בניהולו של גורם קשור אליו, ללא קבלת תגמול ממנו. חוק הייעוץ מגדיר "זיקה" של אדם לנכס פיננסי ככל אחד מאלה:

- (1) הנכס הפיננסי הוא בניהולו של אותו אדם או שהונפק או הוצא על ידו;
- (2) אותו אדם, או אחר מטעמו או בעבורו, זכאי, במישרין או בעקיפין, לטובת הנאה בקשר עם ביצוע העסקה בנכס הפיננסי או בקשר עם המשך החזקתו.

לכן גם במקום שבו אין הסדר תגמול בין הגורם המתווך לבין יצרן הקרן הכספית המקורב אליו, על הגורם המתווך לגלות את דבר קיומה של הזיקה.

מגנון תגמול נוסף שאנו למדים עליו בשרשרת הערך של הפצת קרן נאמנות הוא מנגנון עמלת ההפצה. עמלת ההפצה משרתת את הערך התפעולי שבו המפיץ (חבר הבורסה) מקשר את הקרן למערכותיו ומאפשר את ביצוע הפעולות בה. על מנת למנוע ניגודי עניינים בין חבר הבורסה לבין מנהלי קרנות שונים שאת הקרנות שלהם הוא מפיץ ולבין הלקוח אשר בסופו של דבר הוא שמקבל את השירות מחבר הבורסה, סעיף 82 לחוק הקרנות קובע עקרון על לפיו שיעור העמלה שיגבה מפיץ, בקשר עם יחידות של קרנות, פדיון או החזקתן, לא ישתנה עקב כך שהיא נגבית ממנהלי קרנות

<sup>7</sup> ראו לדוגמה: ע"פ 5052/95 שמואל ואקנין ואח' נ' מדינת ישראל (פורסם בנבו, 13.6.96)

שוניים. יתר על כן, מקום שבו המפיץ אינו משווק (לרוב מדובר במפיץ שהוא בנק), חלות עליו תקנות עמלות הפצה אשר קובעות שיעורי עמלת הפצה מרביים לפי סוג קרן. כלומר, החוק מבחין בין מפיץ שהוא משווק לבין מפיץ שאינו משווק מבחינת חומרת הדרישות ממנו באשר להסדרי התמורה בגין הפצת הקרנות.

סעיף 82 לחוק הקרנות אשר קובע כי לא יוצע תשלום או הטבה אחרת בקשר עם רכישה, פדיון, מכירה או החזקה של יחידות, קובע לעקרון זה מספר חריגים, בהם כאמור ההתייחסות לתשלום עמלת הפצה. סעיף קטן (א)(4) באותו סעיף מגדיר חריג נוסף והוא היכולת של משווק ושל מנהל קרן לשלם שכר או עמלה לעובדו או למי שמועסק על ידו, ואינו קובע מעבר לכך הסדרי תמורה כאלה או אחרים. מעמדת הסגל בדבר תשלום עמלת שיווק על ידי מנהל קרן למנהל תיקים בשל רכישת קרנות לתיק מנוהל מספטמבר 2007 עולה כי התקשרות עסקית בין מנהל הקרן לבין מנהל התיקים הינה העסקה ומאפשרת לכן למנהל הקרן להעביר עמלה למנהל התיקים. בהתבסס על כך, יכולת תגמול מסוימת מצד מנהלי הקרנות מתאפשרת כבר כיום.

יחד עם זאת, כאמור בהצעה לפיתוח שוק הכסף, לשון סעיף 82(א)(4) אינה מתייחסת ל"מפיץ" ולכן מוצע לאפשר גם למפיץ להעביר תשלום או עמלה כאמור. מתן אפשרות זו הכרחי לעידוד התחרות בתנאים הוגנים ותוך שמירה על טובת המשקיעים. הדבר אומנם אינו נוגע אך ורק בעולם הקרנות הכספיות, אבל משמעותי בעיקר עם מתן האפשרות לגופים נוספים לתווך קרנות אלה על ידי תגמול – בין אם על ידי מנהל הקרן ובין אם על ידי המפיץ אשר עשוי להתקשר באופן ישיר עם גורמים מתווכים.

כפי שצוין גם בהצעה לפיתוח שוק הכסף, עומדת לרשות האפשרות לעשות בעתיד שימוש בסמכותה לקבוע הוראות אשר יסדירו עוד את נושא התגמול לפי סעיף 82(א)(4), במטרה להבטיח את טובת הלקוח, התנהלותו התקינה של השוק, הצגה ברורה ואחידה של מאפייני הקרנות ללא הטיה ועוד.

בענייננו, נבחנו מספר חלופות להסדרת מודל התגמול אשר מחד גיסא ייצר תמריץ חיובי וערך כלכלי לכניסת הגורמים המפוקחים החדשים לתיווך קרנות כספיות, ומאידך גיסא יצמצם את ניגוד העניינים אל מול הלקוח. כאמור, קבלת תמורה מצדדים שלישיים שאינם הלקוח, עלולה להעמיד את הגורם המתווך במצב של ניגוד עניינים בין אינטרס הלקוח לבין האינטרס של הגורם המתווך בנוגע לתמורה שיקבל מביצוע פעולה עבור הלקוח. **על כן, נשקלו החלופות הבאות:**

#### חלופה מספר 1 – אימוץ עקרון למניעת ניגוד עניינים

בחלופה זו, מוצע לקבוע מנגנון תמורה בדומה למנגנון הקבוע בהוראה לבעלי רישיון למתן שירות מידע פיננסי – תמורה המתקבלת מאחר<sup>8</sup>. בהוראה כאמור לנותן שירות מידע פיננסי, הוחלט בשלב ראשון לאפשר לבעל רישיון לקבל תמורה שאינה מהלקוח ונקבעו בה עקרונות למניעת ניגוד עניינים ולאחר מכן, לאחר התפתחות מודלים עסקיים, הרשות תבחן בשנית ותשקול בשנית סוגיה זו. זאת על מנת שלא למנוע או להגביל מראש את פיתוחם של שירותים שונים שיוצעו ללקוחות בישראל ועל מנת שלא להתערב משמעותית וללא צורך במודלים העסקיים של בעלי הרישיון. בהתאם, בחלופה זו מוצע לקבוע את העקרונות הבאים:

- הגורמים הרלוונטיים יקבעו נהלים שמטרתם להבטיח שהסדרי התמורה שיקבעו לא יפגעו בטובת המשקיע ולא יובילו להטיה בהצגת הקרנות הכספיות, ויתחייבו לפעול על פיהם. כך לדוגמה, תיכלל בנהלים קביעה שמאפייני הצגת הקרנות הכספיות, כגון, מיקום, גודל או בולטות אחרת, לא יותנו בגובה התמורה שתתקבל מצדדים שלישיים.
- אחת לתקופה הגורם המפוקח יודא כי הסדרי התמורה לא פוגעים, הלכה למעשה, בטובת המשקיע.
- הגורם המפוקח יגלה בפני הלקוח כי הוא מקבל תמורה מצד שלישי ויפרט בפני הלקוח את הגורמים מהם הוא מקבל תמורה.

יתרונה של חלופה זו בכך שאינה מייצרת חסם להתפתחות מודל עסקי בכניסה של מתווכים חדשים לשיווק השקעות לגבי קרן כספית (עצם קבלת התמורה מייצרת זיקה של נותן השירות לקרן הכספית). מה גם שמאחר שמדובר בהוראת רשות, ניתן לבחון את אופן היישום בפועל ולהתאים את התנאים והדרישות בהמשך, ככל שימצא שאין בקביעת עקרונות אלה כדי לצמצם באופן מספק את ניגודי העניינים.

חסרונה של חלופה זו בכך שהיא אינה מספקת וודאות ביחס למודל עסקי מהיום הראשון לשחקנים החדשנים אשר ייכנסו לשרשרת הערך בתיווך קרן כספית וגם לא לשחקנים הוותיקים הקיימים, דוגמת מנהלי הקרנות אשר יידרשו לתגמל עבור שירות תיווך זה. בנוסף, מרחב הגמישות עלול להיות מנוצל לרעה ולפגוע בסופו של דבר במשקיע.

**חלופה מספר 2 – קביעה כי תמורה שיגבה גורם מתווך לא תשתנה עקב כך שהיא נגבית ממנהלי קרנות שונים או מחברי בורסה שונים**

יתרונה של חלופה זו בכך שהיא מצמצמת ניגוד עניינים באופן משמעותי כל עוד הגורם המתווך פועל מול יותר מיצרן או חבר בורסה אחד. חסרונה בכך שהיא אינה מאפשרת גמישות ותחרות בתיווך

<sup>8</sup> <https://www.new.isa.gov.il/nav-index/supervised-api/offer>



ההשקעות. כמו כן, היא עלולה לעודד גורם מתווך לעבוד מול יצרן אחד או מול חבר בורסה אחד בכל פעם, כדי לאפשר מעבר עסקי בהתאם לגובה התגמול. התנית התמורה בהתקשרות עם יותר מיצרן או חבר בורסה אחד עלולה להוות חסם משמעותי בשוק ראשוני זה שבו נעשה מאמץ ליצר תמריץ לגורמים מפוקחים לתווך את הקרנות הכספיות.

יתר על כן, קביעת שיעור תמורה אחיד עלולה לייצר יתרון משמעותי בעבור מנהלי קרנות גדולים אל מול מנהלי הקרנות הקטנים יותר, כאשר מנהלי הקרנות הגדולים יוכלו להתקשר עם מתווכים גדולים תוך ניצול יתרון הגודל וקביעת תמורה גבוהה, ובכך לחסום את מנהלי הקרנות הקטנים יותר שיתקשו להתחרות עם שיעור התמורה הנקבע.

### **חלופה מספר 3 – קביעה רגולטורית מהו שיעור העמלה המרבי שמנהל קרן או חבר בורסה רשאים לשלם לגורם מתווך**

יתרונה של חלופה זו ביצירת וודאות מלאה לשחקנים בשרשרת הערך, חדשים כישנים, באשר לגובה התמורה ועלות השירות, ומניעת תשלום מופרז. אך זהו גם חסרונה של חלופה זו, בהיותה שוללת גמישות להתפתחות של מודלים עסקיים שונים. קביעה של שיעור מסוים ברגולציה עלולה להוות חסם כניסה אם אין בשיעור בסיס עסקי מספק, לשני הכיוונים. כמו-כן, קביעת "תקרה" עלולה לגרום להפיכתה לסטנדרט המקובל בשוק ביחס לשיעור עמלה.

**לאחר בחינת היתרונות והחסרונות הגלומים בכל אחת משלוש החלופות המוצגות לעיל, ועל מנת לשמור על איזון בין יצירת תמריץ חיובי וערך כלכלי לכניסת הגורמים המפוקחים החדשים לתיווך קרנות כספיות, לבין צמצום ניגוד העניינים אל מול הלקוח, מוצעת בשלב זה חלופה מספר 1 כחלופה העדיפה וטיטת ההוראה מנוסחת על בסיסה.**

מוצע לקבוע כי הוראה זו תחול גם על בעל רישיון אשר נותן שירותי יעוץ או שיווק רק ביחס לקרנות כספיות המוגדרות לפי הוראה זו כקרנות כספיות יומיות או בטווח פדיון של שנה ומטה, קרי קרנות כספיות אשר טווח הפדיון שלהן מצוי בטווח הזמנים המאפיין את "שוק הכסף". כפי שצוין לעיל, בהתאם להצעה לפיתוח שוק הכסף הוצע לקבוע בחוק הייעוץ הקלות גם ביחס לבעל רישיון אשר נותן שירותי יעוץ או שיווק ביחס לקרנות כספיות כאמור בלבד. במקרה כזה יחולו עליו חובות אמון וזהירות וכן הוראות לפי סעיף 28 לחוק אשר מכוחו מוצע לקבוע גם הוראה זו.

לאחר שתחל הפעילות של הגורמים המתווכים תבחן הרשות את המודלים העסקיים שיתפתחו, ניגודי העניינים העולים מפעילותם ובהתאם לכך, תשוב הרשות ותשקול הוראה זו. בכוונת הרשות לבחון בשנית הוראה זו בנושא התמורה לכל המאוחר בעוד כשנתיים, על כן, על הגורם המתווך קרן כספית לקחת זאת בחשבון בקבעו את הסדרי התמורה בינו לבין הצד השלישי.

## **ההוראה**

**"גורם מפוקח"** – הגורמים הבאים, מבין הגורמים המפוקחים המנויים בהגדרת "גורם מפוקח" בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968:

- (1) חבר בורסה;
- (2) מנהל קרן;
- (3) בעל רישיון למתן שירות מידע פיננסי לפי חוק שירות מידע פיננסי, התשפ"ב-2021;
- (4) תאגיד בנקאי ותאגיד עזר כמשמעותם בחוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א-1981, למעט חברת שירותים משותפת;

**"מועד קבוע"** – כמשמעותו לפי סעיף 47 לחוק השקעות משותפות;

**"יום חישוב מחירים"** – כהגדרתו בחוק השקעות משותפות;

**"קרן כספית"** – כהגדרתה בחוק השקעות משותפות ובלבד שיחידותיה ניתנות לפדיון בכל יום חישוב מחירים או בכל מועד קבוע ובלבד שהתקופות בין מועדים קבועים סמוכים, כפי שנקבע בתשקיף הקרן, אינן עולות על שנים עשר חודשים.

**"שוק הכסף"** – מוצרי השקעה נזילים קצרי טווח, עד שנה, בעלי סיכון אשראי נמוך אשר משרתים, בשל מאפיינים אלו, את הציבות המוניתרית ובכללם פיקדונות בנקאיים, קרנות כספיות ומק"מ (מלווה קצר מועד).

1. גורם מפוקח או בעל רישיון כאמור בסעיף 3(ד) לחוק ומי שעוסק מטעמו, העוסקים ביעוץ השקעות או בשיווק השקעות לגבי קרן כספית בלבד, יהיו פטורים מחובת רישיון לפי חוק זה ובלבד שמילאו אחר כל תנאים אלה:

1.1. מאפייני הקרן הכספית יוצגו למשקיע באופן ברור ופשוט. מקום שבו בחר הגורם המתווך לתת שירות רק ביחס לקרן כספית מסוימת, יינתן לכך גילוי שיבהיר ללקוח עובדה זו.

1.2. יוצג למשקיע הסבר ברור ופשוט על אודות "שוק הכסף" ומוצרי ההשקעה בו.

1.3. גורם מפוקח והעוסקים בשמו או בעל רישיון כאמור בסעיף 3(ד) לחוק, רשאים לקבל תמורה מצד שלישי עבור שיווק קרן כספית, ובלבד שיתקיימו כל אלה:

1.3.1. השירות הניתן בעניין הקרנות הכספיות המוצעות למשקיע, לרבות הצגת הקרנות למשקיע, לא יושפע מהסדרי התמורה;

1.3.2. הגורם המפוקח או בעל הרישיון יקבע נהלים שמטרתם להבטיח שהסדרי התמורה

שיקבעו לא יפגעו בטובת המשקיע, לא יובילו להטיה בהצגת הקרנות הכספיות,

ויפעלו על פיהם. כך לדוגמה, תיכלל בנהלים קביעה שמאפייני הצגת הקרנות

הכספיות, כגון, מיקום, גודל או בולטות אחרת, לא יותנו בגובה התמורה שתקבל

מצדדים שלישיים;

1.3.3. אחת לתקופה יודא הגורם המפוקח או בעל הרישיון כי הסדרי התמורה לא פוגעים, הלכה למעשה, בטובת המשקיע.

1.3.4. הגורם המפוקח או בעל הרישיון ומי שפועל מטעמם יגלה ללקוח כי הוא מקבל תמורה מצד שלישי ויפרט לו את הגורמים מהם הוא מקבל תמורה. יובהר, בהתקיים זיקה של הגורם המתווך או של בעל הרישיון לקרן הכספית המסוימת בשל היותו קשור למנהל הקרן, ינתן גילוי על אודות כך, גם אם לא התקיימו הסדרי תמורה מצד שלישי.

1.4. בפרסום מתן שירותים לא יהיה פרט העלול להטעות משקיע סביר לרבות בכל הנוגע למאפייני השירות ותוחלת הרווח ממנו. לעניין זה, "פרסום" – בין במישרין בין בעקיפין, ובכל דרך, ובכלל זה באמצעות רשת האינטרנט.

## 2. תחילה

תחילתה של הוראה זו עם פרסום הודעה על נתינתה ברשומות.

**בהקשר זה, רשות ניירות ערך תשמח לקבל עמדתכם בשאלות הבאות:**

1. אילו מאפיינים ופרטים על הגורם המתווך להציג ללקוח?
2. האם ישנן חלופות נוספות לחלופה שנבחרה אשר עשויות ליצר איזון ראוי בין יצירת תמריץ חיובי וערך כלכלי לכניסת הגורמים המפוקחים החדשים לתיווך קרנות כספיות, לבין צמצום ניגוד העניינים אל מול הלקוח?
3. מהו אופן הדיווח המתאים עבור יעוץ השקעות או שיווק השקעות בנוגע לקרן כספית בהתאם להוראה זו? האם אופן הדיווח צריך להיות זהה לדיווח שמבוצע בהתאם להוראות הדיווח עבור בעל רישיון? ככל שנדרשים שינויים, אנא פרטו.