

**הצעה לטיוטת הוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר תנאים שיחולו  
ביחס לקרן כספית  
לפי סעיף 49א לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 (להלן- "חוק  
הקרנות" או "החוק")**

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

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

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

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 קשרי ממשל תזכיר חוק, 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. קרנות כאמור יאפשרו השקעה סולידית ושקופה ביחס לתשואה הצפויה המשוערת, תוך

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

הרחבת ערוצי התיאוך של קרנות אלו במטרה להנגישן לכלל הציבור, ללא הבחנה באשר לגובה ההשקעה. במסגרת תזכיר החוק האמור מוצע להסמיך את הרשות לקבוע הוראות ותנאים אשר יחולו ביחס לקרן כספית, לרבות לעניין הנכסים אשר יוחזקו בקרן ומגבלותיהם, אופן חישוב התשואה הצפויה והצגתה, פרטים שיש לכלול בתשקיף ועוד. קביעת ההוראות והתנאים כאמור עתידים לסייע באסדרת פעילותן של הקרנות הכספיות הקיימות, לצד השקתן של הקרנות הכספיות החדשות, קרנות המועדים הקבועים, ובכך לסייע בשכלול וקידום שוק הקרנות הכספיות בפרט, ושוק הכסף בכלל.

#### **זיהוי הבעיה וסיבותיה**

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

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

היבט נוסף העולה מנתוני אופן אחזקת כספי הציבור בבנקים ואשר מקבל משנה תוקף בסביבת הריבית העולה הוא היקף הכספים המוחזקים על ידי הציבור בחשבונות העובר ושב. בהתאם לנתוני בנק ישראל, נכון לחודש יוני 2023, היקף הכספים המוחזקים בחשבונות העובר ושב עומד על כ-487

מיליארדי ₪. כספים אלו לא רק שאינם מייצרים לציבור כל הכנסה, אלא שהם גם מייצגים הפסד ריאלי לציבור כתוצאה משחיקתם עקב נתוני האינפלציה.

לאור האמור לעיל נערכה במסגרת ההצעה לפיתוח שוק הכסף בחינה של מאפייני הקרנות הכספיות אל מול מאפייני הפיקדונות הבנקאיים במטרה לעדכן את האסדרה הקיימת כיום כך שמוצרי הקרנות הכספיות אכן יוכלו להוות תחליף הולם, נגיש ותחרותי בתוך שוק הכסף. מרכיב מרכזי נוסף העומד בתכלית מאמץ זה הינו הגברת נגישות הציבור אל "שוק הכסף", באופן אשר יאפשר לציבור חשיפה אל מגוון המוצרים הקיימים בו, ובפרט חשיפה אל מוצרי הקרנות הכספיות וליתרונות הגלומים במוצר זה. מרכיב זה הינו חלק מהמאמץ לשיפור החינוך הפיננסי בקרב הציבור הרחב.

בהתאם לתובנות ההצעה לפיתוח שוק הכסף, טיוטת הוראה זו נועדה לקבוע את הכללים והמגבלות אשר יחולו על קרנות כספיות ולהסדיר את אופן פעילותן במטרה לאפשר לקרנות הכספיות למצב את עצמן כאלטרנטיבה לפיקדונות הבנקאיים. בפרט, בעת גיבוש הוראה זו נדונו הן נושאים וסוגיות הנוגעים לפעילות הקרנות הכספיות הקיימות, והן נושאים וסוגיות הנוגעים לקרנות הכספיות החדשות, קרנות המועדים הקבועים.

#### **דברי הסבר**

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

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

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

בהתאם להצעה המוצעת, מעוד הפדיון בפועל של מרבית נכסי הקרן יהיה טרם המועד הקבוע העוקב. כלומר, לא מדובר בנכסים ארוכי טווח אותם יידרש מנהל הקרן לממש באופן אקטיבי בשוק, אלא נכסים אשר מועד פדיונם על פי תנאיהם יהיה בטרם המועד הקבוע העוקב. על יתרת נכסי הקרן אשר מועד פדיונם מאוחר מהמועד הקבוע העוקב יחולו מגבלות המח"מ המפורטות בהוראה.

לעניין יצירה ופדיון היחידות, בהתאם לטיטוט ההוראה המוצעת אחזקת הלקוחות ביחידות הקרן "תגולגל" לאינטרוול הזמן הבא, אלא אם הלקוח מחזיק היחידות יגיש בקשה לפדותן. בהקשר זה יצויין כי בהתאם לטיטוט ההוראה המוצעת, לקוחות יהיו רשאים להגיש בקשה לפדות את יחידותיהם החל מהמועד הקבוע, כך שלמעשה עומדת להם היכולת והזכות לבחור כי השקעתם בקרן תהיה חד פעמית ולא תגולגל בפועל. האינדיקציה שמקבל מנהל הקרן ביחס לפדיונות והיצירות הצפויים לקראת המועד הקבוע הסמוך מסייעים בידו להיערך.

לעניין הנכסים בהן רשאיות קרנות אלו להשקיע והמגבלות עליהם, סגל הרשות מצא לנכון שעל מנת לשמר את פרופיל הסיכון הנמוך המאפיין את הקרנות הכספיות, לא יהיו הבדלים בסוגי הנכסים והמגבלות בין קרנות כספיות יומיות לקרנות כספיות מועדים קבועים, וזאת למעט מספר התאמות הנוגעות לתקופות לפדיון של הנכסים השונים ומגבלות החזקה בהם, הנובעות ממאפייני הקרנות החדשות. בהתאם לכך, ההוראה מרכזת את מכלול ההוראות אשר יחולו ביחס לקרנות כספיות, הן קרנות יומיות והן קרנות מועדים קבועים ומבחינה זו מעגנת את מרבית ההוראות הקיימות כיום כבר בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ד – 1994 (להלן – "תקנות הנכסים"), כך למשל, מגבלות דירוג מינימאלי לאג"ח קונצרני, יתרה מקסימלית לפדיון אג"ח, מגבלות להחזקת תעודות חוב וכו'. עם זאת, תנאים אשר קבועים בתקנות הנכסים אשר חלים ביחס לכל סוג של קרן נאמנות יוסיפו לחול כמובן גם על קרן כספית בהתאם לקבוע בתקנות.

היבטים ייחודיים נוספים אשר נבחנו בעת גיבוש תהליך האסדרה נוגעים ליכולת מנהלי הקרנות להציג תשואה צפויה בעבור קרנות המועדים הקבועים, אופן חישוב והצגת התשואה ואופן פרסומה ללקוח. טיטוט ההוראה המצורפת מייצגת את עמדת סגל הרשות המבקשת לאזן בין הרצון לאפשר גמישות מירבית למנהל הקרן בניהול השקעותיו, הרצון לאפשר השקת מוצר תחרותי ושיווקי, והחובה לשמור על טובת הלקוח ואיסור הטייתו. לאור זאת, טיטוט הוראה זו מציעה כי הגישה המיטבית לאיזון זה תתאפשר באמצעות הקביעה כי הצגת התשואה הצפויה תתבסס על כך שמרבית נכסי הקרן, 75% לפחות, יהיו נכסים אשר מועד פדיונם בטרם המועד הקבוע. כמו כן, על מנת לאפשר גמישות עסקית למנהלי הקרנות, טיטוט ההוראה מציעה שלא לקבוע מועד מסוים בו יידרש מנהל הקרן לפרסם את התשואה הצפויה, אלא מאפשרת למנהל הקרן לפרסם את התשואה הצפויה במועד בו יש לו את היכולת ואת הנתונים הנדרשים על מנת לחשב את אומדן התשואה באופן ראוי.<sup>2</sup>

נוסף על נושאים אלו ונושאים המגדירים את אופן הדיווח ועדכון התשואה בקרנות החדשות, טיטוט הוראה זו עוסקת גם בשינוי מצומצם של מגבלות הנכסים החלות כיום, הן על קרנות קיימות והן על קרנות כספיות מועדים קבועים. טיטוט ההוראה מציעה להגדיל את ההיקף המקסימלי של שווי מזומנים ופקדונות לזמן קצוב המופקדים בבנק כלשהו מ-25% ל-35% משווי נכסי הקרן וכן מציעה לאפשר למנהל קרן לקנות ולהחזיק בקרן נאמנות שבניהולו קרן כספית.<sup>3</sup> כמו כן, נבחנת האפשרות לאפשר פעילות בעסקאות מכר חוזר ("עסקאות REPO") בקרנות כספיות בתנאים מסויים. **לצורך כך ובעניינים נוספים נוסחו שאלות קונקרטיות לגביהן מתבקשות הערות ציבור.**

כחלק מגיבוש טיטוט ההוראה המצורפת בחן סגל הרשות מגוון חלופות ופתרונות אשר נועדו לגבש ולהסדיר את מאפייני הקרנות הכספיות, הן היומיות הקיימות והן קרנות המועדים הקבועים החדשות, באופן אשר יאפשר להן להפוך לאלטרנטיבה משמעותית יותר בשוק הכסף בעבור הצרכן.

החלופות והפתרונות המרכזיים יפורטו להלן ולצידם ציון החלופה המוצעת ליישום אשר מקבלת ביטוי גם בנוסח טיטוט ההוראה המוצע.

<sup>2</sup> להרחבה בדבר החלופות והפתרונות שנבחנו ביחס לאופן חישוב התשואה הצפויה והצגתה, ראו התייחסות רלוונטית במסמך הערכת השפעות האסדרה המצורף כנספח.

<sup>3</sup> להרחבת הדיון בדבר הצעות אלו, לרבות סקירה בינלאומית השוואתית, ראו התייחסות רלוונטית במסמך הערכת השפעות האסדרה המצורף כנספח.

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

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

#### 1. תשואה צפויה

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

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

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

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

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

א. מאפייני נכסי הקרן עליהם תבוסס התשואה הצפויה

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

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

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

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

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



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

ניתן להתמודד עם חששות אלו על ידי צמצום מרחב חופש הפעולה המוענק למנהלי הקרנות והגבלת הרכיב הנפדה לאחר המועד הקבוע ל-25% בלבד משווי נכסי הקרן, וכן על ידי הבהרה כי התשואה הצפויה תחושב בדרך המקובלת, קרי באופן אחיד בין מנהלי הקרנות באופן אשר יצמצם את שונות ההצגה, יכיל מנגנון חישוב הלוקח בחשבון את אי הוודאות האמורה (מנגנון כיסוח) ויצמצם את סיכון הטיית הלוקוח.

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

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

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

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

**כאמור יבוא לידי ביטוי באופן חישוב התשואה הצפויה של הקרן, שיבוצע באופן שמרני יותר עבור רכיב זה, ועל פי מנגנון חישוב מקובל אשר יצמצם את השונות בין מנהלי הקרנות השונים.**

ב. עיתוי פרסום נתון תשואה צפויה בקרן

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

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

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

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

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

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

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

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

**מתוך סקירת החלופות המתוארת לעיל ביחס לעיתוי פרסום נתון תשואה צפויה בקרן, ולאחר שקלול היתרונות והחסרונות בכל אחת מהחלופות, לראייתנו נכון יהיה ליישם את חלופה מספר 2 המאפשרת למנהל הקרן לפרסם את התשואה הצפויה בעת שיש לו את היכולת והנתונים הנדרשים על מנת לחשב את אומדן התשואה באופן ראוי.**

חלופה זו מאפשרת למנהל הקרן גמישות מקסימלית, תוך שקלול ההיבטים העסקיים והשיווקיים הרלוונטיים לכל מנהל קרן ולכל הרכב של קרן, וזאת לצד קביעת מגבלות ודרישות אשר נועדו לשקף ללקוח את מידת ההתאמה בין התשואה הצפויה לתשואה בפועל אותה השיג מנהל הקרן בעבר, כך שהלקוח יקבל תמונה שקופה ומלאה אשר עשויה לצמצם את תיאבון הסיכון של מנהל הקרן להציג תשואה שאינה מספיק מדויקת זמן רב מראש.

## **2. מגבלת החזקת פיקדונות לזמן קצוב**

תקנות הנכסים קובעות מגבלות השקעה של קרנות נאמנות בנכסים לא סחירים, ובפרט קובעות כי בקרן כספית - שווי פקדונות לזמן קצוב לתקופה העולה על שבעה ימי עסקים<sup>4</sup> יחד עם שווי תעודות

<sup>4</sup> יצוין כי קיימות מגבלות נוספות בנוגע לתקופת הפיקדון בתקנות הנכסים.

חוב שיש בידי מנהל הקרן התחייבות המנפיק לפדותן בתוך 7 עד 90 ימי עסקים לא יעלה על חמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

במסגרת תיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 28), התשע"ז-2017, תעודות הסל הפכו לקרנות נאמנות המוסדרות באופן מפורט ומחייב תחת חוק הקרנות. מעבר זה כלל בין היתר היקפים גבוהים מאוד של תעודות סל אשר מתחקות אחר המדד שאחריו עוקבות באמצעות פעילות בנגזרים וכתוצאה מכך עם יתרת מזומנים גבוהה שהושקעה בשיעור גבוה בפיקדונות לזמן קצוב.

בשיח שקיים הסגל באותה העת, עם גופים המנהלים קרנות נאמנות, ובפרט קרנות מחקות וסל, עלה כי לאור היקף המזומנים שיוחזקו בהן בעקבות התחקות אחר המדד באמצעות פעילות בנגזרים, נדרש הסדר ייעודי אשר יאפשר החזקת פיקדונות לזמן קצוב בשיעור גבוה מזה שהתאפשר על פי תקנות הנכסים. ההבנה היתה כי החלת הסדר ייעודי כאמור נדרשת גם ביחס לקרנות כספיות, שאף הן מתאפיינות בהחזקת מזומנים בשיעור גבוהים, וכן לנוכח סביבת הריבית הקיימת, דאז, וחלופות ההשקעה המוגבלות. בהתאם אישרה הרשות הוראה זמנית למנהלי קרנות ונאמנים בדבר שווי פיקדונות לזמן קצוב (להלן: "ההוראה הזמנית") מכוח סמכותה לפי סעיף 65א לחוק הקרנות. ההוראה התירה החזקה בפקדונות לזמן קצוב בקרנות שעיקר ניהול ההשקעות בהן הוא בפעילות בנגזרים (המאפיין קרנות מחקות) ובקרנות כספיות, בשיעור של עד 20% משווי נכסי הקרן ואף בשיעור גבוה יותר בתנאים מסוימים ובלבד ששיעור החזקה בקרן גדל באופן פאסיבי, היינו בשל קיטון בשווי הנכסים בקרן ולא בשל ביצוע עסקאות נוספות.

ההוראה הזמנית פורסמה ביולי 2018 ופקעה בחלוף שנתיים ותשעה חודשים<sup>5</sup>, מה שאפשר לסגל לבחון וללמוד את אופן התנהלות השוק תחת אותה ההקלה שניתנה במסגרת ההוראה הזמנית. ההוראה לא עוגנה בתקנות ולכן בסיום מיצוי תקופות הארכה על פי דין היא פקעה באופן סופי.

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

---

<sup>5</sup> תוקפה של הוראה זמנית מכוח סעיף 65א לחוק הקרנות לא יעלה על שנתיים וחצי, אולם, ההוראה הזמנית הוארכה בשלושה חודשים נוספים לאור פיזור הכנסת באותה העת, פקיעת ההוראה נדחתה בשלושה חודשים.

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

נוכח המתואר לעיל, נחה דעתו של הסגל, כי יש מקום לעגן את ההסדר המקל, כפי שנקבע בהוראה הזמנית לעניין שווי פיקדונות לזמן קצוב שנקבע בהוראה הזמנית במסגרת הוראה זו לעניין קרנות כספיות. יתרה מכך, במהלך שנת 2020 נכנסה לתוקף הוראת ניהול סיכונים<sup>6</sup> אשר קובעת עקרונות ותהליכים על פיהם יקיים מנהל הקרן תהליך ניהול סיכונים ראוי אשר יאפשר לו לנהל את הסיכונים הגלומים בפעילות הקרנות שבניהולו וביניהם את סיכון הנזילות, באופן מיטבי. לאור ההוראה הושם דגש רב יותר מצד מנהלי הקרנות על תחום ניהול הסיכונים בכלל וניהול סיכוני הנזילות בפרט. בין היתר, מונו מנהלי סיכונים בכל מנהלי הקרנות, נערכו סקרי סיכונים, עודכנו נהלים קיימים וחודדו הבקורות בתחום.

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

### 3. מגבלות פיזור של קרנות נאמנות בין בנקים

**בישראל**, מגבלות הפיזור של אחזקותיה של קרן נאמנות בין בנקים מוגדרת בתקנות הנכסים בפרק ג', אשר עוסק בשיעורי האחזקה המקסימליים של קרן בסוגי נכסים שונים ובמגבלות מנפיק. תקנה

<sup>6</sup> הוראה למנהלי קרנות נאמנות בדבר ניהול סיכונים הוראה לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994.

11א לתקנות אלה המתייחסת לשיעור המרבי לפקדונות ומזומנים, קובעת ששווי המזומנים והפקדונות לזמן קצוב המופקדים בבנק כלשהו לא יעלה על 25% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.<sup>7</sup>

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

**באיחוד האירופי**, דרישות הפיזור של קרנות נאמנות בין בנקים אינן נקבעות באופן מפורש, אלא מוצגות כסטנדרטים בדירקטיבות מכוחן פועל האיחוד. בדירקטיבת Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), אשר קובעת את הכללים להקמה, ניהול והפצה של קרנות נאמנות למשקיעי Retail באיחוד האירופי, נקבע שקרן UCITS לא תוכל להחזיק מעל 20% מהפיקדונות שלה במוסד בודד.<sup>8</sup>

התייחסות ספציפית מוקדשת למגבלות הפיזור של קרנות כספיות, במסגרת דירקטיבת Money Market Funds של האיחוד האירופי. חלק II של הרגולציה עוסק בהנחיות ביחס למדיניות ההשקעה וניהול הנכסים של קרנות שוק הכסף, וקובע, בין היתר, את התקרה שחלה על אחזקה של

---

<sup>7</sup> סעיף 11א.ג), תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ה-1994. [https://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_6846.pdf](https://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_6846.pdf)

<sup>8</sup> "A UCITS Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), Article 52 1.(b), shall invest no more than: 20% of its assets in deposits made with the same body".

ולאחר מכן:

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

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

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

נכסי קרן במוסד בודד. Article 17 קובע שקרן כספית לא תחזיק יותר מ-15% מנכסיה שמהווים פיקדונות, השקעות בנכסי שוק הכסף, איגוח וניירות ערך מסחריים מגובים שלה בגוף בודד. עם זאת, במידה שמבנה השוק במדינה בה התאגדה הקרן הכספית הוא כזה שלא קיימים מספיק מוסדות פיננסיים כדי למלא את דרישות הפיזור, והקרן לא יכולה באופן יעיל כלכלית לעשות שימוש במוסד פיננסי של מדינה חברה אחרת באיחוד, ניתן להעלות את תקרת ההחזקה עד ל-20% מהנכסים בגוף בודד.<sup>9</sup>

מגבלות אלה אמנם נמוכות ממגבלות הפיזור בין בנקים שחלות על קרנות כספיות כיום בישראל, אך הן משקפות והולמות את היקפו הנרחב של מערך הבנקאות באיחוד האירופי ובעולם. בארצות הברית פעלו ב-2022 מעל 4,000 בנקים מסחריים והוענקו 12 רישיונות חדשים לניהול בנק,<sup>10</sup> ומעל 500 אגודות חיסכון.<sup>11</sup> באיחוד האירופי, המדינה בה פועל המספר הגדול ביותר של בנקים היא גרמניה בה ישנם 1381 בנקים, כאשר באוסטריה, פולין ואיטליה פועלים מעל 400 בנקים בכל אחת מהן; בצרפת פועלים 394,<sup>12</sup> ובאנגליה פועלים 301 בנקים.<sup>13</sup>

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

REGULATION (EU) 2017/1131... on money market funds, Article 17, 6. [https://eur-](https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1131/oj?)<sup>9</sup>

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

<https://banks.data.fdic.gov/explore/historical?displayFields=STNAME%2CTOTAL%2CBRANCHES%2C><sup>10</sup>

[New Char&selectedEndDate=2022&selectedReport=CBS&selectedStartDate=1934&selectedStates=0](https://banks.data.fdic.gov/explore/historical?displayFields=STNAME%2CTOTAL%2CBRANCHES%2C)

[New Char&selectedEndDate=2022&selectedReport=CBS&selectedStartDate=1934&selectedStates=0](https://banks.data.fdic.gov/explore/historical?displayFields=STNAME%2CTOTAL%2CBRANCHES%2C)  
&sortField=YEAR&sortOrder=desc

<https://banks.data.fdic.gov/explore/historical?displayFields=STNAME%2CSAVINGS%2Cnewcount%2><sup>11</sup>

[Cchartoth%2Ctochrt&selectedEndDate=2022&selectedReport=SIS&selectedStartDate=1934&selected](https://banks.data.fdic.gov/explore/historical?displayFields=STNAME%2CSAVINGS%2Cnewcount%2)

[Cchartoth%2Ctochrt&selectedEndDate=2022&selectedReport=SIS&selectedStartDate=1934&selected](https://banks.data.fdic.gov/explore/historical?displayFields=STNAME%2CSAVINGS%2Cnewcount%2)  
States=0&sortField=YEAR&sortOrder=desc

Number of banks in Europe as of June 2023, by country, Statista <sup>12</sup>

<https://thebanks.eu/banks-by-country/United-Kingdom> <sup>13</sup>

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

יצויין כי גישה דומה כבר נקבעה על ידי סגל הרשות בהוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר סיכוני קסטודי וסיכוני אשראי (להלן: "הוראת הקסטודי"), אשר קבעה כי מגבלת החשיפה לבנק בודד לא תעלה על 33%.<sup>14</sup>

#### 4. החזקת קרן כספית בקרן

קרנות כספיות מהוות חלק אינטגרלי משוק הכסף ויכולות לשמש כמוצרים תחליפיים למזומן ולפקדונות הבנקאיים. מעצם כך, קרנות כספיות יכולות לשמש כפתרון בעבור רכיב הנזילות בתיק ההשקעות של קרנות נאמנות, ובכך לאפשר למנהלי הקרנות מגוון רחב יותר של פתרונות נזילות ואפשרות להשיא תשואה בגין הרכיב הנזילי, גם אם רכיב זה אינו עולה לכדי סכום השקעתי גבוה.

להלן תובא בחינת מגבלות ההחזקה של יחידות של קרן נאמנות בקרן אחרת או במוצרים פנסיוניים:

#### ישראל

החזקת יחידות של קרנות נאמנות בקרנות נאמנות אחרות:

בישראל, מגבלות ההחזקה ביחס לבעלות של סוגים שונים של קרנות נאמנות ביחידות של קרנות אחרות נקבעות בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן

<sup>14</sup> בהקשר זה יצויין כי מגבלת החשיפה לבנק בהוראת הקסטודי מתייחסת לחשיפות נוספות, בנוסף למזומנים ופקדונות.



ושיעוריהם המרביים). התקנות קובעות שקרן נאמנות פתוחה,<sup>15</sup> מורשית להחזיק ביחידות של קרן סגורה שאינה קרן מחקה; קרן מחקה, קרן חוץ, וקרן חוץ שהיא קרן אינדקס, במגבלות שנקבעות בתקנה המגדירה.

כמו כן, התקנות דנות בהנחיות ביחס לאגדי קרנות. קרן "אגד ישראלי",<sup>16</sup> תהיה רשאית להחזיק, לפי התנאים שנקבעו בהוראה, ביחידות של סוגים מסוימים של קרנות פתוחות,<sup>17</sup> של קרנות מחקות,<sup>18</sup> ושל קרן חוץ.

בתוך כך, פרק ג' לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים) קובע את שיעורי ההחזקה המרביים בקרנות נאמנות.<sup>19</sup> המגבלה הבסיסית שנקבעה בתקנות מגדירה שביחס לניירות ערך, ניירות ערך חוץ, יחידות של קרן מחקה ומניות של קרן אינדקס שהוציא תאגיד, ניתן להחזיק ביחידות בעד ל-10% מהשווי הנקי של נכסי הקרן. עם זאת, ההוראה כוללת החרגות ספציפיות ביחס לקרנות מחקות ואגדי קרנות.

כפל דמי ניהול בקרנות שמחזיקות ביחידות של קרנות אחרות:

בישראל התקנות שנקבעו מכוח חוק השקעות משותפות בנאמנות קובעות מגבלות על היכולת של מנהלי קרנות לגבות מבעלי היחידות כפל דמי ניהול, כתוצאה מפעולות רכישה שהם מבצעים ביחס ליחידות של קרנות נאמנות אחרות. תקנה 12א לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים) מחילה איסור לגבות דמי ניהול בקרנות מסוג אגד קרנות ישראלי וקרן מחקה משולבת קרנות. כמו כן, תקנה 2 קובעת רף דמי ניהול בגין החזקה של

---

<sup>15</sup> "נכסים בקרן פתוחה", תקנה 2. תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ה-1994.

[https://www.isa.gov.il/%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%20%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Legislation/Rules%20under%20the%20supervision%20authority/86/Documents/IsaFile\\_0212143.pdf](https://www.isa.gov.il/%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%20%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Legislation/Rules%20under%20the%20supervision%20authority/86/Documents/IsaFile_0212143.pdf)

<sup>16</sup> שם, תקנה ב2.

<sup>17</sup> שם, תקנה ג2.

<sup>18</sup> שם, תקנה ד2.

<sup>19</sup> שם, תקנה 5.

קרן בקרן מחקה (ס"ק (9א(א)) ובקרן חוץ שהיא קרן אינדקס (9ב(1)). בנוסף, תקנה 13 לתקנות קרנות מחקות,<sup>20</sup> מאפשרת החזר דמי ניהול ממנהל קרן מחקה, למחזיק יחידות שהוא משקיע מוסדי.

#### מגבלות החלות על גופים מוסדיים

לאחרונה שונו הכללים החלים על הגופים המוסדיים כך שבוטלה המגבלה בדבר הוצאות ישירות שניתן לגבות בשל ביצוע עסקאות, אשר עמדה על 0.25% מסך כל השווי המשוער של נכסי המשקיע המוסדי<sup>21</sup>. חלף המגבלה נקבע, ככלל, כי המשקיע המוסדי יחליט לגבי כל מסלול השקעה שבניהולו מהו השיעור ההוצאות הישירות המרבי שיקבע וכי עליו לתת גילוי לגבי מגבלה כאמור שקבע.

כמו כן, ביחס לקרן נאמנות, קובעת הרגולציה כי גוף מוסדי רשאי להחזיק קרן רק אם 75% מנכסי הקרן מושקעים בחו"ל ומנהל הקרן אינו צד קשור לגוף המוסדי.

ביחס לקרנות סל, גוף מוסדי רשאי להחזיק קרנות סל שעוקבות אחר מדדים בהם החשיפה לנכסים שהונפקו בישראל היא לפחות 75% (ורק עבור מדדים כאמור שעומדים בתנאים שנקבעו בפרק ניהול נכסי השקעה בחוזר המאוחד שפורסם על ידי רשות ההון), ודמי הניהול בהם לא עולים על 0.1% משווי נכסי הקרן.

#### סקירה בתחומי שיפוט מובילים

מגבלות החזקה בקרן בארצות הברית:

<sup>20</sup> "תנאים שבהם רשאי מנהל קרן מחקה לשלם תשלום למי שמחזיק יחידות של קרן שבניהולו", תקנה 13. תקנות השקעות משותפות בנאמנות (קרנות מחקות), התשע"ח-2018.

<https://www.isa.gov.il/%D7%97%D7%A7%D7%99%D7%A7%D7%94%20%D7%95%D7%90%D7%9B%D7%99%D7%A4%D7%94/Legislation/Rules%20under%20the%20supervision%20authority/86/Documents/Hashka26.pdf>

<sup>21</sup> בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), התשס"ח-2008

בארצות הברית, ה-Investment Company Act of 1940, חוק ההשקעות האמריקאי,<sup>22</sup> קובע ביחס לקרן נאמנות האם היא חברת השקעות מגוונת (diversified), או לא-מגוונת (non-diversified). במידה וקרן מקיימת את התנאים שעושים אותה לקרן מגוונת, החוק מגדיר את מגבלות הגיוון שלה.<sup>23</sup> קרן מגוונת, היא כל קרן אשר עומדת בכלל 5-10-75 :

• 75% מערך כלל נכסי הקרן (value of its total assets) מוחזק בסוגי הנכסים המאושרים הבאים :

- Cash, cash items (including receivables) (מזומן);
- Government Securities (ניירות ערך ממשלתיים);
- Securities of other investment companies (ניירות ערך של מנפיקים אחרים);
- Other securities.

• עד 5% מנכסי הקרן מקורם יהיה במנפיק בודד;

• ביחס למנפיק בודד, הקרן תחזיק ב-עד 10% ממניותיו שכוללות זכויות הצבעה.

בנוסף, פרק 12 לחוק ההשקעות האמריקאי קובע שקרן לא תוכל לרכוש יחידות של קרן אחרת, בהתקיים כל אחד מהתנאים הבאים:<sup>24</sup>

1. אם מיד לאחר רכישת היחידות, הקרן תחזיק במעל 3% מזכויות הצבעה בקרן;
2. אם מיד לאחר רכישת היחידות, שווי היחידות הנרכשות בקרן עולה על 5% משווי נכסי הקרן הרוכשת;
3. אם מיד לאחר רכישת היחידות, שוויין של סך כל היחידות המוחזקות עולה על 10% משווי נכסי הקרן המחזיקה.

כפל דמי ניהול בקרנות שמחזיקות ביחידות של קרנות אחרות :

בארצות הברית, סוגיית דמי הניהול בקרנות שמחזיקות ביחידות של קרנות אחרות לא מוגדרת בחוק. במקום זאת, חוק ההשקעות האמריקאי קובע שקרנות נאמנות ינגישו לציבור הרוכשים

<sup>22</sup> Investment Company Act of 1940, [https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-](https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf)

[1879/pdf/COMPS-1879.pdf](https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1879/pdf/COMPS-1879.pdf)

<sup>23</sup> Investment Company Act, Section 8(b)(1)

<sup>24</sup> שם, Section 12(d)(1)(A).

ולבעלי היחידות בקרנות את המידע אודות הוצאות הקרן על-גבי טופס הרישום למסחר או תשקיף הקרן, בפרק המיועד לכך.<sup>25</sup> מבחינת פרקים אלה בתשקיפי קרנות, נמצא שמנהלי קרנות כמו Vanguard ו-BlackRock מבצעים ויתור חוזי על כפל דמי ניהול ביחס לרכישת יחידות של קרנות מבית השקעות שלהם או מבתי השקעות ממשפחת החברות שלהם. תופעה זו מתכתבת עם ההנחיות למילוי המידע הנדרש בתשקיף הקרן, ומלמדת שאין איסור בחוק על גבייה גבוהה יותר של דמי ניהול, כאשר קרן נאמנות רוכשת את יחידותיה של קרן נאמנות אחרת.

פרק Annual Fund Operating Expenses בטופס הרישום למסחר של קרנות נאמנות פתוחות כמו קרנות כספיות,<sup>26</sup> דן בדמי הניהול (Management Fees), בתגמול למשווקים (Distribution Fees), בהוצאות הקרן האחרות (Other Expenses) ובכלל עלויות התפעול השנתיות של הקרן (Total Annual Fund Operating Expenses). לפי סעיף 3.(f)(i) למסמך ההנחיות למילוי טופס הרישום למסחר, כאשר קרן נאמנות שאינה Feeder Fund רוכשת יחידות של קרן אחת או יותר, נדרש לדווח על ההוצאות הנלוות שהקרן נדרשת בהן כתוצאה מרכישת יחידות הקרן בתת-סעיף נפרד שייקרא "Acquired Fund Fees and Expenses", תחת סעיף עלויות התפעול השנתיות של הקרן, או תחת הוצאות הקרן האחרות.

לפי סעיף 3.(f)(ii)(i), נראה את הוצאות הקרן הנרכשת ככוללות את:<sup>27</sup>

"Acquired Fund expenses include increases resulting from brokerage service and expense offset arrangements and reductions resulting from fee waivers or reimbursements by the Acquired Funds' investment advisers or sponsors"

אך לא כוללות את:

"Acquired Fund expenses do not include expenses (i.e., performance fees) that are incurred solely upon the realization and/or distribution of a gain".

---

<sup>25</sup> טופס N-1A ביחס לקרנות נאמנות שנוקטות במודל של פדיון פתוח, למשל קרנות שוק הכסף; טופס N2 ביחס לקרנות נאמנות שנוקטות במודל שסגור לפדיונות.

<sup>26</sup> Form N-1A, registration form for open-end management investment companies. סעיף 3. בעמוד 6.

<https://www.sec.gov/files/formn-1a.pdf>

<sup>27</sup> שם, עמוד 9.

עם זאת, המסמך לא מציע מגבלה על גובה דמי הניהול הנגבים כתוצאה מרכישה של קרן נאמנות אחת את יחידותיה של קרן נאמנות אחרת, ואף קובע שכאשר אלה לא עולים על 0.01% משווי הנכסים הממוצע של הקרן - average net assets of the fund, הקרן יכולה לכלול אותם תחת Other Expenses במקום לפרט אותן. נתונים אלה, בשילוב האמור לעיל ביחס לויתור החוזי על כפל דמי ניהול שנידון לעיל, מלמדים שבארצות הברית אין מגבלה בחוק על כפל דמי ניהול אלא דרישה לגילוי לגביו.

מגבלות החזקה בקרן בקנדה:

פרק 2 לחוק ההשקעות הקנדי (National Instrument 81-102 Investment Funds) קובע את חובות הפיזור של קרנות, בהן קרנות נאמנות. ביחס לקרן נאמנות, מגבלות הגיוון קובעות שניתן להחזיק עד 10% מ-NAV של הקרן בניי"ע של מנפיק בודד, אך מהגדרה זו מוחרגת בין היתר החזקה ביחידות של קרנות נאמנות ומוצרי Exchange-Traded Funds, כך שעל פניו נראה שקרן נאמנות יכולה להחזיק 100% מה-NAV שלה ביחידות של קרנות אחרות. בנוסף, קרן נאמנות יכולה להחזיק עד 10% מה-NAV שלה ביחידות של קרן נאמנות אלטרנטיבית או non-redeemable investment fund.

כפל דמי ניהול בקרנות שמחזיקות ביחידות של קרנות אחרות בקנדה:

טופס 81-101F1 נועד להנגיש למנהלי הקרנות את התוכן שחובה שיהיה בתשקיף הקרן שלהם, ומכיל תבנית לתוכה יוצקים מנהלי הקרנות את התוכן. בין היתר, סעיף 9.1 להלן כולל את הגילויים בדבר Fees and Expenses. בין היתר נכתב שלא יהיה כפל דמי ניהול בקרן שמחזיקה ביחידות קרן אחרת (סעיף (2)(b)):

“that no management fees or incentive fees are payable by the mutual fund that, to a reasonable person, would duplicate a fee payable by the other mutual fund for the same service”.

## 9.1 — General Disclosure<sup>28</sup>

Form 81-101F1

### 9.1 — General Disclosure

(1) Set out information about the fees and expenses payable by the mutual fund and by investors in the mutual fund under the heading "Fees and Expenses".

(2) If the mutual fund holds securities of other mutual funds, disclose all of the following:

- (a) any fees and expenses payable by the other mutual fund in addition to the fees and expenses payable by the mutual fund;
- (b) that no management fees or incentive fees are payable by the mutual fund that, to a reasonable person, would duplicate a fee payable by the other mutual fund for the same service;
- (c) that no sales fees or redemption fees are payable by the mutual fund in relation to its purchases or redemptions of the securities of the other mutual fund if the other mutual fund is managed by the manager or an affiliate or associate of the manager of the mutual fund;
- (d) that no sales fees or redemption fees are payable by the mutual fund in relation to its purchases or redemptions of securities of the other mutual fund that, to a reasonable person, would duplicate a fee payable by an investor in the mutual fund.

התייחסות זו מופיעה גם במובאות ממספר תשקיפים, להלן :

“The fees and expenses of the underlying fund will have an impact on the management expense ratio of a Fund that invests in such underlying fund, as the Fund is required, in determining its management expense ratio, to take into account the expenses incurred by the Fund that are attributable to its investment in the underlying fund. **However, the Fund will not pay management fees on the portion of its assets that it invests in the underlying fund that, to a reasonable person, would duplicate a fee payable by the underlying fund for the same service. In addition, the Fund will not pay duplicate sales charges or redemption fees for its purchase or redemption of securities of the underlying fund.**”<sup>29</sup>

“When an MD Fund invests in another investment fund, including exchange-traded funds (“ETFs”), (an “underlying fund”), the underlying fund may pay a management and incentive fee and other expenses in addition to the fees and expenses payable by the MD

[https://www.osc.ca/sites/default/files/2022-01/ni\\_20220106\\_81-101f1\\_unofficial-consolidation.pdf](https://www.osc.ca/sites/default/files/2022-01/ni_20220106_81-101f1_unofficial-consolidation.pdf)<sup>28</sup>

Fund. However, the MD Fund will not pay a management or incentive fee that, to a reasonable person would duplicate a fee payable by the underlying fund(s) for the same service. The MD Fund will not pay any sales charges or redemption fees for its purchase or redemption of securities of any underlying fund that, to a reasonable person, would duplicate a fee payable by an investor in any underlying fund.”<sup>30</sup>

מגבלות החזקה בקרן באיחוד האירופי :

מגבלות ההחזקה של קרנות נאמנות מסורתיות באיחוד האירופי נקבעות במסגרת דירקטיבת UCITS. קרנות UCITS הן מכשירי השקעה קולקטיביים פתוחים (Collective investment schemes) שנועדו לציבור משקיעי ה-retail באירופה.<sup>31</sup> מדובר במכשיר שתכליתו היא השקעה משותפת בניירות ערך עבירים או נכסים פיננסיים נזילים אחרים, שפועל לפי מכניקה של ביזור סיכונים; שיחידותיו ניתנות למכירה או פדיון לפי דרישה.<sup>32</sup> רכיב מרכזי בקרנות אלה הוא דרישות ביזור השקעה ומגוון נכסים בהם קרנות אלה יכולות להשקיע באופן שמאפשר פדיון יומי.

פרק 7 לדירקטיבה קובע את מגבלות ההשקעה של קרנות UCITS. בין היתר, נקבע שקרן יכולה להחזיק ביחידות של קרנות UCITS אחרות, או ביחידות של קרנות נאמנות אחרות,<sup>33</sup> בתנאי שהקרן שיחידותיה נרכשות עומדת בדרישות הבאות :

1. כשמדובר בקרן שאינה קרן UCITS, הקרן שאת יחידותיה מבקשים לרכוש מאושרת תחת חוק שמחיל, לפי הרגולטור המדינתי של הקרן הרוכשת, הגנות דומות לאלו שבחוק המדינתי; וששיתוף הפעולה בין הרשויות מובטח;

[https://mdm.ca/docs/default-source/default-document-library/investing/md-funds/simplified-](https://mdm.ca/docs/default-source/default-document-library/investing/md-funds/simplified-prospectus-e.pdf)<sup>30</sup>

[prospectus-e.pdf](#) PDF page 20

<sup>31</sup> לפי Article 3, UCITS Directive, הקרנות הבאות לא מהוות קרן UCITS: קרן סגורה; מכשירי השקעה

(במקור: Undertakings) שמגייסים הון מבלי לבצע הצעה לציבור בתוך האיחוד האירופי; קרנות שהחוקה שלהן קובעת שיחידותיהן יימכרו אך ורק למשקיעים שאינם באיחוד האירופי; קרנות שמאוגדות במדינות חברות באיחוד

האירופי, בהן מדיניות ההשקעה המקובלת לא עולה בקנה אחד עם זו שנקבעה ברגולציית UCITS.

Article 1, UCITS Directive<sup>32</sup>

שם, Article 50 1.(e)<sup>33</sup>

2. כשמדובר בקרן שאינה קרן UCITS, הקרן שאת יחידותיה מבקשים לרכוש מעניקה למחזיקי יחידותיה מידת הגנה זהה לזו שמוענקת למחזיקי יחידות הקרן הרוכשת; ובמיוחד, שהכללים ביחס להפרדת נכסים, לקיחת הלוואה בנכסי הקרן, הענקת הלוואה בכספי הקרן ומכירה uncovered של ניירות ערך ומוצרי שוק הכסף בבעלות הקרן - זהים לאלו שבדירקטיבת UCITS;
3. כשמדובר בקרן שאינה קרן UCITS, עסקי הקרן שאת יחידותיה מבקשים לרכוש מדווחים בדוחות חצי-שנתיים ושנתיים, באופן שמאפשר הערכה ביחס לנכסים, התחייבויות, הכנסות ופעילויות הקרן בפרק הזמן האמור;
4. לא יותר מ-10% מהנכסים של הקרן שמבקשים לרכוש את יחידותיה, בין שמאושרת תחת דירקטיבת UCITS ובין שתחת חוק מקביל, יכולים להיות עצמם מוחזקים ביחידות של קרנות אחרות, לפי מסמכי ההתאגדות של הקרן.
- בנוסף, הדירקטיבה קובעת את המגבלות הבאות ביחס להחזקה מקסימלית של קרן ביחידות של קרנות אחרות:<sup>34</sup>

1. קרן יכולה לרכוש את היחידות של קרן לפי Article 50, בתנאי שלא יותר מ-10% מנכסי הקרן הרוכשת מוחזקים ביחידות של קרנות אחרות. מדינה חברה יכולה לעלות מגבלה זו עד לגובה של 20%.
2. רכישה של יחידות של קרנות שאינן קרנות UCITS לא יעלו על 30% מסך נכסי הקרן.

התייחסות ארגון IOSCO לכפל דמי ניהול בקרנות שמחזיקות ביחידות של קרנות אחרות: מסמך של הארגון משנת 2016 שעוסק ב-best practices של מנהלי קרנות מתייחס בין היתר למבנה דמי הניהול בקרנות אשר מחזיקות ביחידות של קרנות אחרות, תחת מודל של fund-of-funds אך גם ביחס לכל קרן שמחזיקה ביחידותיה של קרן אחרת.<sup>35</sup> הפרק שעוסק בנושא מציג את התופעה של כפל פעולות בקרנות שנוקטות בגישה זו, דבר שעשוי לעורר ניגוד אינטרסים במנהל הקרן מקום שיחידות הקרן המוחזקות הן מבית היוצר של אותו מנהל הקרנות, או מקום שבו קיימים הסכמי

<sup>34</sup> Article 55.

<sup>35</sup> CHAPTER V: OTHER ISSUES, "CIS that invest in other vehicles (including funds of funds)",

P.27. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD543.pdf>



חלוקת עלויות בין הקרן המשקיעה ובין הקרנות הנרכשות, שמועילים למנהל הקרן (על חשבון הלקוח).

המלצה "Good Practice #20" במסמך מציעה מספר כללי אצבע לבחינה של הנושא:<sup>36</sup>

- יש להימנע מניגודי עניינים.
  - ככל שמדינה מאפשרת הסכמי שיתוף עמלות (Fee-sharing agreements), עליה לוודא שהם משרתים את הרווחה של בעלי היחידות של הקרן ולא את רווחת מנהלי הקרן.
  - במידה וקרן משקיעה ביחידות של קרן אחרת מאותו בית קרנות, יש לבצע גילוי לצרכנים.
- עם זאת, הנייר לא מציע כלים פרקטיים להתמודדות עם הקושי ואינו אוסר פרקטיקה של כפל דמי ניהול.

מבחינה של הדין החל בתחומי השיפוט המובילים בעולם, ניתן לראות כי מתאפשרת החזקה של יחידות קרן על ידי קרן אחרת, וזאת תחת המגבלות והתנאים אשר נקבעו בכל תחום שיפוט. זאת ועוד, מהבדיקה עולה שהרגולטורים בתחומי השיפוט לא מבצעים קביעות פוזיטיביות ביחס לגביית כפל דמי ניהול בקרנות שמחזיקות ביחידות של קרנות אחרות, למעט הרגולטור הקנדי. בהקשר זה, סגל הרשות מבקש לבחון מספר סוגיות המפורטות בסיום מסמך זה.

לאור האמור לעיל ובהתאם לתובנות אשר התקבלו מהשוק, מוצע לקבוע בהוראה כי מנהל קרן רשאי יהיה לקנות ולהחזיק בקרן שבניהולו קרן כספית.

---

<sup>36</sup> שם, עמ' 45.

## ההוראה

"קרן מועדים קבועים" – כמשמעותה בסעיף 47 לחוק ;

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

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

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

"תקנות חישוב תשואה" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (חישוב תשואה), התשנ"ה – 1995 ;

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

"קרן כספית" – קרן כספית שאינה קרן מועדים קבועים וקרן כספית מועדים קבועים.

### 1. נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן כספית

על אף האמור בתקנה 2א לתקנות הנכסים מנהל קרן רשאי לקנות ולהחזיק בקרן כספית שבניהולו נכסים מסוגים ובתנאים כמפורט להלן בלבד :

א. איגרת חוב הנסחרת בבורסה או בשוק מוסדר, שאינה צמודה אלא לשער מטבע, שיתרת התקופה עד למועד פדיונה אינה עולה על שנה אחת, ואם הוצאה שלא בידי המדינה - דרגתה היא כמצוין בטבלת הדרגות בנספח א', לפי סולם דרגות לטווח ארוך או לפי סולם דרגות לטווח קצר, לפי העניין ;

ב. איגרת חוב הנסחרת בבורסה או בשוק מוסדר, שאינה צמודה אלא לשער מטבע, הנושאת ריבית משתנה ששיעורה נקבע אחת לשישה חודשים או פחות, ואם הוצאה שלא בידי המדינה - דרגתה היא כמצוין בטבלת הדרגות בנספח א', לפי סולם דרגות לטווח ארוך או לפי סולם דרגות לטווח קצר, לפי העניין ;

- ג. מילווה קצר מועד שהוציאה המדינה, הנסחר בבורסה, שיתרת התקופה עד למועד פדיונו אינה עולה על שלושה עשר חודשים ;
- ד. תעודת חוב שאינה צמודה אלא לשער מטבע, אשר מתקיים בה האמור בתקנה 2(8)(א) לתקנות הנכסים, ודרגתה היא כמצוין בטבלת הדרגות בנספח א', בסולם דרגות לטווח קצר ;
- ה. איגרת חוב הנסחרת בבורסה או בשוק מוסדר, שאינה צמודה אלא לשער מטבע, שיתרת התקופה עד למועד פדיונה עולה על שנה אחת, אם היא ניתנת לפדיון פעם אחת לפחות בתקופה של שישה חודשים, תנאי פדיונה או המרתה גורמים לכך שתנודתיותה דומה לתנודתיות איגרת חוב כאמור בפסקת משנה (א) ודרגתה היא כמצוין בטבלת הדרגות בנספח א', לפי סולם דרגות לטווח ארוך ;
- ו. פיקדון לזמן קצוב ;
- ז. מזומנים ;
- ח. הוחזקו בקרן נכסים הצמודים לשער מטבע, יהיו כולם צמודים לאותו מטבע, פיקדונות לזמן קצוב ומזומנים המוחזקים בקרן יהיו באותו מטבע ולא יוחזקו בה נכסים שאינם צמודים ;
- ט. הוחזקו בקרן נכסים שאינם צמודים לשער מטבע, יוחזקו בה פיקדונות לזמן קצוב ומזומנים בשקלים חדשים בלבד.
- י. בקרן כספית ללא קונצרני לא יוחזקו אגרות חוב שהוצאו שלא בידי מדינה.

## 2. שיעור מרבי להחזקה בתעודות חוב בקרן כספית

- על אף האמור בתקנות 36 ב ו- 8(ב1) לתקנות הנכסים בהחזקת תעודות חוב בקרן כספית יחולו אלה :
- א. שווי תעודות חוב המוחזקות בקרן כספית לא יעלה על 25% מהשווי הנקי של נכסי הקרן ;
- ב. שווי תעודות חוב שיש בידי מנהל הקרן התחייבות המנפיק לפדותן בתוך 7 עד 90 ימי עסקים לאחר שקיבל דרישה על כך בכתב ממנהל הקרן, בסכום האמור בתקנה 2(8)(א) לתקנות הנכסים, לא יעלה על 5% מהשווי הנקי של נכסי הקרן ;
- ג. שווי תעודות חוב שיש בידי מנהל הקרן התחייבות המנפיק לפדותן בתוך 30 עד 60 ימי עסקים לאחר שקיבל דרישה על כך בכתב ממנהל הקרן, בסכום האמור בתקנה 2(8)(א) לתקנות הנכסים, לא יעלה על 2% מהשווי הנקי של נכסי הקרן ;

ד. שווי תעודות חוב שיש בידי מנהל הקרן התחייבות המנפיק לפדותן בתוך 60 עד 90 ימי עסקים לאחר שקיבל דרישה על כך בכתב ממנהל הקרן, בסכום האמור בתקנה 2(8)(א) לתקנות הנכסים, לא יעלה על 1% מהשווי הנקי של נכסי הקרן;  
ה. שווי תעודות חוב שהנפיק תאגיד כלשהו המוחזקות בקרן כספית לא יעלה על שניים וחצי אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

### 3. שיעור מירבי לנכסים שאינם נסחרים המוחזקים בקרן כספית

על אף האמור בתקנה 8(ב1) ו- (ג) לתקנות הנכסים בהחזקת נכסים שאינם נסחרים בקרן כספית יחולו אלה:

- א. שווי איגרות חוב כאמור בתקנה 2(2)(א)3 לתקנות הנכסים, ששווי הסדרה שלהן נמוך מן השווי המזערי, כמשמעותו בתקנה האמורה, במשך תקופה של שלושה חודשים לפחות, יחד עם שווי נכסים כאמור בתקנה 2(4) ו- (7) לתקנות הנכסים, ניירות ערך וניירות ערך חוץ שהושאלו כאמור בתקנה 9 לתקנות האופציות, המוחזקים בקרן, לא יעלה על עשרה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן;
- ב. על אף האמור בסעיף קטן (א), אם עלה שיעור הנכסים המוחזקים בקרן, ששוויים נקבע לפי הנחיות הדירקטוריון, על חמישה עשר אחוזים משווי נכסי הקרן – לא יעלה שיעור הנכסים המפורטים בסעיף קטן (א) על חמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן.
- ג. בקרן כספית שאינה קרן מועדים קבועים, שווי הנכסים המפורטים בסעיף קטן (א) יחד עם שווי פיקדונות לזמן קצוב ותעודות חוב לא יעלה על שלושים אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן.
- ד. עלה שווי הנכסים המנויים בסעיף קטן (א) על השיעורים האמורים בסעיף 3 זה, לא יראו בכך הפרת הוראה זו אם הוקטן השווי האמור כדי השיעור המותר, בתוך שבעה ימי עסקים.
- ה.

### 4. שיעור מירבי למזומנים ופקדונות המופקדים בבנק כלשהו

על אף האמור בתקנה 11א(ג) לתקנות הנכסים, בקרן כספית, שווי מזומנים ופקדונות לזמן קצוב המופקדים בבנק כלשהו לא יעלה, למעט בתקופה של ארבעים וחמישה ימים לאחר הצעת היחידות לראשונה לציבור, על שלושים וחמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן. יצוין כי

לעניין סעיף 7 להוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר סיכוני קסטודי וסיכוני אשראי<sup>37</sup> חשיפה של קרן כספית לבנק מסויים, הנובעת מהנכסים המנויים באותו סעיף, יחד עם מזומנים ופקדונות המופקדים באותו בנק, לא תעלה על 35%.

**5. מגבלת מח"מ ומגבלת החזקה בפקדונות לזמן קצוב יחד עם תעודות חוב בקרן כספית שאינה קרן מועדים קבועים**

על אף האמור בתקנות 2א ו-8(ב1), לעניין מגבלת מח"מ ולעניין החזקה בפקדונות לזמן קצוב יחד עם תעודות חוב בקרן כספית שאינה קרן מועדים קבועים יחולו אלה:

1. משך החיים הממוצע של כלל הנכסים המוחזקים בקרן, לא יעלה, בכל עת, על תשעים ימים.
2. לעניין שווי פיקדונות לזמן קצוב ותעודות חוב:

א. שווי פיקדונות לזמן קצוב לתקופה העולה על שבעה ימי עסקים יחד עם שווי תעודות חוב שיש בידי מנהל הקרן התחייבות המנפיק לפדותן בתוך 7 עד 90 ימי עסקים לאחר שקיבל דרישה על כך בכתב ממנהל הקרן<sup>38</sup>, לא יעלה על 20% מהשווי הנקי של נכסי הקרן, ובלבד שהשווי הכולל של הפיקדונות לזמן קצוב ותעודות החוב לא יעלה על 25%;

ב. עלה שווי הפיקדונות לזמן קצוב לתקופה העולה על שבעה ימי עסקים על 20% אך לא עלה על 25% מהשווי הנקי של נכסי הקרן, וכתוצאה מכך עלה שווי הנכסים המנויים בסעיף 3(א) לעיל יחד עם השווי הכולל של הפיקדונות לזמן קצוב ותעודות החוב על 30% - לא יראו בכך הפרת הוראות סעיף 5(2)(א) לעיל אם החרیגה היא חריגה פאסיבית;

ג. עלה שווי הפיקדונות לזמן קצוב לתקופה העולה על שבעה ימי עסקים על השיעור הקבוע בסעיף קטן (ב) והתקיימו התנאים המנויים בו, לא יראו בכך הפרה במשך 30 ימי חישוב מחירים מיום שהחלה החריגה.

**6. תנאים שיחולו בקרן כספית מועדים קבועים**

<sup>37</sup> קישור.

<sup>38</sup> מובהר כי כאמור, בכל מקרה שווי תעודות חוב שיש בידי מנהל הקרן התחייבות המנפיק לפדותן בתוך 7 עד 90 ימי עסקים לא יעלה על 5% משווי נכסי הקרן.



1. כללי ההשקעה -

- א. על אף האמור בתקנה 2א לתקנות הנכסים מנהל קרן רשאי לקנות ולהחזיק בקרן כספית מועדים קבועים שבניהולו נכסים מסוגים ובתנאים כמפורט להלן בלבד:
1. נכסים כאמור בסעיף 1 להוראה.
  2. פיקדון לזמן קצוב – בהתאם להגדרתו בתקנות הנכסים, כאשר בכל מקום בהגדרה במקום ההתייחסות בה לשלושים ימי עסקים, יש להתייחס למספר הימים שבין שני מועדים קבועים סמוכים של הקרן.<sup>39</sup>
- ב. על אף האמור בתקנה 2א לתקנות הנכסים, משך החיים הממוצע של כלל הנכסים המוחזקים בקרן כספית מועדים קבועים שיתרת התקופה עד למועד פדיונם עולה על משך התקופה שבין שני מועדים קבועים סמוכים של הקרן, לא יעלה, בכל עת, על תשעים ימים בתוספת יתרת הימים עד למועד הקבוע הסמוך של הקרן.
- ג. תקנה 11א(א) לתקנות הנכסים לא תחול על קרן כספית מועדים קבועים.

2. תשואה צפויה

- מנהל קרן רשאי להציג תשואה צפויה בקרן כספית מועדים קבועים, בהתאם לכללים הבאים:
- א. שווי הנכסים בקרן שיתרת התקופה עד למועד פדיונם עולה על משך התקופה שבין שני מועדים קבועים סמוכים של הקרן, לא יעלה על 25% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.
- ב. התשואה הצפויה תוצג במונחים שנתיים ותפורסם החל מהמועד בו מנהל הקרן קבע כי יש לו את היכולת ואת הנתונים הנדרשים על מנת לחשב את אומדן התשואה באופן ראוי, ותדווח באמצעות טופס דיווח ייעודי לכך. לצד התשואה הצפויה על מנהל הקרן לפרסם את התשואה הצפויה שפרסם במועד הקבוע ליצירה האחרון הידוע ואת תשואת הקרן בפועל לאותה תקופה.
- ג. בפרסום לפי סעיף 73(ג) (לחוק), יש לכלול בפרסום אודות קרן כספית מועדים קבועים את נתון התשואה הצפויה, ולצידה הסבר כי תשואה צפויה אינה מהווה תשואה מובטחת.

<sup>39</sup> בעניין זה, למען הסר ספק, עמדות אחרות שפורסמו בנוגע לפיקדון לזמן קצוב תקפות גם עבור קרן מסוג זה.

ד. לאחר המועד הראשון בו פרסם מנהל הקרן את התשואה הצפויה, מנהל הקרן יחשב מדי יום את אומדן התשואה הצפויה. ככל וחל שינוי באומדן כאמור, מנהל הקרן ידווח באופן מיידי ייעודי על שינוי בתשואה הצפויה ויפרט בדיווח את הסיבות לשינויים בתשואה הצפויה וכל מידע מהותי נוסף שידרוש סגל הרשות בהקשר זה.

ה. עד 5 ימי מסחר לאחר המועד הקבוע ליצירה, מנהל הקרן יפרסם דוח תשואות עבר של הקרן בהשוואה לתשואה הצפויה שפורסמה, באמצעות טופס דיווח ייעודי לכך.

ו. חישוב התשואה הצפויה יבוצע בדרך המקובלת לחישובו.

### 3. יצירה ופדיון יחידות

א. בקשות ליצירה ופדיון יבוצעו בפועל במועד הקבוע, אך ניתן יהיה להגישן באופן שוטף בין מועדים קבועים.

ב. בעת בקשה ליצירת יחידות, על חבר הבורסה להציג למשקיע אפשרות בחירה האם מעוניין להמשיך ולהחזיק את יחידות הקרן עד למתן בקשה לפדיון על ידו, או האם מעוניין להשקיע לתקופה אחת בלבד. ככל ונבחרה אפשרות זו, תוזן הוראת פדיון באופן מיידי לאחר ביצוע היצירה.

### 4. פרסום תשואה

מבלי לגרוע מהאמור בתקנות חישוב תשואה :

א. מנהל הקרן רשאי לפרסם תשואות עבור תקופות שבין המועדים הקבועים גם אם מועד תחילת התקופה ו/או סוף התקופה אינו עומד בקבוע בתקנות חישוב תשואה.

ב. מנהל קרן רשאי לפרסם לצד תשואות עבר של הקרן את התשואה במונחים שנתיים.

### 5. חישוב ופרסום מחירים

מנהל הקרן רשאי לפרסם את מחירי הקרן במועד הקבוע בלבד.

### 6. תשקיף ודוח שנתי



א. מבלי לגרוע מהאמור בתקנות פרטי תשקיף, יש להתייחס בתשקיף הקרן למועדים בהם ניתן לבצע הזמנות ליצירה ופדיון והמועד בו הם יבוצעו, פרסום תשואה צפויה לקרן לרבות אופן חישוב הנתון ומשמעותו, גילוי לעלויות המשולמות לגורמים המתווכים את ההשקעה בקרן.

ב. מבלי לגרוע מהאמור בתקנות דוח שנתי, יש לתת ביטוי בדוח שנתי של קרן לתשואות העבר ביחס לנתוני התשואה הצפויה שפורסמו באותה תקופה.

#### 7. שם הקרן

כללי השמות החלים על קרנות כספיות יחולו גם על קרן כספית מועדים קבועים ובנוסף לכך יש לציין את תדירות המועד הקבוע. למשל, קרן כספית עם קונצרני מועדים קבועים לשלושה חודשים – קרנית כספית (00) שלושה חודשים.

#### 7. החזקה של קרן ביחידות של קרן כספית

מנהל קרן רשאי לקנות ולהחזיק בקרן שבניהולו קרן כספית בהתקיים התנאים הבאים:

א. שווי ההחזקות בקרן הכספית בניהול מנהל קרן מסוים המוחזקות בקרן לא יעלה על 10% משווי נכסי הקרן המחזיקה.

ב. היתה הקרן הכספית המוחזקת קרן כספית מועדים קבועים, שווי ההחזקות בה יתווסף לכל מגבלה הקבועה בתקנות הנכסים המתייחסת להחזקה בפקדון לזמן קצוב בקרן המחזיקה<sup>40</sup>.

ג. היתה הקרן הכספית המוחזקת קרן כספית שאינה קרן מועדים קבועים, שווי ההחזקות בה יתווסף למגבלת שווי מזומנים ופקדונות לזמן קצוב הקבועה בסעיף 11א לתקנות הנכסים.

#### 8. כללי

א. הגדרות המינוחים בהוראה זו כהגדרתם בתקנות הנכסים, אלא אם נאמר במפורש אחרת.

<sup>40</sup> למשל, שווי ההחזקות בקרן כספית מועדים קבועים המוחזקת בקרן יתווסף למגבלה הקבועה בתקנה 8(א) לתקנות הנכסים לעניין שיעור מרבי של נכסים שאינם נסחרים בקרן.





רשות ניירות ערך  
Israel Securities Authority

ב. תנאים אשר קבועים בתקנות הנכסים אשר חלים ביחס לכל סוג של קרן נאמנות יוסיפו לחול גם על קרן כספית בהתאם לקבוע בתקנות.

#### 9. תחילה

תחילתה של הוראה זו עם פרסום הודעה על נתינתה ברשומות.

מיוסטר

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

**פרסום תשואה צפויה :**

1. בהתייחס לסעיף 2(ג) לטיטת ההוראה, במהלך התקופה שלאחר פרסום התשואה הצפויה לראשונה ועד למועד הקבוע, האם נכון לקבוע רף לשינוי בתשואה הצפויה שרק בגינו נדרש יהיה מנהל הקרן להעביר דיווח מתקן או שנכון לדווח דיווח מתקן בעבור כל שינוי? ככל ונכון לקבוע רף שינוי, מהו הרף הנכון לראייתכם?
2. בהתייחס לסעיף 6 (2) להוראה, מהן התקופות הראויות לפרסום תשואות עבר בהשוואה לתשואה הצפויה וכיצד ראוי להציג את הדברים?

**תשקיף ודוח שנתי :**

3. בהתאם להסמכה בחוק ניתנה לרשות הסמכות לקבוע הוראות לעניין המידע אשר ייכלל בתשקיף ובדוח השנתי ביחס לקרנות הכספיות. נבקש לדעת האם ישנו מידע ונתונים אשר לראייתכם נכון לכלול בתשקיף ובדוח השנתי של קרנות המועדים הקבועים התואם את מאפייניהם הייחודיים של קרנות אלו?

**החזר דמי ניהול בקרן המחזיקה יחידות קרן כספית:**

בהתאם להסמכה אשר ניתנה בחוק, סעיף 7 לטיטת הוראה זו קובע כי מנהל קרן רשאי לקנות ולהחזיק בקרן שבניהולו קרן כספית. במקרה כאמור יכולה להתקיים סיטואציה של כפל דמי ניהול, אשר במקרים מסוימים אף יכולה להביא לדמי ניהול אפקטיביים גבוהים יותר מבחינת בעלי היחידות בקרן.

לעניין זה, נבקש את התייחסותכם לשאלת הצורך בקביעת מנגנון החזר כפל דמי ניהול, לרבות בהתייחס להיבטים הצרכניים ולהיבטים התפעוליים הכרוכים בקביעת מנגנון כאמור (להרחבה בדבר סקירת קיומם של מנגנונים דומים בתחומי שיפוט נוספים, ראו התייחסות בדברי ההסבר הערכת השפעות האסדרה).

**התאמות נדרשות לחריגה בקרן כספית מועדים קבועים :**

1. בהתייחס לסעיף 3(ד) בטיטת ההוראה, האם מנגנון ההתאמה בסעיף זה מתאים גם עבור קרן כספית מועדים קבועים? אנה התייחסו בתשובתכם גם לצמצום הפגיעה בתשואה הצפויה לצד הסיכון בקרן.
2. באופן כללי, האם ישנן התאמות נוספות בעבור קרן כספית מועדים קבועים שיש לדעתכם לבצע בעת חריגה מהכללים שנקבעו?

### עסקאות מכר חוזר ("ריפו"):

בעסקאות ריפו צד אחד מוכר בתחילת העסקה ניירות ערך ומתחייב לרכוש אותם חזרה במחיר ובמועד שסוכם מראש. הצד שמוכר את ניירות הערך בתחילת העסקה מקבל נזילות מבלי לממש בפועל את החזקתו בניירות הערך ולכן תמחור העסקה מגלם את הריבית עבור נזילות זו.

חוק הסכמים בנכסים פיננסיים, תשס"ו-2006, מסדיר בין היתר היבטים כלליים לאופן ביצוע העסקאות, רישום ומעמד העסקאות וכו'. בכל הנוגע לקרנות נאמנות - תקנות האופציות מתייחסות לביצוע עסקאות מכר חוזר בקרן נאמנות וקובעות כללים בעניין זה.

### סקירת עסקאות ריפו שמבוצעות בעולם

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

**באיחוד האירופי**, המגבלות ביחס לביצוע של עסקאות Reverse או Repurchase Agreement שועדכנה לאחרונה בשנת 2019<sup>1</sup>.

לעניין זה:

Repurchase Agreement – הסכם שבו הצד שמבצע את העסקה מעביר ניירות ערך ל-counter party ומתחייב לרכוש אותם חזרה בעתיד, במועד ובתמורה שנקבעים מראש.

Reverse Repurchase Agreement – הסכם שבו הצד שמבצע את העסקה מקבל ניירות ערך מ-Counter Party ומתחייב למכור בחזרה בעתיד, במועד ובתמורה שנקבעים מראש.

חלק II לרגולציה, אשר עוסק בגיוון הנכסים בהם קרן כספית יכולה להחזיק, קובע שקרן כספית תוכל לבצע בין היתר עסקאות Repurchase Agreements ועסקאות Reverse Repurchase Agreements<sup>41</sup>, ובכפוף לתנאים הבאים –

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

- (1) שימוש בעסקה מסוג זה ייעשה באופן זמני, ובכל אופן העסקה תהיה לפרק זמן שלא יעלה על שבעה ימי עבודה, ותשמש לצרכי ניהול נזילות בלבד, ולא למטרות השקעה, למעט אלו שמאושרות בפסקה (3) להלן;
- (2) לצד השני לעסקה, שמקבל את הנכסים כ-collateral, אסור למכור, להשקיע, להתחייב או להעביר את הנכסים מושא העסקה בלי אישור הקרן;
- (3) הכסף שיתקבל בקרן כתוצאה מעסקת Repurchase Agreement יכול לשמש לצרכים הבאים בלבד:
  - (א) יושם בפיקדון;
  - (ב) יושקע רק בסוגי הנכסים המפורטים ב-Article 15(6) (ר' להלן ס"ק 7) תחת פירוט Article 15) ולא בשום סוג נכס אחר שמורשה ככלל לקרן שוק הכסף להחזיק, לא יועברו או יעשה בהם כל שימוש אחר;
- (4) הסכום שיתקבל בקרן כתמורה להסכם Repurchase Agreement לא יעלה על 10% מכלל נכסי הקרן;
- (5) הקרן תשמור את הזכות לבטל את ההסכם בכל זמן, בהודעה מוקדמת של לא יותר משני ימי עבודה.

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

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

---

<sup>41</sup> Article 9, סעיפים 1.(e)-(f).

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

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

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

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

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

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

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

**בארצות הברית**, קרנות כספיות ממשלתיות (Government Money Market Fund) הן סוג הקרנות הכספיות עם שווי הנכסים המנוהל הגבוה ביותר. קרן מסוג זה היא קרן כספית שמשקיעה בשיעור

של 99.5% משווי נכסיה במזומן, אגרות חוב ממשלתיות, או בהסכמי Repurchase Agreement שהם מגובים במלואם (collateralized fully).<sup>42</sup>

נכון לחודש יוני 2023, קרנות מסוג זה השקיעו בשיעור של כ- 59% (2.65 טריליון דולר) משווי נכסי הקרנות בהסכמי Repurchase Agreements (כ- 58% מתוכם בהסכמים שהצד הנגדי להן הוא ה-Federal Reserve).<sup>43</sup> כמו כן, גם קרנות כספיות מסוג Prime, אשר רשאיות להשקיע ברכיב קונצרני, משקיעות בהיקפים גבוהים בהסכמי Repurchase Agreements - שיעור של כ- 44% משווי הנכסים (356 מיליארד דולר).

המגבלות ביחס לביצוע עסקאות Repurchase Agreement בידי קרן כספית נקבעו במסגרת חוק a-72 תחת חוק ההשקעות האמריקאי (Investment Company Act of 1940).<sup>44</sup> וכאמור לעיל, הם צריכים להיות מגובים במלואם.

<sup>42</sup> CFR 270.2a-7(a)(14), <https://www.ecfr.gov/current/title-17/part-270/section-270.2a-7#p-270.2a-17> (14)7(a).

<sup>43</sup> הנתונים מפורסמים על ידי Investment Company Institute (ICI) <https://www.ici.org/research/stats/mmfsurvey>

<sup>44</sup> CFR 270.2a-7, <https://www.ecfr.gov/current/title-17/part-270/section-270.2a-7> 17



רשות ניירות ערך  
Israel Securities Authority

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

על מנת לבחון השקעה של קרנות כספיות בעסקאות ריפו, משני צדדי העסקה, אנו מבקשים לבחון ולקבל התייחסותכם לסוגיות הבאות.

1. בעסקת ריפו שבה הקרן רוכשת אגרות חוב בתחילת התקופה ומתחייבת למכור אותן חזרה במחיר שסוכם מראש בסיום התקופה:

- צד נגדי לעסקה – האם ניתן לקבוע כי הגופים שמולם ניתן לבצע עסקאות ריפו מסוג זה יהיו הגופים שנקבעו שמולם ניתן לבצע עסקאות בנגזרי OTC<sup>1</sup> בקרן נאמנות? אם לא, כיצד לדעתכם יש לקבוע מי רשאי להיות צד נגדי לעסקה?

- שיעור חשיפה - על מנת לצמצם את הסיכון לצד הנגדי בעסקה, יש לקבוע את שיעור החשיפה המקסימלי בעסקה מסוג זה. ניתן לבחון מגבלה כי שווי אגרות החוב שהתקבלו בקרן יהיה גבוה משווי הסכום שהקרן התחייבה למכור אותן בסיום העסקה, בכל עת ובהתאם לכללי השערור.

- מגבלה זו תהיה מגבלה כוללת לסיכון האשראי מול הצד הנגדי ותתייחס לשווי החשיפה נטו. כלומר, שווי נוכחי של האג"ח שהקרן התחייבה למכור בסיום העסקה, בניכוי הסכום שהצד השני התחייב לשלם.

- האם זו מגבלה סבירה לדעתכם? אם לא, כיצד לדעתכם יש להתייחס לסיכון זה?

- האם יש לקבוע מגבלה לשיעור משווי נכסי הקרן לביצוע עסקה מסוג זה או שלאור האמור בסעיף 2 אין להגבילה?

- באופן כללי – האם יש היתכנות לעסקה זו מבחינתכם? האם מדובר בכלי השקעה יעיל עבור קרן כספית?

2. בעסקת ריפו שבה הקרן מוכרת אגרות חוב בתחילת התקופה ומתחייבת לרכוש אותן חזרה במחיר שסוכם מראש בסיום התקופה:

- מהי מטרת הקרן בעסקה מסוג זה?

- האם עסקה מסוג זה יכולה לשמש אשראי לטווח הקצר באופן יעיל יותר או שהיא משמשת לצורך מימון השקעה ממונפת בנכסים המותרים להשקעה בקרן כספית?

מכיוון שהקרן מקבלת מזומנים תמורת מכירת האג"ח בתחילת העסקה ורשאית להשקיע אותם בנכסים הניתנים להשקעה בקרן כספית, החשיפה היא הן להשקעה כאמור והן לשינויים במחיר האג"ח שהתחייבה לרכוש חזרה בסיום העסקה, כיצד יש להתייחס לסיכון הנובע מכך?



### שאלות (המשך)

על מנת לבחון עסקאות מסוג זה באופן זהיר ובשלבים, מהי עמדתכם לגבי עסקת ריפו בקרן כספית מועדים קבועים, בכפוף למגבלות הבאות:

1. הצד הנגדי לעסקה יהיו גופים שניתן להיות חשופים אליהם במסגרת השקעה בנכסים המותרים להשקעה בקרן כספית.
2. מועד סיום העסקה יהיה מוקדם מהמועד הקבוע הסמוך של הקרן.
3. שווי החשיפה לצד הנגדי בעסקה לא יעלה על 10% משווי נכסי הקרן בכל עת. כלומר, מחיר מכירת האג"ח בתחילת העסקה יהיה לפחות 90% ממחירו בבורסה באותו מועד. במהלך חיי העסקה תבוצע התחשבות כך שהחשיפה נטו לצד הנגדי לא תעלה על 10% משווי נכסי הקרן בכל עת.
4. מועד הפדיון של האג"ח שנמכר בעסקה יהיה מוקדם מהמועד הקבוע של הקרן.
5. הסכום שהתקבל בעת מכירת האג"ח יושקע באג"ח מדינה או מק"מ בלבד, עם מועד פדיון מוקדם מהמועד שבו הקרן התחייבה לרכוש את האג"ח חזרה בסיום עסקת הריפו, ולא ניתן יהיה למכור החזקה זו.





נספח א'

טבלת דירוג :

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