

הצעה לתיקוני חקיקה לפיתוח שוק הכסף

נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום ה- 28 ביולי 2023

אנשי קשר: אבי וורשביאק ורז יונאי

טל': 02-6556565, דוא"ל: Aviw@isa.gov.il, 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. 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.

תוכן עניינים

2	..... ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית
2	..... א. רקע
5	..... ב. זיהוי הבעיה וסיבותיה
7	..... ג. קרנות כספיות – המצב הקיים
12	..... ד. סקירה בינלאומית
30	..... ה. תכליות ויעדים
31	..... בחינת החלופות
31	..... א. חלופת האפס – המשך המצב הקיים
32	..... ב. חלופה מספר 1 - פיתוח שוק הכסף
32	..... צעד מספר 1 - פיתוח קרנות כספיות והנגשתן
35	..... צעד מספר 2 - הרחבת אפשרות ייעוץ השקעות, ביחס לקרנות כספיות
39	..... צעד מספר 3- התאמות מודל התגמול
40	..... ג. חלופה מספר 2 – החלת חובת ייעוץ על פיקדונות לתקופה של מעל שנה
42	..... ד. חלופה מספר 3 – מיסוד חשבונות Sweep
45	..... ה. חלופה מספר 4 – פתיחת המכרזים המונוטריים של בנק ישראל לפיקדונות הקרנות
47	..... בחירה בחלופה המוצעת
52	..... סיכום
53	..... תיקוני חקיקה ראשית להסדרת פיתוח הקרנות הכספיות
66	..... תיקוני חקיקת משנה להסדרת פיתוח הקרנות הכספיות
70	..... מקורות וחומרים
71	..... נספח א' – חישוב תועלת לציבור: מעבר מפיקדונות בנקאיים לקרנות כספיות

ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית

א. רקע

החל ממאי 2022 עם תחילת המדיניות המוניטרית של בנק ישראל להעלאת הריבית ניכר גידול משמעותי בהיקף העברת כספי ציבור מחשבונות העובר ושב אל אפיקי השקעה וחסכון, 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.

בפרט, כאשר בוחנים את אחזקות הציבור בישראל במוצרי שוק הכסף המוגדר בעולם כשוק של מוצרים נזילים קצרי טווח, עד שנה, בעלי סיכון אשראי נמוך אשר משרתים, בשל מאפיינים אלו, את היציבות המוניטרית¹, עולה כי על אף שהערך של כספי הציבור נשחק לאור האינפלציה, מרבית הלקוחות בוחרים להשאיר את כספיהם באפיקי ההשקעה המוכרים והנגישים להם ואינם ממצים את תנאי השוק על ידי בחירת מוצרי ההשקעה והחסכון האופטימאליים בעבורם מתוך שוק הכסף. מצב זה בו שוק הכסף, ובפרט המוצרים הנגישים לציבור כדוגמת פיקדונות לטווח של עד שנה, קרנות כספיות ומק"מים, 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.

ביחס לפיקדונות המוצעים לציבור בבנקים ובפרט בפיקדונות הקצרים, כפי שעולה מדוח בנק ישראל מיום 21 במרץ 2023 בעניין "התמסורת מהמדיניות המוניטרית לריבית הפיקדונות בישראל"², עולה כי עליית ריבית הפיקדונות בשנה האחרונה שיקפה במידה חלקית בלבד את עליית ריבית בנק ישראל, אך התמסורת התחזקה משמעותית בחודשים האחרונים של שנת 2022.

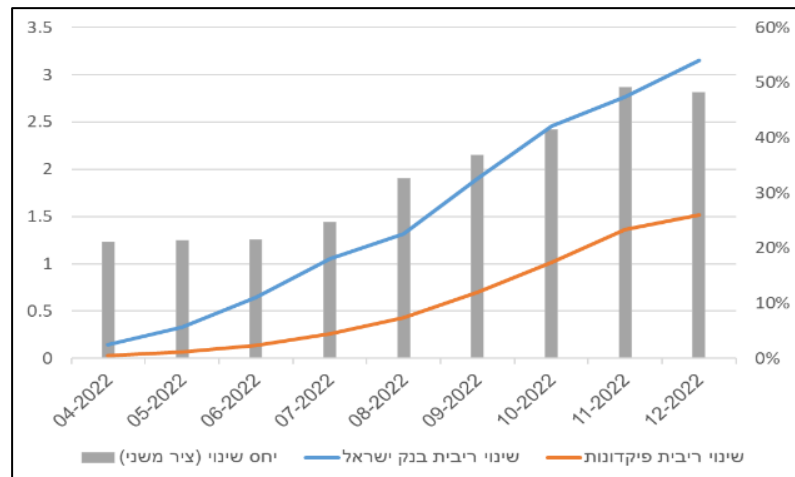
על אף התחזקות התמסורת בארבעת החודשים האחרונים ועל אף שבהתאם לנתונים שפורסמו על ידי בנק ישראל רמת התמסורת בישראל גבוהה ביחס למדינות אחרות, נראה כי משקי הבית ובעיקר משקי הבית הקטנים, עדיין אינם נהנים באופן מלא מהתחזקות זו, כפי שניתן להבחין בפער שבין ממוצע הריבית על הפיקדונות לבין חציון הריבית על הפיקדונות³. הריבית על פיקדונות ללקוחות גדולים ולמגזר העסקי היא בעיקר שעלתה וככל הנראה הבסיס לכך טמון ביכולת מקח ופוטנציאל למתן שירותים נוספים מידי הבנק ביחס לגופים אלה.

הגרף מטה, המובא מתוך דוח בנק ישראל, מציג את השינוי החודשי המצטבר בריבית על פיקדונות, בריבית הבנק המרכזי בישראל והיחס ביניהם, לחודשים אפריל – דצמבר 2022.

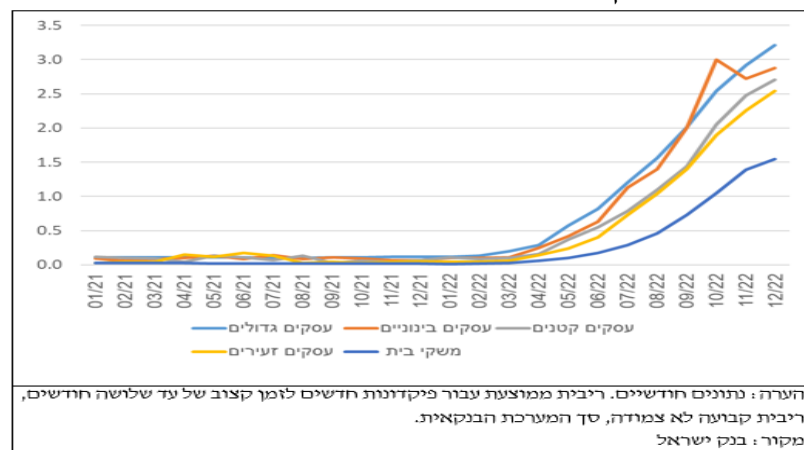
¹ להרחבה בדבר סקירת ההגדרה המקובלת של שוק הכסף בתחומי שיפוט נבחרים בעולם, ראו את פרק הסקירה הבינלאומית בהמשך מסמך זה.

² מתוך דוח בנק ישראל לשנת 2022: [התמסורת מהמדיניות המוניטרית לריבית הפיקדונות בישראל](#).

³ נתוני ממוצע וחציון הריביות מוצגים [בדשבורד "השוואת ריביות על פיקדונות ועל אשראי"](#) באתר הפיקוח על הבנקים.



ולחלן מתוך הדוח, ריבית ממוצעת בפיקדונות לזמן קצוב של עד שלושה חודשים, לחודשים ינואר 2021-דצמבר 2022 ובחלוקה לפי מגזרים:



הדבר אף עולה ממכתב המפקח על הבנקים אל הבנקים מחודש ספטמבר 2022, בו הביע המפקח עמדה לפיה על הבנקים להתאים את מוצרי ההשקעה הבנקאיים שלהם לסביבת הריבית המשתנה ולצורכי הלקוחות. בפרט, במכתבו ציין המפקח על הבנקים כי הוא מצפה מהבנקים להפנות את תשומת לב הלקוחות אל מוצרי ההשקעה הבנקאיים ולהזמין אותם לבחון האם מוצרים אלו מתאימים לצרכיהם⁴.

אם כך היה מצופה שהקרנות הכספיות הקיימות שהן בנוילות יומית, אשר משקיעות בנכסים המושפעים באופן ניכר מריבית בנק ישראל והשינויים בה, ובעלי סיכון האשראי הנמוך ביותר, ואשר משיאות תשואה בהתאם, יתפסו כמוצר השקעה המהווה פתרון מיטבי לצורכי הלקוח. בפועל, קרנות אלו אינן מגייסות השקעות בהתאם לתפיסה זו ואינן תופסות בשלב זה חלק מרכזי מתיק השקעותיו וחסכוניותיו של הציבור. על כן, בפועל הקרנות הכספיות אינן מביאות כיום לתחרות

⁴ ראו מכתב המפקח על הבנקים אל מנכ"ל הבנקים מיום 07 בספטמבר 2022 בנושא "הוגנות צרכנית בסביבה פיננסית

משתנה".

מספקת בין מוצרי ההשקעה והחיסכון בשוק הכסף, ובפרט לפיקדונות המוצעים בבנקים, ולא מעודדות את התחרות על הריבית בין יצרני המוצרים השונים. לכך כפי הנראה מספר סיבות כפי שיפורט בהמשך.

את היעדר מיצוי תנאי השוק על ידי ציבור הלקוחות ניתן ללמוד, בין היתר, מבחינת היקפי השקעותיו אל מול תנאי הריבית המוצעים לו. בדצמבר 2022 ריבית בנק ישראל עמדה על 3.25% כאשר סך הכספים שהופקדו בפיקדונות בריבית משתנה בבנקים במהלך חודש דצמבר 2022 עמד על 25.74 מיליארד ₪ **בריבית ממוצעת של 1.68%**.

סך הכספים שהושקעו בריבית קבועה בפיקדונות בנקאים במהלך חודש דצמבר 2022 עמד על 28.59 מיליארד ₪ בריבית ממוצעת של 1.54% לתקופה של עד שלושה חודשים, 3.32% לתקופה של שלושה חודשים עד שנה, 3.12% לתקופה של שנה עד שנתיים ו- 3.35% לתקופה של שנתיים עד חמש שנים.

במקביל, בקרנות כספיות יצירות נטו בחודש דצמבר עמדו על סך של 6.8 מיליארד ₪ בלבד, כאשר שווי הנכסים הכולל בקרנות הכספיות נכון ל- 6 בפברואר 2023 עמד על 56 מיליארד ₪. כפי שניתן לראות, נתונים אלו, על אף שמצביעים על גידול בהיקפי השקעות הציבור בקרנות הכספיות, עדיין מהווים שיעור נמוך לעומת היקפי הכספים המושקעים בפיקדונות הציבור בבנקים⁵.

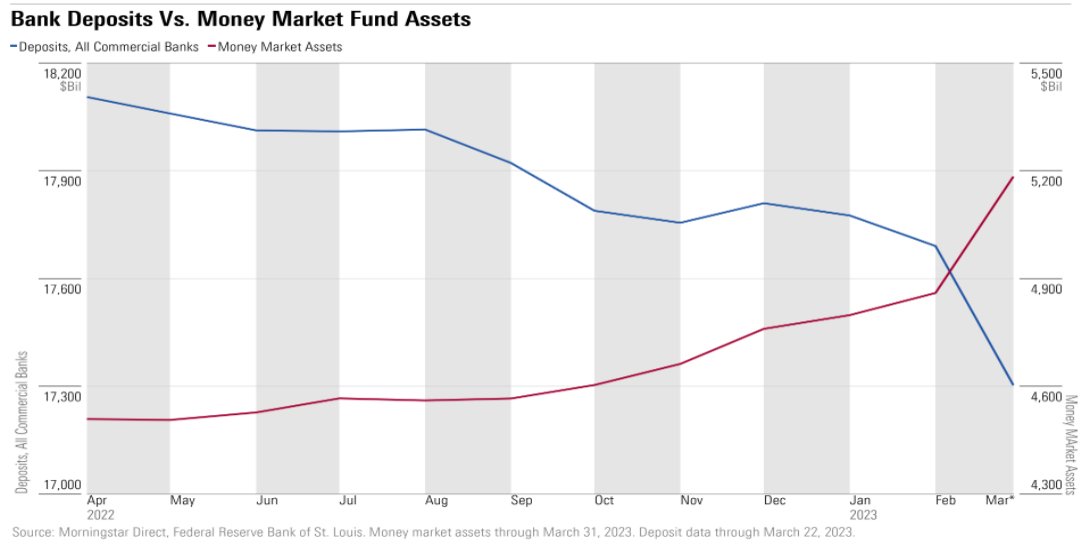
על פי נתוני בנק ישראל, נכון למרץ 2023 סך פיקדונות הציבור בבנקים, לרבות חשבונות עו"ש עמד על כ-1.9 טריליון ₪ (בקרנות כספיות שווי נכסים במועד זה עמד על 66.7 מיליארד ש"ח). בהתחשב בפוטנציאל ההשקעתי הגלום בכספי הציבור בעו"ש ובריביות המוצעות לציבור על פיקדונותיו, דומה שיש מקום להניע תחרות אשר תביא ערך צרכני לציבור. דוגמה לשוק כסף מפותח ותחרותי ניתן לראות בארצות הברית בהשוואה בין היקף הכספים המופקד בפיקדונות הבנקאיים להיקף הכספים המופקד בקרנות הכספיות⁶.

⁵ בנספח א' מובאת הערכה שבוצעה ע"י המחלקה הכלכלית ברשות לבחינת פוטנציאל רווח הציבור במעבר לקרנות כספיות מהפיקדונות הבנקאיים.

⁶ להרחבה ראו ידיעה שפורסמה באתר Morningstar בנושא:

["Investors Flood Money Market Funds in Search of Yield, Not Just Bank Worries"](#)

כפי שמוצג בגרף מטה, יחד עם העלאות הריבית בשנה האחרונה, ניתן לראות מגמה של ירידה בהיקף הפיקדונות, לעומת עליה בהיקף ההשקעה בקרנות כספיות, בין היתר לאור אירועי חוסר יציבות בחלק מהבנקים בארה"ב בתקופה האחרונה.



ב. זיהוי הבעיה וסיבותיה

מהערכת המחלקה הכלכלית אשר בוצעה במטרה לבחון את הפרשי התשואות בין קרנות כספיות לבין הריביות שהתקבלו עבור משקי הבית על הפיקדונות הבנקאיים, בוצע חישוב של פער התשואות האפקטיביות שהתקבלו מהפיקדונות לעומת התשואות האפקטיביות אשר היו מתקבלות בהשקעה בקרנות כספיות בתקופות המקבילות. בבחינה זו, עלה כי בין אפריל 2022 לפברואר 2023, חישוב פערי תשואות כאמור בהתאם לסכומים שהופקדו בפיקדונות משקף פער כספי מצטבר של כ-4 מיליארד ש. כאשר מוסיפים לכך את ההבדלים המיסויים⁷ בין מוצרים אלה מגיעים לפער של כ-5 מיליארד ש.

בנוסף, על פי הערכה זו, על בסיס נתוני הפיקדונות הממוצעים לחודש פברואר 2023, אילו היו מועברים 10% מהסכום של משקי הבית המופקד בפיקדונות הבנקאיים וחשבוניות העו"ש לקרנות הכספיות (במתכונתן הנוכחית), הדבר היה מביא להכנסה נוספת של כ-1.4 מיליארד ש בשנה⁸.

מנתונים אלו עולה כי הציבור אינו נהנה ממיצוי תנאי השוק על השקעותיו, בפרט קצרי הטווח, בבחירתו בפיקדונות על פני השקעה בקרנות כספיות. עובדה זו מקטינה את התחרות בשוק הכסף. מצב זה נובע ממספר גורמים:

הציבור אינו מודע לחלופות ב"שוק הכסף", הכספים חונים בעו"ש – הציבור אינו מודע בדרך כלל לאלטרנטיבות ההשקעה שלו בשוק הכסף, מעבר לפיקדונות הבנקאיים (מק"מ או קרנות כספיות כדוגמה). הנתונים שהובאו לעיל מעידים על כך – הן בצד שווי עתק של כספים שמופקדים בפיקדונות והן בצד שווי עתק של כספים שחונים כאבן שאין לה הופכין בעו"ש ומפסידים מערכם

⁷ פיקדונות מחוייבים במס נומינלי של 15% על הרווח ואילו קרנות לפי מס ריאלי של 25% (בקיצוץ האינפלציה).

⁸ להרחבה על הערכה זו ראה נספח 1.

בשל אינפלציה. בהתאם לנתוני בנק ישראל, נכון לחודש פברואר 2023, היקף הכספים המוחזקים בחשבונות העובר ושב עומד על כ-519 מיליארדי ₪.

לכך נוספת העובדה כי הצרכן הישראלי אינו מאופיין בגמישות במעבר בין בנקים והוא עושה כן באופן מצומצם, אם בכלל⁹. אמנם הבנקים מציעים ריבית שונה, הנתונים מפורסמים לציבור ולכאורה מידע זה אמור לאפשר תחרות בין הבנקים, אולם הימצאות המידע מטילה את האחריות על הצרכן ומיושמת בהתאם לכושר המיקוח שלו. וכאשר כושר המיקוח תלוי ובעל קשר ישיר לכמות הנכסים של הצרכן, ברור כי הצרכן הקטן נפגע. בנוסף, העברת חשבונות לבנק אחר הינה צעד משמעותי מבחינת הלקוח אף במובן הבסיסי ביותר בתפיסה אישית של תחושת בטחון. אמנם ניתן לפתוח חשבון נוסף במקביל לחשבון הקיים לצורך הפקדת פיקדונות אולם תהליך פתיחת החשבון נתפס בעיני ציבור הלקוחות כתהליך מורכב באופן יחסי וארוך ולכן מהווה חסם. עובדה זו מחלישה את יכולתו של הצרכן להתמקח ולהשיא את תשואתו על הפיקדונות.

ניכר שתופעות אלה מונעות במידה מסוימת התפתחות של ריבית תחרותית על הפיקדון או על העו"ש בין הבנקים המסחריים.

פיקדונות אינם חייבים בחובת יעוץ לעומת המוצרים האחרים בשוק הכסף, כגון קרן כספית – היעדר הידע של הציבור שמפקיד כספים בפיקדונות ביחס לאלטרנטיבות נותר בעינו מאחר שרובו מתנהל מול פקיד הבנק, אשר אינו בעל רישיון יעוץ לפי חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995 (להלן – "חוק הייעוץ") ונעדר הרשאה להציע ללקוחות אפיקי השקעה אחרים אשר יכולים לשרת את מטרותיהם במידה דומה או רבה יותר. נוסף על כך, בהתאם למבנה הפעילות הבנקאית והעובדה כי כספי הפיקדונות משמשים את הבנקים לצורך ניהול פעילותם, הרי שלבנקים עשוי לקום ניגוד עניינים מובנה אשר בגינו יופנה הלקוח אל אפיק השקעה בדמות פיקדון, וזאת גם במקרים בהם מוצר הקרן הכספית יכול להיות המתאים ביותר לצרכיו באותה נקודת זמן.

קרנות כספיות מתקשות להציג עצמן כחלופה לפיקדון – הקרנות הכספיות הפועלות כיום נדרשות לנזילות יומית ועליהן לנהל כניסה ויציאה של כספים ברמה יומית, ובהתאם קיימות מגבלות רגולטוריות על הנכסים בהן הן יכולות להשקיע. מרבית הנכסים שקרנות אלה יכולות להשקיע בהן הם נ"ע נסחרים והנכסים הלא נסחרים מוגבלים. לדוגמה, אחזקתן בפיקדונות לטווח העולה על 7 ימים מוגבלת ל-5% בלבד משווי נכסי הקרן, ובכל מקרה הן מוגבלות באחזקת פיקדון לזמן קצוב של עד 30 ימי עסקים. הריבית על פיקדונות קצרים אלה שניתנת לקרנות מהבנקים המסחריים, על

⁹פרסום הפיקוח על הבנקים בחלוף שנה לרפורמת המעבר בקליק העלה כי בהתאם לממצאי סקר שביעות רצון לקוחות שנערך, כמחצית מהציבור עדיין לא מודע לקיומה של המערכת המקוונת למעבר בין חשבונות. בנוסף, על פי נתוני הפיקוח על הבנקים, במהלך השנה הראשונה לרפורמה, כ-67 אלף לקוחות עברו בנק באמצעות המערכת המקוונת, שיעור המהווה פחות מ-1% מסך חשבונות העו"ש של יחידים במערכת הבנקאית העומד נכון לסוף שנת 2021 על כ-8 מיליון חשבונות. בנוסף, נכון לדצמבר 2021, היו בישראל כ-908 אלף חשבונות ניירות ערך של יחידים תושבי ישראל, נתון נמוך במיוחד בהשוואה לנתון כמות חשבונות העו"ש בישראל (ראו כאן, עמ' 114).

אף גודלן של הקרנות, נמוכה מריבית בנק ישראל, וזאת, בין היתר, לאור דרישות נזילות רגולטוריות החלות על הבנקים¹⁰.

בנוסף לכך, המגבלות שנקבעו בהוראות לנכסים בהן קרנות כספיות יכולות להשקיע, על מנת להבטיח נזילות יומית, מובילה לכך שהן מחזיקות בעיקר ני"ע נסחרים. מחיר ני"ע נסחרים משתנה בכל יום וזו אחת הסיבות מדוע לא הותר לקרנות אלה להציג אומדן תשואה באופן אשר יקל על הלקוח להשוות בינו לבין הפיקדונות. סיבה נוספת לאיסור זה הנה העובדה כי קרנות אלה פתוחות באופן יומי ליצירות ופידיונות של יחידותיהן, פעולות להן יכולה להיות השפעה על התשואה בפועל, על כן, אומדן תשואה עשוי להיות נתון מטעה.

היכרות הציבור את האלטרנטיבות המוצעות לו בשוק הכסף, לצד הפיקדונות הבנקאים, תאפשר בסופו של דבר גם שיפור בתנאי המוצרים הבנקאיים. אנו סבורים כי הדבר יתאפשר באמצעות הצגת "שוק הכסף" והעמקת ההבנה הצרכנית של הלקוח באמצעות הנגשת עמודי הסברה רישמיים אליהם יצרני המוצרים והגורמים המתווכים יוכלו להפנות את הלקוחות.

ההיבטים המפורטים לעיל מצביעים על קיומו של ארביטראג' רגולטורי בתיווך מוצרי שוק הכסף השונים, באופן אשר מקשה על הציבור לבחור את המוצר המתאים ביותר לצרכיו ובכך מונע ממנו למצות את תנאי השוק האופטימאליים בעבורו.

לצורך התמודדות עם בעיה זו, מוצעים במסמך זה מספר צעדים אשר מטרתם לשפר את מודעות הציבור אל שוק הכסף, לחדד אילו מוצרי השקעה יוצגו יחד תחת אכסנייה זו בהתאם למאפייניו הייחודיים של שוק הכסף, ואילו צעדים יש לנקוט ביחס למאפייניהן של קרנות כספיות על מנת לממש את הפוטנציאל הטמון במכשיר השקעה זה.

ג. קרנות כספיות – המצב הקיים

בסוף שנת 2007 נכנס לתוקף תיקון חקיקה שהסדיר את פעילותן של הקרנות הכספיות בישראל וקבע, בין היתר, את הנכסים שניתן להחזיק בקרן כספית. מטרת התיקון היתה בעיקר לצורך הנגשת קרן מסוג חדש, בדומה לעולם, ופיתוח שוק הכסף.

במהלך השנים לאחר מכן, בוצעו מספר שינויים בהוראות הדין ביחס לקרן כספית, על מנת להסדיר ולהתאים את מאפייני הקרנות הכספיות להתפתחויות שחלו בשוק. מרבית השינויים בוצעו בעיקר בנוגע לכללי ההשקעה בקרן כספית (למשל, שינוי מגבלות ההשקעה בתעודות חוב, הבהרות שונות לגבי ני"ע שניתן להשקיע בקרן כספית וכו'), ושינויים נוספים בנוגע לסוגי הקרנות (למשל, שינוי סיווגי הקרנות – עם קונצרני וללא קונצרני, קרן מסוג חדש – קפ"מ, ראו לגביה הרחבה בהמשך המסמך וכו'), שינויים בנוגע להיבטי גילוי וכו'.

תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ה – 1994 (להלן – "תקנות הנכסים") קובעות מהי קרן כספית ("קרן פתוחה שבהסכם הקרן נקבע כי תהיה קרן כספית"). הקרנות הכספיות הקיימות נחלקות לשלושה תתי סוגים: קרן כספית עם קונצרני (כלומר יכולה גם להשקיע באג"ח קונצרני בדירוג גבוה, בשיעור מוגבל), קרן כספית

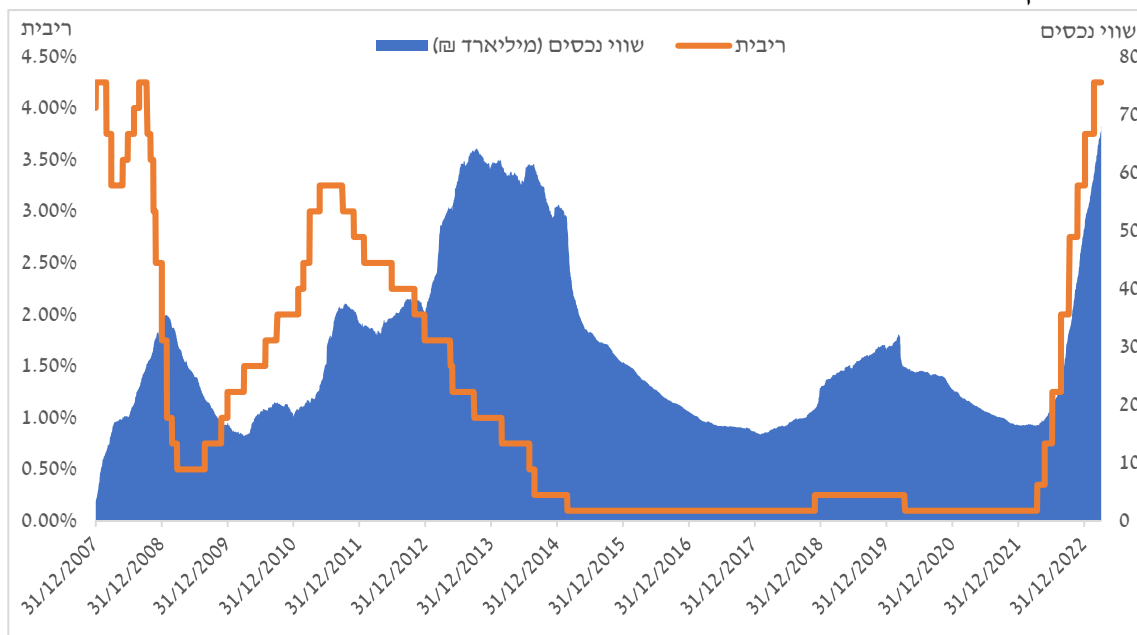
¹⁰ הוראת ניהול בנקאי תקין מספר 221 בנושא "יחס כיסוי הנזילות" מחילה על הבנקים דרישה רגולטורית לבחינת יחס הנזילות שלהם בטווח הזמן של 30 יום.

ללא קונצרני וקפ"מ (קרן פיקדונות ומלוות). למעט הקפ"מ (שאין קרן מסוג זה שמוצעת כיום לציבור), הקרנות הכספיות מתאפיינות בנזילות יומית. מעבר לכך, כל הקרנות הכספיות מתאפיינות במגבלות השקעה הדוקות הקבועות בתקנות הנכסים, הן ביחס לסוג הנכסים הסולידי המותר להחזקה בהן והן ביחס לפיזור ההשקעות, כמפורט בטבלה שלהלן:

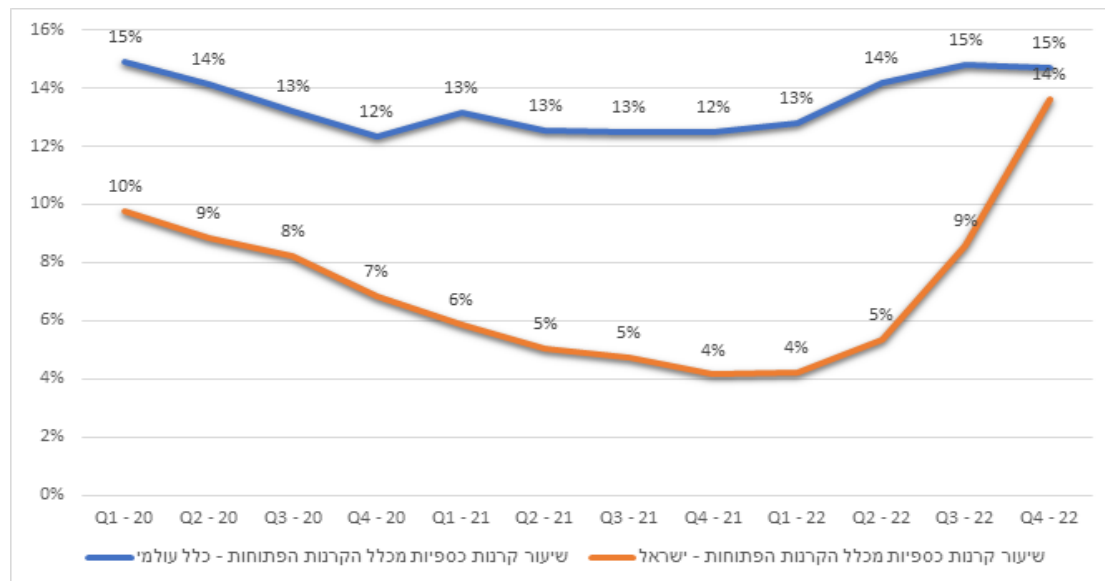
קפ"מ			כספית ללא קונצרני			כספית עם קונצרני			מועד פדיון			נכס		
50%			50%			50%			עד 7 ימים			מזומנים/פיקדונות שמשווגים כמוזמנים		
25%			25%			25%			מעל 7 ימים ועד 30 ימים			פיקדון		
5%			5%			5%			מעל 30 ימים ועד 60 ימים			לא סחיר		
לא ניתן להשקיע			לא ניתן להשקיע			25%			מעל 60 ימים ועד 90 ימים					
-			-			5%			עד 7 ימים					
-			-			1%			נע"מ לא סחיר בדירוג הגבוה ביותר					
לא ניתן להשקיע			לא ניתן להשקיע			-			עד שנה			מק"מ		
-			-			-			עד שנה			אג"ח ממשלתי שקלי		
-			-			-			שיעור הריבית נקבע אחת לשישה חודשים או פחות עד שנה			אג"ח ממשלתי שקלי ריבית משתנה		
-			-			-			אג"ח קונצרני שקלי (כולל נע"מ סחיר) AA ומעלה			אג"ח קונצרני שקלי ריבית משתנה		
60 ימים			90 ימים			90 ימים			עד שנה			מח"מ		
שבועי			יומי			יומי			מועדי נזילות בקרן					

שווי הנכסים המנוהל בקרנות הכספיות מושפע בעיקר ובאופן ישיר, מסביבת הריבית – גיוסים בהיקפים גבוהים בעת סביבת ריבית גבוהה ופדיונות כאשר הריבית אינה מספיק אטרקטיבית.

להלן התפתחות שווי נכסי הקרנות הכספיות במהלך השנים, לצד שינויים בריבית בנק ישראל באותה תקופה:



מהגרף מעלה ניתן לראות כי ההשקעה בישראל בקרנות הכספיות תלויה בקשר אמיץ בשינויים בריבית בנק ישראל, וזאת בעוד שבעולם אנו עדים ליציבות מסוימת בשיעורי ההשקעה במוצרי הקרנות הכספיות. בגרף מטה ניתן לראות השוואה בין שיעורי הקרנות הכספיות מתוך סך קרנות הנאמנות, בישראל לעומת העולם. מהנתונים המצורפים ניתן לראות כי בעוד שב ישראל היקף ההשקעה בקרנות הכספיות מתוך סך קרנות הנאמנות משתנה בחדות בהתאם לריבית הבנק המרכזי, בהסתכלות בינלאומית, היקף ההשקעה בקרנות הכספיות תנודתי פחות ונשאר יציב באופן יחסי¹¹.



נכון לסוף חודש מרץ 2023, ישנן 34 קרנות כספיות שמנוהלות ע"י 10 מנהלי קרנות ושווי הנכסים המנוהל בהן עמד על כ- 66.7 מיליארד ₪.

הקרנות הכספיות מסווגות בהתאם למאפיינים העיקריים שלהן, בפילוח הבא :

מספר קרנות	שווי נכסים (מיליארד ₪)	כותרת משנית	כותרת ראשית	כותרת על
16	54.6	כספית שקלית עם קונצרני	כספית שקלית	קרן כספית
1	1.2	כספית שקלית ללא קונצרני		
8	2.5	חשופת דולר	כספית מט"חית עם קונצרני	
9	8.5	נקובת מט"ח		
34	66.7	סך הכל		

¹¹ להרחבה ראו נתוני שיעורי ההשקעה בקרנות כספיות בעולם לשנת 2020, לשנת 2021 ולשנת 2022.

בעת הזו, בסביבת הריבית הנוכחית, הקרנות הכספיות הקיימות מצליחות לגייס סכומים בהיקפים יחסית גבוהים והציבור מתחיל להיחשף אליהן כתחליף נזיל לפיקדונות. עם זאת, על אף הגידול היחסי בהיקף חשיפת הציבור אליהן, נראה כי חשיפה זו עדיין מוגבלת וכי מרבית הציבור עדיין אינו תופס את הקרנות הכספיות כמוצר תחליפי לפיקדונות בעת קבלת החלטות השקעה.

בפרט, במצב הנוכחי בולטים שני היבטים מרכזיים הנוגעים לפעילות הקרנות הכספיות:

- אטרקטיביות הקרנות הכספיות והתאמת מאפייניהן כתחליף לפיקדונות: במצב הקיים, מגבלות הנכסים החלות על הקרנות הכספיות, לצד היעדר יכולתן להציג תשואה צפויה, מציבות אותן בעמדת נחיתות מסוימת אל מול הפיקדונות הבנקאיים.
- חשיפה לציבור: לאור חובת הייעוץ אשר חלה על הקרנות הכספיות, ולאור העובדה כי בהתאם לנתונים עולה כי סף הכניסה לקבלת ייעוץ השקעות משתנה בין הבנקים ונע בטווח שבין 50,000 ₪ ל – 500,000 ₪ ולעובדה שבפועל ישנן כ- 355 אלף לקוחות מיועצים בלבד בכל המערכת הבנקאית¹², נראה כי חשיפת הציבור הרחב למוצרי הקרנות הכספיות אינה מספקת. יתרה מזאת, לאור העובדה כי כיום האפשרות של מנהלי הקרנות לשלם עמלות לגורמים מתווכים הינה מוגבלת, הרי שהתמריץ הכלכלי של שחקנים חדשים להיכנס לעולמות תיווך הקרנות הכספיות הינו מוגבל.

בשנת 2014 נוספה אפשרות להציע קרן כספית מסוג קפ"מ (קרן פיקדונות ומלוות), על רקע עליות ריבית קודמות, אם כי בשעת השקת האפשרות להציע מוצר זה, תנאי השוק השתנו וריבית בנק ישראל נכנסה למגמת ירידה, דבר אשר פגע בשעתו בתמריץ השקת המוצר מצד מנהלי הקרנות. תכלית השקת הקפ"מ הייתה ליצר תחרות לפיקדונות בבנקים ואלו המאפיינים שהוגדרו בזמנו לצורך כך¹³:

1. מזעור הסיכון הגלום בקרן, על ידי צמצום רשימת הנכסים שיוחזקו בה לנכסים הסולידיים ביותר מבין אלה המותרים להחזקה בקרן כספית, ובמח"מ קצר יותר;
2. ניהול הקרן כקרן מועדים קבועים שניתן לרכוש ולמכור את יחידותיה אחת לשבוע, דבר אשר יקטין את התנודתיות בקרן, יקנה וודאות גבוהה ביחס להשגת תשואה נומינאלית חיובית בין מועד למועד ואפשרות לתת מידע בדבר אומדן תשואה שנתית הגלומה בנכסי הקרן;
3. מתן אפשרות להנגשת מוצר זה לציבור גם באמצעות מי שאינם בעלי רישיון לפי חוק היעוץ.

כפי שניתן לראות, קיים דמיון מסוים בין התכליות שליוו את גיבוש קרן הקפ"מ לבין התכליות המפורטות במסמך זה. עם זאת, החלופות המפורטות בהמשך מסמך זה נועדו לספק פתרון שלם ונכון יותר ליצירת התחרות לפיקדונות הבנקאיים, בין היתר לאור הניסיון והידע אשר נצבר מאז השקת הקפ"מ. בפרט, החלופות המוצעות במסמך זה עתידות הן להגביר את אטרקטיביות המוצר מצד ציבור המשקיעים על ידי הצגת תקופות השקעה מגוונות יותר וריבית צפויה, והן להגביר את

¹² להרחבה ראו את דוח הרשות לניירות ערך שפורסם בחודש ינואר 2023 בנושא מאפייני ההשקעות באמצעות מערכי הייעוץ בבנקים, [קישור](#).

¹³ מתוך ההוראה למנהלי הקרנות בדבר קרן מלוות ופיקדונות (קפ"מ), [קישור](#).

האטרקטיביות בעבור מנהלי הקרנות אשר ייהנו מאפשרויות השקעה מגוונות יותר ומודלי תגמול אטרקטיביים יותר.

להלן תוצג טבלה המרכזת את עיקרי מאפייני המוצרים הקיימים כיום בשוק הכסף:

נושא	קרנות כספיות (מצב נוכחי)	פיקדונות בנקאיים	מק"מים
יכולת הצגת תשואה	לא ניתן להציג תשואה צפויה	הצגת ריבית ידועה מראש (קבועה / משתנה)	תשואה ידועה מראש בעת החזקה לפדיון
סיכון ההשקעה	השקעה בנכסים בסיכון נמוך ובמגבלות פיזור; קיים סיכון נמוך לקרן ההשקעה	השקעה בסיכון נמוך, ללא חשש ממשי לקרן ההשקעה (סיכון אשראי בהתאם לדירוג הבנק עצמו).	השקעה בסיכון נמוך אל מול בנק ישראל.
מיסוי	אירוע מס בעת מימוש האחזקה בקרן; מס של 25% על הרווח הריאלי בלבד	מיסוי של 15% על הרווח הנומינלי	מיסוי של 15% על הרווח הנומינלי
נזילות	ניתן למימוש בכל סוף יום מסחר	מימוש לרוב רק בתום תקופת הפיקדון	נזילות וסחירת גבוהים
דרישה לחובת ייעוץ	קיימת	לא קיימת	קיימת
נגישות הציבור	היכרות נמוכה יותר בציבור ונגישות פחותה לעיתים בערוצים המקובלים	מוכר לציבור ונגיש בערוצים המקובלים	היכרות נמוכה יותר בציבור ונגישות פחותה לעיתים בערוצים המקובלים

לאחר בחינת מאפייני הפיקדונות למול מאפייני הקרנות הכספיות, אנו סבורים כי אין בקפ"מ כדי לגשר על פערים אלו ממספר סיבות: פוטנציאל תשואה נמוך יותר מהקרנות הכספיות הנזילות יומית לאור מגבלות השקעה ופיזור מחמירים יותר, היעדר יכולת להציע ללקוחות מוצרים לתקופת השקעה מוגדרת ותשואה ידועה מראש למשך תקופת ההשקעה שאינה שבוע. בנוסף, המודל הקיים לא נותן מענה שלם לכניסה של שחקנים חדשים לתיווך מוצר זה, על אף הסרת חובת הייעוץ ברישיון.

לאור זאת, מוצע לפתח את הקרנות הכספיות באופן אשר יאפשר להן להציע תחרות טובה אל מול מוצרי שוק הכסף, להנגישן באופן אפקטיבי יותר, ובכך לשרת את טובת המשקיע מתוך הבנה, כאמור, כי תחרות תביא למיצוי התנאים שיוכל לקבל – הן בגזרת הפיקדונות והן בגזרת הקרנות הכספיות.

להלן תוצג סקירה בינלאומית ביחס להתפתחות הקרנות הכספיות בעולם והפיכתן לחלק משמעותי בתיק ההשקעות וב"שוק הכסף".

ד. סקירה בינלאומית

פרק זה מרכז את ממצאי הסקירה הבינלאומית והדין המשווה אשר נערכו ביחס לסוגיות ולחלופות המוצעות המפורטות בהמשך מסמך זה. בפרט, פרק זה כולל את ממצאי הסקירה הבינלאומית ביחס לנושאים הבאים: שוק הכסף, קרנות כספיות בעולם, מנגנוני Sweep Accounts והשתתפות במכרזים מוניטריים של בנקים מרכזיים. הסוגיות והחלופות המוצגות בהמשך מסמך זה נבחנו, בין היתר, בהתייחס לממצאי הסקירה המפורטים בפרק זה ונלקחו בחשבון בבחירת החלופות הרצויות.

1. שוק הכסף

מסקירה של הדין הנוהג בעולם, ההגדרה המקובלת של שוק הכסף היא שוק של מוצרים נזילים קצרי טווח, עד שנה, בעלי סיכון אשראי נמוך אשר משרתים, בשל מאפיינים אלו, את היציבות המוניטרית, כך למשל בארה"ב¹⁴:

⁵ More specifically, the set of money market instruments includes federal funds and Eurodollars, various types of repo, U.S. Treasury bills, agency discount notes, unsecured and asset-backed commercial paper, and large negotiable time deposits. The major borrowers in these markets include depository institutions (DIs or banks) – both domestic banks as well as foreign banking organizations (FBOs) – broker-dealers, governments, and nonfinancial corporations. The major lenders in these markets include money market mutual funds (MMMFs), government-sponsored enterprises (GSEs), and securities lending programs. Historically, some entities – including GSEs, banks and broker-dealers – both borrow and lend in these markets.

¹⁴ מתוך סקירה של שוק הכסף שהוגשה לוועדה המוניטרית של הבנק המרכזי של ארצות הברית (Federal Reserve System, "FED").

ובאירופה¹⁵ :

את שוק הכסף מרכיבים מוצרים כגון פיקדונות, עסקאות מכר חוזר ("ריפוי"), אג"ח ממשלתי, נע"מ ועוד, כאשר ה"קרנות הכספיות" (Money Market Fund, MMF) בשל טיב הנכסים בהן הן משקיעות ורמת נזילותן, הן חלק בלתי נפרד מקיומו של שוק זה.

Money markets include several markets and instruments which share the characteristic of providing short-term funding or collateral, with maturity of transactions of up to and including one year. This includes short-term unsecured loans, secured short-term loans (such as repurchase "repo" agreements), sovereign bills, commercial papers, certificates of deposit, and money market mutual funds. Participants in money markets include banks, non-bank financial institutions such as investment funds and money market funds, as well as non-financial corporations.

בנוסף, מסקירה משווה של שוק מוצרי הכסף, ניכר שבעולם תחום זה משמש את המערכת בין היתר לצורכי יציבות מוניטרית, למשל בארצות הברית ובאירופה^{16,17}. כמו כן, על אף שבעולם מקובל לכלול מגוון של מוצרים תחת אכסניית "שוק הכסף", בארץ שוק זה מפותח פחות.

2. קרנות כספיות בעולם (Money Market Funds)

להלן תוצג סקירה של הגדרות ומאפייני הקרנות הכספיות (Money Market Funds) בתחומי שיפוט נבחרים בעולם. מהסקירה מטה ניתן ללמוד כי למעט באוסטרליה, קיים דמיון רב במאפייני ובהגדרת הקרנות הכספיות בתחומי השיפוט השונים, כאשר בכלל תחומי השיפוט ניכר כי נשמרים המאפיינים המרכזיים של סיכון נמוך ונזילות גבוהה.

בעולם, נכון לסוף שנת 2022, שווי הקרנות הכספיות עמד על כ-8.9 טריליון דולר והיווה כ-15% מסך שווי קרנות הנאמנות¹⁸. הגרף להלן מציג את פילוח סוגי קרנות הנאמנות בעולם וממחיש את החלק המשמעותי שהן תופסות בתיק ההשקעות :

¹⁵ ECB Working Paper Series No 2483/October 2020, עמ' 10.

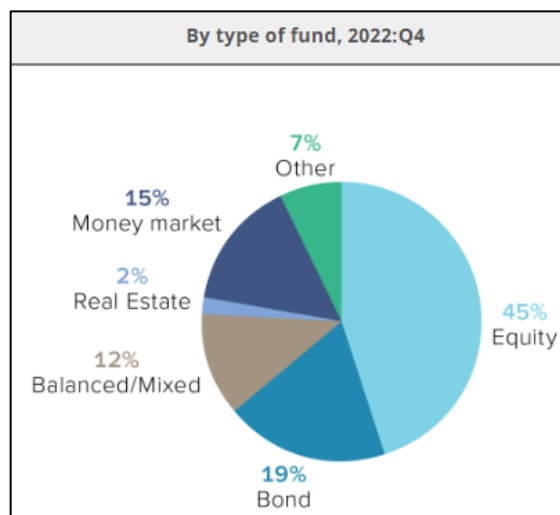
¹⁶ "...The major borrowers in these markets include depository institutions (DIs or banks) – both domestic banks as well as foreign banking organizations (FBOs) – broker-dealers, governments, and nonfinancial corporations..." מתוך סקירה של שוק הכסף שהוגשה לוועדה המוניטרית של הבנק המרכזי של

ארצות הברית (Federal Reserve System, "FED").

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20160713memo02.pdf>

¹⁷ "...Participants in money markets include banks, non-bank financial institutions such as investment funds and money market funds, as well as non-financial corporations..." מתוך ECB Working Paper Series No 2483/October 2020, עמ' 10.

¹⁸ [Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows Fourth Quarter 2022](#).



ארצות הברית

בארצות הברית קרנות כספיות הן קרנות נאמנות, אותן ה-SEC (The U.S. Securities and Exchange Commission) מאסדרת החל משנות ה-70, בהתאם לחוק Investment Company Act of 1940 על מנת לאפשר למשקיעים לרכוש מאגר של ניירות ערך המספקים תשואה גבוהה יותר מזו המתקבלת בחסכוניות בחשבונות הבנק, ואשר מאופיינים בהשקעה במוצרי חוב באיכות גבוהה ולתקופה קצרה¹⁹.

בארצות הברית ישנם מספר סוגים של קרנות כספיות – קרנות שמשקיעות בעיקר באג"ח ממשלתי, קרנות פטורות ממס שמשקיעות באג"ח מוניציפלי פטור ממס בלבד וקרנות כספיות "סטנדרטיות" שמשקיעות במוצרי השקעה בשוק הכסף. במהלך השנים, בוצעו מספר רפורמות שנועדו להבטיח את נזילות הקרנות ולשמור על המאפיינים הסולידיים שלהן. בסוף שנת 2022 נוהלו כ- 5.2 טריליון דולר בכלל הקרנות הכספיות בארה"ב. עיקר הנכסים (80%) מנוהלים בקרנות המשקיעות בעיקר באג"ח ממשלתי.

להלן סוגי הקרנות הכספיות בארצות הברית ומאפיינים עיקריים:

¹⁹ [להגדרה המורחבת, ראו התייחסות באתר ה-SEC.](#)

Government	Prime Retail prime or tax) (exempt	Prime Institutional prime or tax) (exempt	סוג קרן כספית
שערוך חשבונאי	שערוך חשבונאי	מחיר סוף יום בבורסה	שערוך נכסים מוחזקים בקרן
לפחות 99.5% : - אג"ח ממשלתי - מזומנים - הסכמי ריפו על אג"ח ממשלתי	- אג"ח ממשלתי - אג"ח קונצרני שהדירקטוריון קבע שמשקף סיכון אשראי מינימאלי - מזומנים - פיקדונות - ריפו	- אג"ח ממשלתי - אג"ח קונצרני שהדירקטוריון קבע שמשקף סיכון אשראי מינימאלי - מזומנים - פיקדונות - ריפו	נכסים
		60 ימים	מח"מ (מקסימום)
		120 ימים	מח"מ ני"ע בריבית משתנה (ללא התייחסות למועדי איפוס ריבית)
		397 ימים	מועד פדיון (מקסימום)
		נזילות מספקת לצפי הפדיונות בקרן. כמו כן, יש לפתח תהליכים לזיהוי משקיעים שבקשות הפדיון שלהם יכולות לסכן את הקרן.	רמת הנזילות בקרן
		לפחות 10% בנכסים עם נזילות יומית : - מזומנים - אג"ח ממשלתי - ני"ע ערך שניתן לממש תוך יום אחד	מינימום נזילות יומית
		לפחות 30% בנכסים עם נזילות שבועית : - מזומנים - אג"ח ממשלתי - אג"ח בערבות מדינה שמונפק בדיסקאונט	מינימום נזילות שבועית
		עד 5% בני"ע שלא ניתן לממש בתוך 7 ימים במחיר השוק שלהם.	ני"ע לא נזילים
		יומי	תדירות פדיון

להלן נתוני החזקות בפועל ושווי נכסי הקרנות הכספיות בארה"ב, נכון לסוף שנת 2022:

Government	Prime	
15 יום	14 יום	מח"מ
60 יום	45 יום	מח"מ ני"ע בריבית משתנה (ללא התייחסות למועדי איפוס ריבית)
84.7%	46%	שיעור נכסים עם נזילות יומית
90.2%	56%	שיעור נכסים עם נזילות שבועית
38.2%	0.5%	אג"ח ממשלתי
61.6%	46%	ריפן
0%	25%	פיקדונות
0%	25%	Commercial Paper
0.02%	1%	אג"ח מוניציפלי
3,984	664.8	שווי נכסים (מיליארדי דולר)
18%	3%	שיעור מסך נכסי הקרנות

האיחוד האירופי

באירופה, קרנות נאמנות הן קרנות מסוג UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) שמוסדרות בדירקטיבה של האיחוד. פעילותן של הקרנות הכספיות מוסדרת תחת דירקטיבת ה - Money market Regulation (EU) 2017/1131 Funds 13 - . בנובמבר 2022, שווי נכסי הקרנות הכספיות באירופה עמד על כ- 1.57 טריליון יורו והיווה כ- 13% משווי נכסי הקרנות באירופה.

בהתאם לדירקטיבה האירופאית, קרנות כספיות מוגדרות כקרנות נאמנות המחזיקות נכסים באיכות גבוהה ולזמן קצר, באופן שמאפשר למשקיע נזילות גבוהה וסיכון נמוך. ההוראות הרגולטוריות באיחוד מגדירות שלוש קטגוריות של קרנות כספיות, הנבדלות בין היתר באופן תמחור הנכסים, ותנודתיות מחיר יחידת הקרן:

Variable Net Asset Value (VNAV) – שערך לנכסים המוחזקים לפי מחירם בשוק. כ-48% מסך הקרנות הכספיות באירופה. קרנות מסוג זה מתחלקות לשני תתי סוגים – קרנות לטוח קצר להן מגבלות השקעה מחמירות יותר, וקרנות סטנדרטיות.

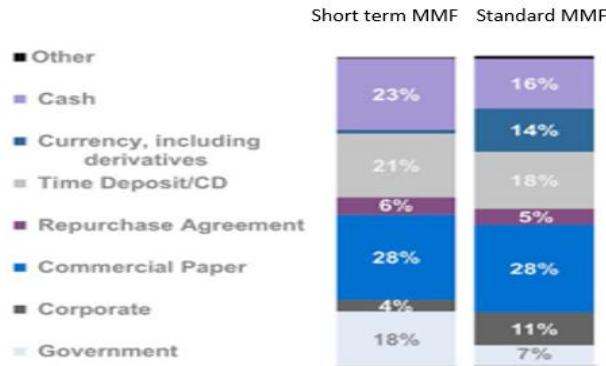
Constant Net Asset Value (CNAV) – מחיר הקרן נשאר קבוע ואינו משתנה, כשהקרן מחלקת את כל רווחיה. לפחות 99.5% משווי נכסי הקרן מושקעים באג"ח סחיר. כ- 8% מסך הקרנות באירופה.

Low Volatility Net Asset Value (LVNAV) – מחיר הקרן קבוע, ונקבעו מגבלות מחמירות יותר ודרישות נזילות גבוהות. מהוות 44% מסך הקרנות הכספיות באירופה.

להלן טבלה המתארת את מאפייני סוגי הקרנות הכספיות באירופה:

	Short-term MMF			Standard MMF
	CNAV MMF	LVNAV MMF	VNAV MMF	VNAV MMF
WAM (max)	60 days	60 days	60 days	Six months
WAL (max)	120 days	120 days	120 days	12 months
Maturity (max)	397 days	397 days	397 days	397 days or less, or 2 years when the next interest reset is within 397 days
Daily liquid assets (min)	10%	10%	7.5%	7.5%
Weekly liquid assets (min)	30%	30%	15%	15%
Dealing NAV	Two decimals (provided NAV deviates <50 bps)	Two decimals (provided NAV deviates <20 bps)	Four decimals	Four decimals
Valuation	Amortized costs	Amortized cost for instruments ≤ 75 days; Mark-to-market for instruments > 75 days	Mark-to-market	Mark-to-market
Gates and fees	Optional and mandatory triggers	Optional and mandatory triggers	Optional	Optional

להלן פילוח הנכסים המוחזקים בקרנות כספיות באירופה:



אוסטרליה

החוק במדינה אינו מגדיר באופן מפורש קרנות כספיות, והפיקוח והאסדרה שלהן נעשים בדומה לפיקוח ולאסדרה של קרנות השקעה מנוהלות אחרות תחת ה-The Corporations Act. בהתאם, החוק וההוראות באוסטרליה לא קובעים מגבלות ייעודיות לעניין ההגדרה של קרן כספית ולעניין דרישות הנזילות והפיזור של נכסי הקרנות הכספיות. בדו"ח שפרסם (ASIC - Australian Securities and Investments Commission) בשנת 2012²⁰, בחן הארגון את

²⁰ [Money market funds, FDIC, 2012.](#)

הצורך באסדרה של שוק הקרנות הכספיות באוסטרליה, והתאמה שלו להמלצות ארגון ה-IOSCO לנושא זה.

הדו"ח מציין כי כתוצאה מהיעדרה של הגדרה לקרנות כספיות, החוק האוסטרלי לא קובע מגבלות לעניין סוגי הנכסים בהם יכולה להשקיע הקרן הכספית, וזאת בכפוף לכך שהשקעות נכסי הקרן תעלה בקנה אחד עם הגילויים שנמסרים ללקוח:

The Corporations Act requires that the assets of the fund must be consistent with what is disclosed to investors, to ensure that disclosure is not misleading .

It does not impose restrictions on the type of assets a money market fund may invest in²¹.

במסגרת הבחינה המתוארת, בדו"ח דגמו מספר קרנות אשר הגדירו את עצמן כקרנות כספיות, וזאת על מנת לבחון את מאפייני תיק ההשקעות של קרנות אלו, אל מול מגבלות ההשקעה הנהוגות בתחומי שיפוט אחרים בעבור קרנות כספיות. הבחינה העלתה שקרנות אלו התאפיינו בתיק השקעות בעל מח"מ קצר וסיכון נמוך, וזאת על אף היעדר דרישות מפורשות לעניין זה:

- 72% מהנכסים שהוחזקו על ידי הקרנות הכספיות סווגו כמזומנים (Cash²²).
- 17% מכשירי חוב והכנסה קבועה (Debt and fixed income securities²³).
- 8% מוצרים משכנתאות (Mortgage²⁴).
- 3% נגזרים (Derivatives²⁵).

מסקנה דומה עולה מתשקיף קרן "UBS Cash Fund", שם ניתן לראות כי נכסי הקרן מושקעים בהתאם לחלוקה הבאה: פיקדונות (~87%), מזומן (4.5%), ניירות מסחריים לטווח קצר (~1%) וניירות ערך בריבית משתנה (~7%). כמו כן, מתשקיף הקרן ניתן ללמוד כי הקרן עתידה לאפשר למשקיעים לפדות את השקעתם בכל עת, וזאת למעט במקרים חריגים.

הונג קונג

²¹ ראו סעיף 39 לדוח ASIC, עמוד 15.

²² negotiable certificates of deposit, discount notes, Cash receivables, bank deposits, time/call deposits equivalent securities and other money market bills, non-Australian dollar denominated cash, cash bank securities.

²³ exchange, promissory notes, notes, asset backed Government and semi-government securities, bills of treasury bills, and asset backed securities. corporate floating or fixed rate debts, commercial paper, bonds and mortgage-backed securities. Mortgage securities, collateralised mortgage obligations

²⁵ Derivatives are primarily used for hedging. Repurchase agreements and foreign exchange contracts purposes.

פעילותן של הקרנות הכספיות בהונג-קונג מוסדרת במסגרת מדריך ה-SFC²⁶ - "SFC Handbook for Unit Trusts and Mutual Funds, Investment-Linked Assurance Schemes and Unlisted Structured Investment Product"²⁷. במסגרת המדריך נקבעו המגבלות והדרישות להשקעה בקרנות נאמנות ככלל, ובפרט הנחיות לעניין מגבלות ההשקעה בגופים בודדים או בקבוצת חברות.

סעיף 8.2 למדריך מוסיף על האמור בסעיף 7 וקובע כללי השקעה ייעודיים בעבור Money Market Funds, ובכלל זה קובע מגבלות לעניין מינימום ההשקעה הנדרשת בנכסים נזילים יומית ובנכסים נזילים שבועית. יצוין כי בפתחו של סעיף 8.2 מדגיש המדריך את החובה מצד מנהלי הקרנות לציין כי רכישה של יחידות קרן אינה זהה להשקעה בפיקדונות בנקאיים.

Money market fund	
נכסים	- פיקדונות לזמן קצר ; - מוצרי שוק הכסף באיכות גבוהה ²⁸ ;
מח"מ (מקסימום)	60
מח"מ (ללא התייחסות למועדי איפוס ריבית בני"ע בריבית משתנה)	120
מועד פדיון (מקסימום)	- 397 ימים. - שנתיים בעבור ניירות ערך ממשלתיים ומסחריים.
מינימום נזילות יומית	לפחות 7.5% בנכסים עם נזילות יומית : - מזומנים - ני"ע ערך שניתן לממש תוך יום אחד
מינימום נזילות שבועית	לפחות 15% בנכסים עם נזילות שבועית : - מזומנים - ני"ע ערך שניתן לממש תוך 5 ימים

²⁶ Securities and Futures Commission of Hong Kong.

²⁷ [SFC Handbook for Unit Trusts and Mutual Funds, Investment-Linked Assurance Schemes and Unlisted Structured Investment Products.](#)

²⁸ Money market instruments refer to securities normally dealt in on the money market, for example, government bills, certificates of deposit, commercial papers, short term notes and bankers' acceptances.

Money market fund	
עד 10% בגוף בודד, למעט במקרים מסוימים, כגון:	מגבלת השקעה בגוף בודד
- כאשר הצד הנגדי מוגדר כתאגיד פיננסי משמעותי וגובה ההשקעה אינו עולה על 10% מהון התאגיד הפיננסי, המגבלה הינה 25%.	
- השקעה בניירות ערך של מנפיק ממשלתי או ציבורי.	
- פיקדונות מתחת ל-1 מיליון דולר, כאשר פיקדון כאמור נדרש לקרן לצורך גיוון ההשקעה לאור גודלה.	

אנגליה

באנגליה, שוק הכסף מוגדר כאחד מהכלים ליצירת נזילות ועמידות במערכת הפיננסית²⁹. זאת מאחר שהוא נתפס ככלי בעבור משקיעים לגוון את סיכוני האשראי שלהם, בעוד שהם מייצרים תשואה בטווח זמנים קצר. פעילותן של הקרנות הכספיות באנגליה מאוסדרת על-ידי ה-FCA (Financial Conduct Authority), ומדו"ח שהפיקה הרשות עולה שקרוב למחצית מהחברות שפועלות ב-FTSE 100 עושות שימוש כזה או אחר בקרנות שוק הכסף, כשרובן מגדירות השקעות אלה כ"מקבילות מזומן"³⁰.

עד לברקזיט, הדירקטיבה שמגדירה את מוצרי שוק הכסף באיחוד האירופי חלה גם באנגליה (ראו "איחוד אירופי" לעיל). לאחר שהתקבלה החלטת העזיבה נחקקה רגולציה מקומית לשוק הכסף באנגליה³¹, אשר אימצה חלק מהדירקטיבה האירופית בצד הטמעת שינויים שמאפשרים הקמה של שוק פנימי, שיפעל בין היתר במטבע סטרלינג³². במדינה פועלות גם קרנות כספיות שעושות שימוש בדולר וביורו³³.

²⁹מתוך דו"ח היציבות של שוק מוצרי הכסף של ה-FCA (להלן: "הדו"ח").

: <https://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp22-1.pdf>

"Companies and financial institutions across the economy need to manage their reserves of cash in a sustainable and robust way to support their operations, manage their risks and respond to events. One way in which the financial sector supports this need is through providing cash management products, including via Money Market Funds (MMFs)".

³⁰ פסקה 2.5 בדו"ח.

³¹ UK MMF Regulation.

³² <https://www.legislation.gov.uk/uksi/2019/394>

³³ פסקה 2.4 בדו"ח.

קרנות כספיות מוגדרות כקרנות נאמנות פתוחות, כשרובן הן קרנות מסוג UCITS, הנהות לאלה שפועלות באיחוד האירופי ומוגדרות מכוח אותה ההוראה אשר חלה באנגליה טרם עזיבתה את האיחוד; ומיעוט שלהן הן קרנות אלטרנטיביות, שהרגולציה שחלה עליהן היא ³⁴FSMA (Financial Services and Markets Act).

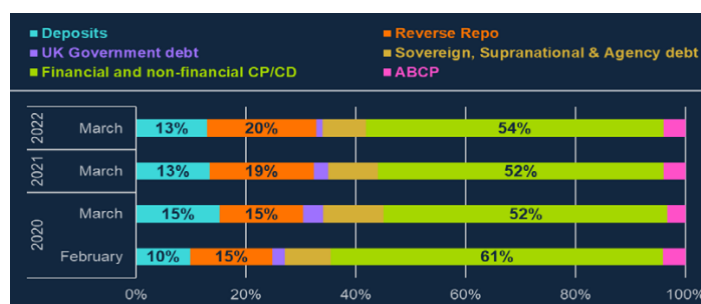
החוק באנגליה מבחין בין קרנות כספיות סטנדרטיות, לבין קרנות קצרות-מועד, ומבחין בין שלושה מודלים של פעילות של קרנות כספיות ³⁵:

1. קרן PDCNAV (Public Debt CNAV בטבלה מטה), קרן כספית קצרת-מועד.
2. קרן LVNAV (Low Volatility NAV בטבלה מטה), קרן כספית קצרת-מועד.
3. קרן VNAV (Variable NAV), קרן שיכולה להיות קצרת-מועד (Short Term VNAV בטבלה מטה) או סטנדרטית (Standard VNAV בטבלה מטה).

קרנות אלה נבדלות באופיין ובהרכב הנכסים אותם הן רשאיות להחזיק. למשל, אחוז מסוים מנכסיהן צריך להיות בעל נזילות יומית (DLA – Daily Liquid Assets), בעלי מועד מימוש של יום עסקים אחד; ואחוז מסוים בעל נזילות שבועית (WLA – Weekly Liquid Assets), בעלי מועד מימוש של חמישה ימים. כמו כן, לקרנות הכספיות יש מגבלות על הממוצע המשוקלל של הבשלת הנכסים שבעלותן (WAM – Weighted Average Maturity) ועל הממוצע המשוקלל של אורך חיי הנכסים (WAL – Weighted Average Life), אשר נועדו להגביל את סיכוני הריבית והאשראי בקרנות מהסוגים השונים. לבסוף, ישנן מגבלות על סוגי הנכסים שביכולתן להחזיק, שצריכים להיות בעלי מועד הבשלה של פחות מ-397 ימים. הרכב הנכסים אותם כל קרן יכולה להחזיק מופיע בטבלה להלן:

Requirement	Standard VNAV	Short term VNAV	LVNAV	Public Debt CNAV
DLA	7.5%	7.5%	10%	10%
WLA	15%	15%	30%	30%
WAM	< 6 months	< 60 days	< 60 days	< 60 days
WAL	< 12 months	< 120 days	< 120 days	< 120 days
Assets	Any short term	Any short term	Any short term	99.5% public debt

סוגי הנכסים בהן משקיעות הקרנות הכספיות שפועלות בפאונד:



³⁴ פסקה 2.23 בדו"ח.

³⁵ פסקה 2.19 לדו"ח.

לסיכום, מסקירת דין משווה בארה"ב, אירופה והונג קונג אנו למדים על סוגים שונים של Money Market Funds, כולן משקיעות ב"שוק הכסף" אך רמות הסולידיות משתנות בהתאם ליעוד הקרן, ושיעורי הפיקדונות המוחזקים בהן נמוכים יחסית. כמובן כל זאת לצד העובדה שמדובר בשווקים בהם שוק הכסף מאוד מפותח ומציע חלופות השקעה רבות מלבד פיקדונות. מדובר בשוק גדול מאוד ולכן בעל השפעה על מוצרי שוק הכסף והוא נדרש לשמור על תנאי נזילות גבוהים. באוסטרליה ניתן לראות כי קרנות Money Market Funds, על אף שאינן מוגדרות ככאלה בסיווג יעודי, מתנהלות ככאלה וכן עשויות להשקיע בפיקדונות בשיעורים גבוהים (קרוב ל- 90% משווי נכסי הקרן).

3. Sweep Accounts

האופן שבו לקוחות מנהלים את יתרות המזומן בחשבון הבנק שלהם עבר שינוי משמעותי בארצות הברית בשנת 1994. הבנק המרכזי של ארצות הברית (Federal Reserve System), להלן: "FED" אפשר לבנקים הקמעונאים להשתמש בתוכנה חדשה שמתייגת אוטומטית יתרות של לקוחות בחשבון עובר ושב כפיקדונות המושקעים בשוק הכסף³⁶. בפועל, אותה התוכנה היא שמאפשרת תפעול של חשבונות Sweep (Sweep Account) המשמשים ככלי לניהול מזומן של פרטים. לאחר ארצות הברית מדינות נוספות אפשרו שימוש בתוכנות דומות, כך למשל מספר מדינות האיחוד האירופי, אנגליה, קנדה, סינגפור והונג קונג אפשרו את השימוש בחשבונות Sweep.

באנגליה רפורמת הבנקאות הפתוחה נמצאת בשלבי יישום מתקדמים ובנובמבר 2020 הגוף האמון על יישום ותחזוקה של תקן הבנקאות הפתוחה (Open Banking Implementation Entity, להלן: "OBIE") פרסם מסמך היוועצות שעסק ביישום של העברות כספים (Sweeping, להלן: "סוויפינג") במסגרת הבנקאות הפתוחה³⁷. המסמך מציג עשרה יישומים אפשריים של סוויפינג, לרבות העברה של כספים מחשבון עובר ושב לחשבון עובר ושב בבנק אחר – על מנת לאפשר ללקוחות לנתב כספים בין בנקים בצורה מהירה ויעילה; מחשבון עובר ושב (נקרא במסמך שלהם "Current Account") לחשבון דיגיטלי (E-Money Account) – על מנת לאפשר לנתב את כספו של הלקוח לאפיקי חיסכון והשקעה; מחשבון עובר ושב לחשבון חיסכון – על מנת לאפשר ללקוח צבירת ריבית על יתרות המזומן שלו; מחשבון עובר ושב לחשבון הלוואה או משכנתא – על מנת לאפשר לשלם הלוואות או משכנתא בצורה מהירה יותר ולהפחית את עלות החוב; ומחשבון חיסכון לחשבון עובר ושב – על מנת להפחית את האוברדרפט (משיכת יתר) בחשבון העובר ושב ולהפחית את עלות החוב.

לסיכום, ניתן לראות כי במספר תחומי שיפוט, ובעיקרם בארצות הברית, גובשה מסגרת רגולטורית המסדירה את פעילות מנגנון ה-Sweep Accounts במערכת הבנקאית. עם

³⁶ ראו עמוד 1 במאמר של הבנק המרכזי של סנט לואיס:

Federal Reserve Bank of St. Louis, "Retail Sweep Programs and Bank Reserves, 1994-1999".

³⁷ ראו עמוד 6 מסמך של ה-OBIE שפורסם בנובמבר 2020:

[Open Banking Implementation Entity, "Sweeping Evaluation Consultation" \(November 2020\).](#)

התפתחות יוזמת הבנקאות הפתוחה, מוסדרת פעילות ה-Sweeping גם בהקשר זה, וזאת על מנת לאפשר שימוש במנגנון זה לטובת מגוון פתרונות ומוצרים.

4. השתתפות במכרזים מוניטריים של בנקים מרכזיים

ארה"ב

רקע: הבנק הפדרלי של ארצות הברית מפעיל מספר כלים מוניטריים המשמשים אותו לצורך מימוש מדיניותו המוניטרית.

בין הכלים המוניטריים המופעלים על ידי הבנק הפדרלי ניתן למצוא, בין היתר, את הכלים הבאים המאפשרים למוסדות הכשירים להפקיד כספים בבנק הפדרלי ולקבל בעבורם ריבית:

- Interest on Reserve Balances

- Term Deposit Facility

באמצעות מכשיר ה-Term Deposit Facility מתאפשר לבנק הפדרלי להציע לגופים הכשירים ריבית בעבור הפקדת כספים בפקדונות לתקופות קבועות ומוגדרות.

הגופים הרשאים לקחת חלק במכרזים המוניטריים של ה-FED: הסמכות של הבנק הפדרלי לשלם ריבית בעד כספים המופקדים אצלו על ידי גופים כשירים (Eligible Institutions) מוסדרת תחת ה-Financial Services Regulatory Relief Act of 2006. Eligible Institutions מוגדרים תחת ה-Section 19(b)(1)(a) של ה-Federal Reserve Act וכוללים:

- בנק מבוטח או שרשאי לבקש להיות מבוטח.
- אגודות חיסכון ואגודות חיסכון הדדיות.
- בנק לחיסכון או בנק שיכול להגיש בקשה להיות בנק מבוטח.
- תאגיד אשראי מבוטח או תאגיד אשראי שיכול להגיש בקשה להיות מבוטח.
- תאגיד הלוואות שנכנס בגדרי חוק ההלוואות לרכישת דיור.
- איגוד חיסכון מבוטח או שרשאי להגיש בקשה להיות מבוטח.

אירופה

רקע: הבנק האירופאי המרכזי, ה-ECB, מציע שורה של כלים מוניטריים אשר תפקידם לסייע לו בניהול המדיניות המוניטרית. כחלק מכלים מוניטריים אלו מציע ה-ECB את ה-Standing facilities אשר תפקידם לסייע בניהול הנזילות היומית במערכת הפיננסית, לרבות מתן אפשרות לגופים כשירים להפקיד כספים ליום אחד בעבור ריבית המשולמת על ידי הבנקים המרכזיים באירופה, ה-Deposit facility.

במסגרת ה-Deposit facility הגופים מפקידים פיקדונות למשך הלילה ונהנים מריבית אשר לרוב משמשת כריבית המינימלית לקביעת שיעור הריבית הבין-בנקאית.

הגופים הכשירים לקחת חלק במסגרת ה-Deposit facility:

השימוש בכלים המוניטריים המוצעים על ידי ה-ECB וב-Deposit facility בפרט מוגבל לגופים המוגדרים כ-eligible counterparties בלבד.

על פי ה-ECB גופים אלו כוללים בנקים³⁸, כהגדרתם ב- Article 4 of of Directive 2006/48/EC³⁹, אשר נדרשים לשמירת כספי רזרבה כפי שקובע ה-ECB⁴⁰.

אנגליה

רקע: הבנק המרכזי של אנגליה, ה-BOE, מציע שורה של כלים מוניטריים המשמשים לצורך שמירה על יציבות מוניטרית (Monetary Stability) ויציבות פיננסית (Financial Stability). בין הכלים המוניטריים המוצעים על ידי ה-BOE ניתן למצוא הן מכשירי נזילות (בעד בטחונות המועמדים על ידי הגופים הפיננסיים), והן מתן אפשרות לגופים פיננסיים כשירים להפקיד כספים בבנק המרכזי בעד ריבית ה-BOE.

גופים הכשירים לקחת חלק בפעילות המוניטרית של ה-BOE:

בהתאם למדריך אשר מפורסם על ידי ה-BOE בנושא [Bank of England Market Operations](#) [Guide: Our tools](#), ב-BOE מפרטים מי הם הגופים אשר רשאים לקחת חלק בפעילות המוניטרית המוצעת על ידם (Eligible participants).

ראשית, ב-BOE מציינים כי בהשוואה לבנקים מרכזיים רבים אחרים, הגישה לכלים המוצעים על ידם פתוחה למגוון רחב יחסית של גופים פיננסיים כשירים, כאשר שאלת הגישה נקבעת בהתאם לסוג הגוף הפיננסי.

בהתאם למדריך, ב-BOE מבצעים הערכה ביחס לכל קבוצה של גופים פיננסיים למידת כשירותם לקחת חלק במערכת המוניטרית, כאשר הערכה זו כוללת, בין היתר, בחינה של שלושת האספקטים הבאים:

- חשיבותם למערכת הפיננסית;
- מידת סיכון הנזילות (overnight liquidity risk) המנוהל על ידי הגופים במהלך עסקיהם;
- האם הגופים נתונים לביקורת רגולטורית (regulatory scrutiny) הולמת.

ככל והערכת ה-BOE מצביעה על כך שהסוג המסוים של הגופים הפיננסיים עונה על שאלת הכשירות, הרי שכל גוף ספציפי המעוניין לקחת חלק מפעילות המוניטרית של ה-BOE נדרש לעמוד באופן אישי בספים ובדרישות הנקבעים על ידי ה-PRA (או גוף מקביל אחר המפקח על יציבות אותו סוג של גוף) ובתנאים המשפטיים והתפעוליים אשר נקבעו על ידי ה-BOE⁴¹.

³⁸ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/credit.en.html>.

³⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0048>.

⁴⁰ (Annex I). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014O0060>.

⁴¹ [ראו הרחבה במדריך ה-BOE](#).

נכון להיום, סוגי הגופים אשר יכולים להגיש בקשה להשתתפות במערכת המוניטרית באנגליה כוללים⁴²:

- בנקים ואיגודי חיסכון המורשים לקבל פיקדונות.
- חברות השקעה (investment firms) הכפופות לפיקוח יציבותי על ידי ה-PRA (להלן "ברוקר דילר").
- צדדים נגדיים מרכזיים הפועלים בשוק הבריטי, המורשים תחת רגולציית ה-EMIR או מזהים על ידי ה-ESMA.

Operational Standing Facility – הלוואות ופיקדונות מהבנק המרכזי :
 ה-Operational Standing Facility (OSF) מאפשר לגופים המשתתפים להפקיד או ללוות מהבנק המרכזי באופן ישיר, בכל יום עסקים. ה-Operational standing deposit facility מספק לגופים המשתתפים ריבית הנמוכה ב-0.25 מריבית הבנק המרכזי.

להלן יוצגו הטבלאות הבאות מתוך הנתונים המתפרסמים על ידי ה-BOE:
 - טבלה מספר 1 המציגה את פילוח הגופים הרשאים לעשות שימוש בכל אחד מן הכלים המוניטריים של ה-BOE. ניתן לראות כי לצד הבנקים, גם גופים הפועלים כברוקר-דילר וכצדדים נגדיים מרכזיים כשירים לקחת חלק בפעילות ה-Operational standing deposit facility.

- טבלה מספר 2 המפרטת את מספר הגופים הלוקחים כיום חלק ב-Sterling Monetary Framework⁴³.

טבלה מספר 1 – פילוח סוגי הגופים הרשאים להשתתף בפעילות המוניטרית של ה-BOE

Which types of firms can participate in our operations					
	Bank APF asset purchases and sales	Reserves accounts	Operational Standing Facilities	Discount Window Facility	Indexed Long-Term Repo
Banks/building societies	yes	yes	yes	yes	yes
Broker-dealers	yes	yes	yes	yes	yes
Central counterparties	no	yes	yes	yes	no
International Central Securities Depositories	no	yes	yes	no	no

⁴² להרחבה, ראו עמוד ה-BOE בנושא [Apply to participate in the Sterling Monetary Framework](#).

⁴³ מקור, הבנק המרכזי של אנגליה, פירוט נתונים ותוצאות השימוש בכלים המוניטריים.

טבלה מספר 2 – מספר הגופים הלוקחים כיום חלק ב-Sterling Monetary Framework

The number of firms participating in the Sterling Monetary Framework (as at 15 December 2022) are:

Sterling Monetary Framework	226
Reserves accounts and Operational Standing Facilities	217
Open market operations	114
Discount Window Facility	166

לסיכום, ניתן לראות כי מסקירת הכלים המוניטריים בתחומי השיפוט של ארצות הברית, אירופה ואנגליה, עולה כי באיחוד האירופאי ובארצות הברית ההשתתפות במכרזים המוניטריים מוגבלת למספר סוגים מצומצם יותר של גופים פיננסיים, ובפרט מוגבלת לתאגידים בנקאיים וגופים העוסקים באשראי.

באנגליה, הבנק המרכזי, ה-BOE, מאפשר למגוון גדול יותר של גופים פיננסיים לקחת חלק במסגרת המכרזים המוניטריים, הכוללים בנוסף לבנקים ואיגודי חיסכון גם חברות השקעה וצדדים נגדיים מרכזיים וזאת ככל שכפופים לפיקוח יציבות.

יצוין כי ככלל, למעט ה-Term Deposit Facility בארצות הברית, המכרזים המוניטריים משמשים לניהול הנזילות התוך-יומית בשווקים הפיננסיים, ולא כוללים מתן אפשרות לפיקדונות ארוכים יותר.

5. חובת ייעוץ ברישיון ביחס לפיקדונות בנקאיים

אנגליה

חוק השירותים והשווקים הפיננסיים (Financial Services and Markets Act 2000), להלן: "FSMA" הוא חלק מרכזי מהחקיקה המגדירה את המסגרת הנורמטיבית לנותני השירותים הפיננסיים באנגליה. סעיף 19 ל-FSMA קובע כלל לפיו רק אדם בעל רישיון יוכל לעסוק ב"פעילויות מוסדרות"⁴⁴. מכוח ה-FSMA, פורסם בשנת 2001 צו הפעילויות המוסדרות (Regulated Activities Order 2001, להלן: "RAO") הקובע אילו שירותים הינם בגדר "פעילות מוסדרת" הדורשת רישיון. סעיף 53 ל-RAO קובע כי ייעוץ לאדם בנוגע להשקעה דורשת רישיון⁴⁵. ה-FCA אשר מפרסם חוברת ההדרכה (Handbook) היוצקת תוכן לסעיפי ה-

⁴⁴ ראו סעיף 19 ל-FSMA 2000: Financial Services and Markets Act 2000.

[Financial Services and Markets Act 2000.](#)

⁴⁵ ראו סעיף 53 ל-Regulated Activities Order 2001.

[The Financial Services and Markets Act 2000 \(Regulated Activities\) Order 2001.](#)

FSMA והצווים מכוחו, בין היתר קובע שיעוץ השקעות הוא ייעוץ בנוגע לקניה ומכירה של ניירות ערך או פיקדון מובנה⁴⁶.

סעיף 3 ל-RAO קובע רשימה סגורה של מוצרים שנכנסים להגדרה של ניירות ערך. לרבות, מניות, אופציות, יחידות, קרנות פנסיה ואג"ח. אולם, פיקדונות אינם נכנסים להגדרה של ניירות ערך. יתר על כן, אותו הסעיף מגדיר פיקדון מובנה ככזה שהריבית עליו מוצמדת לנוסחה המתבססת על מדדים, מכשירים פיננסיים או שערי חליפין⁴⁷. **אם כן, פיקדונות אינם נכנסים להגדרה של ניירות ערך ולכן אינם חייבים בחובת ייעוץ באנגליה.** יש לציין, שפיקדונות שבנושא מסמך זה הם אינם פיקדונות מובנים, ולכן אינם חייבים בייעוץ.

ארצות הברית

מנהלי כספים, יועצי השקעות ומתכננים פיננסיים מוסדרים תחת חוק הייעוץ (Investment Advisers Act of 1940)⁴⁸. בין היתר, סעיף 202(a)(11) לחוק הייעוץ מגדיר יועץ השקעות כאדם המייעץ ביחס לקניה ומכירה של ניירות ערך⁴⁹. במסמך שפרסמה רשות ניירות הערך והבורסות האמריקאית (U.S. Securities and Exchange Commission, להלן: "SEC") פורטו סוגי הנכסים הנכנסים להגדרה של ניירות ערך לצורכי חוק הייעוץ, לרבות מניות, אג"ח, יחידות של קרנות נאמנות, יחידות השתתפות בשותפויות מוגבלות וסחורות. **פיקדון אינו בגדר "נייר ערך" לצורכי חוק הייעוץ ולכן ייעוץ בנוגע לקנייתו ומכירתו אינו דורש רישיון ייעוץ השקעות.**

מעבר לכך, הרשות האחראית על רישוי יועצי השקעות בארה"ב (Financial Industry Regulatory Authority, להלן: "FINRA") מאפשרת לקבל מגוון רישיונות ייעוץ השקעות ברמות שונות המאפשרים לייעץ ביחס לקניה ומכירה של נכסים שונים. במסגרת רישיון בסיסי (נקרא רישיון Series 6), היועץ רשאי לייעץ בנוגע לקרנות נאמנות סגורות, אנונות, מספר ביטוחי חיים ואג"ח מוניציפאלי⁵⁰. במסגרת רישיון מתקדם (נקרא רישיון Series 7), היועץ יכול לייעץ, בין היתר, בנוגע לרכישת מניות בהנפקה ציבורית או הצעה פרטית, אופציות, קרנות נאמנות, קרנות כספיות, קרנות סגורות נסחרות, קרנות ריט, אג"ח מדינה, קרנות הון סיכון,

⁴⁶ ראו סעיף 8.24 לחובת ההדרכה של ה-FCA:

[FCA Handbook, PERG 8.24 Advising on investments.](#)

⁴⁷ ראו סעיף 3 ל-Regulated Activities Order 2001:

[The Financial Services and Markets Act 2000 \(Regulated Activities\) Order 2001.](#)

⁴⁸ ראו עמוד 1 לפרסום של ה-SEC:

[U.S Securities and Exchange Commission, "Regulation of Investment Advisers" \(3.2013\).](#)

⁴⁹ ראו סעיף 202(a)(11) לחוק הייעוץ האמריקאי:

[Investment Advisers Act of 1940.](#)

⁵⁰ ראו התייחסות באתר של FINRA:

[Financial Industry Regulatory Authority, "Series 6 – Investment Company and Variable Contracts Products Representative Exam".](#)

אג"ח מוניציפאלי, קרנות גידור וריפוי⁵¹. כלומר, ביחס לכל אחד מהנכסים שנזכרו בפסקה זו נדרש רישיון, אולם פיקדון לא נזכר ככזה החייב באחד מהרישיונות הללו.

אירופה

דירקטיבה מס' 65/2014 (Markets in Financial Instrument Directive 2), להלן: "MiFID 2" קובעת את המסגרת ההסדרתית לשוק ההון ולמתווכים הפועלים בו, בין היתר ליועצי ההשקעות. סעיף 5 ל-MiFID 2 קובע שרק גוף מוסמך יוכל לבצע "פעילות של השקעה", כאשר החלק הראשון לתוספת הראשונה קובע רשימה סגורה של פעילויות הנכנסות בגדר "פעילויות השקעה", לרבות ייעוץ השקעות⁵².

סעיף 4 ל-MiFID 2 מגדיר ייעוץ השקעות כמתן המלצה ללקוח ביחס לעסקה במכשירים פיננסיים והחלק השלישי לתוספת השלישית מגדיר מכשירים פיננסיים, בין היתר כניירות ערך, **מכשירי שוק הכסף**, יחידות של קרנות נאמנות, אופציות, וחוזים עתידיים⁵³. אותו הסעיף מגדיר את מכשירי שוק הכסף כמכשירים שנסחרים בדרך כלל בשוק הכסף, כמו לדוגמה סוג של אג"ח מדינה עד שנה (Treasury Bills), תעודות פיקדון עבירות (certificates of deposit) וניירות ערך מסחריים, למעט אמצעי תשלום. ביום 14 במאי 2009, רשות ניירות ערך ושווקים האירופאית (European Securities and Markets Authority, להלן: "ESMA") פרסמה מסמך הבהרה בנוגע לדירקטיבת MiFID 1, שקדמה ל-MiFID 2, במסגרתו התייחסה להגדרה של תעודות פיקדון עבירות (transferable) וקבעה כי הדירקטיבה תחול ביחס לתעודות פיקדון רק כאשר הן עבירות וסחירות בשוק. **מכאן, ניתן להסיק שייעוץ בנוגע לקנייתו ומכירתו של פיקדון בנקאי לא סחיר אינו דורשות רישיון ייעוץ השקעות.**

אוסטרליה

חוק החברות ("Corporation Act 2001") מסדיר, בין היתר, את תחום הייעוץ במוצרים פיננסיים. סעיף 791A לחוק החברות קובע שאדם יכול לפעול בשוק הפיננסי רק אם יש לו רישיון. אחת הפעילויות בשוק הפיננסי הדורשות רישיון היא "מתן שירות פיננסי"⁵⁴. סעיף 766A קובע רשימה של פעולות שייחשבו כ"מתן שירות פיננסי", בניהן מתן ייעוץ ב"מוצר פיננסי"⁵⁵.

⁵¹ ראו התייחסות באתר של FINRA:

[Financial Industry Regulatory Authority, "Series 7 – General Securities Representative Exam"](#).

⁵² ראו סעיף 5 ל-MiFID 2 וחלק ראשון (A) לתוספת הראשונה:

[Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive.](#)

⁵³ שם, בסעיף 4.

⁵⁴ ראו סעיף 791A לחוק החברות:

[Corporations Act 2001](#).

⁵⁵ שם, בסעיף 766A.

סעיף 763A קובע עקרון לפיו "מוצר פיננסי" הוא כל מכשיר שבאמצעותו מבצעים השקעה פיננסית, מגדרים סיכון פיננסי או מבצעים תשלומים שאינם במזומן⁵⁶. בין היתר, סעיף 763B קובע שאדם עושה השקעה פיננסית כאשר הוא נותן כסף (או שווה ערך לכסף) לאדם אחר על מנת שהוא יסייע ביצירת ריבית על אותו סכום כסף⁵⁷. מין הכלל אל הפרט, **פיקדונות הם מכשיר השקעה הצובר ריבית ולכן מבצעים באמצעותו השקעה פיננסית ולכן ייעוץ בנוגע לפיקדונות באוסטרליה דורש רישיון של יועץ השקעות.**

זאת ועוד, בפרט סעיף 764A חוק החברות קובע רשימה סגורה של מוצרים אשר הפעילות בהם חייבת בייעוץ, לרבות כל פיקדון שיוצר על ידי מוסד המורשה לקחת פיקדון (Authorized deposit-taking institution)⁵⁸.

לסיכום, ניתן לראות כי במרבית תחומי השיפוט הנסקרים, למעט אוסטרליה, פעילות ייעוץ ההשקעות הדרושה ברישיון אינה כוללת ייעוץ בגין פיקדונות בנקאיים. באוסטרליה, סעיפים 763 ו-764 לחוק החברות קובעים כי רישיון ייעוץ השקעות נדרש גם בגין פיקדונות. עוד ניתן לראות כי בכל תחומי השיפוט שנסקרו, ייעוץ לקרנות כספיות טעון רישיון ייעוץ השקעות. במילים אחרות, חובת ייעוץ ההשקעות בחו"ל דומה למצב הקיים בישראל בהתאם לחוק ייעוץ השקעות.

⁵⁶ שם, בסעיף 763A.

⁵⁷ שם, בסעיף 736B.

⁵⁸ שם, בסעיף 764A.

ה. תכליות ויעדים

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 לציבור⁵⁹, ובפרט אל הפיקדונות לתקופות הקצרות משנה. תופעה זו מקבלת ביטוי אף יותר בבחינת הפערים הקיימים בין נתוני הריביות הממוצעות לבין נתוני הריבית החציונית כאשר במקרים מסוימים פער זה הינו משמעותי מאוד ומצביע על "כח המיקוח" של הלקוחות החזקים והגדולים יותר⁶⁰. 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, בניזילות 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, וזאת בין היתר לאור הסיבות אשר הוצגו בפרק ב' לעיל.

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 פברואר 2023, היקף הכספים המוחזקים בחשבונות העובר ושב עומד על כ-519 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 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.

היבטים אלו, והחלופות אשר נבחנו ומוצגות במסגרת מסמך זה, נועדו, בין היתר, להשגת שני מרכיבים מרכזיים במאמצי קידום התחרות בין המוצרים השונים בשוק הכסף, תחרות אשר בסופה תביא להגדלת התשואה בעבור הלקוח ובחירתו במוצר ההשקעה והחיסכון המתאים ביותר בעבורו. בפרט, החלופות והצעדים אשר נבחנו, נועדו, בין היתר, לסייע לכניסתם של שחקנים חדשים לשרשרת פעילות הקרנות הכספיות, להגברת הערך של הקרנות הכספיות בעבור ציבור המשקיעים, וכן להגברת יכולת ההשוואה של הלקוחות בין המוצרים השונים בשוק הכסף.

⁵⁹ לפירוט בדבר מגמה זו ראו את [סקירת מערכת הבנקאות – מחצית ראשונה 2022](#) אשר פורסמה על ידי בנק ישראל.

⁶⁰ ראו נתוני [דשבורד "השוואת ריביות על פיקדונות ועל אשראי"](#) באתר הפיקוח על הבנקים.

בפרט, עדכוני האסדרה המוצעים מתמקדים בהיבטים הבאים :

- גיבוש וקידום מוצרי קרנות כספיות חדשים אשר מאפייניהם יתאימו למאפייני הבסיס של הפיקדונות הבנקאיים, לצד שמירה על היתרונות הגלומים בקרנות הכספיות (קרן בסיכון נמוך מאוד, ריבית ידועה מראש, מועדים קבועים).
- אסדרת דרישות חובת הייעוץ ברישיון בעבור הקרנות הכספיות, באופן אשר יאפשר אחידות לעניין זה בין המוצרים השונים בשוק הכסף.
- התאמת מודל התגמול הקיים במטרה להרחיב את אפשרויות התיווך של הקרנות.

בעתיד ניתן יהיה לבחון את מידת העמידה ביעדים המוזכרים לעיל, בין היתר, על ידי בחינה כמותית של היקפי הגידול בכספים המושקעים בקרנות הכספיות, אל מול הכספים המופקדים בפיקדונות הבנקאיים. מדידה אפשרית של יעדים אלו תתאפשר על ידי מדידת שינויים בשיעור היחס שבין פיקדונות הציבור (בנטרול עו"ש) אל מול היקפי הקרנות הכספיות ומדידת השינויים ביחס שבין יתרות העובר ושב אל מול סך הנכסים בשוק הכסף (יתרות עו"ש, פיקדונות בבנקים עד שנה, קרנות כספיות עד שנה ומק"מים עד שנה).

יעד נוסף אשר ניתן יהיה לבחון אותו בעתיד הוא מידת מודעות הציבור למוצרי שוק הכסף, ובפרט למוצרים נוספים לצד הפיקדונות הבנקאיים. אפשרות לבחינת העמידה ביעד זה היא באמצעות ביצוע סקרים בקרב הציבור בנוגע להיכרותם עם מוצרי שוק הכסף, מאפייניהם והשוני ביניהם, וכן בדיקות לעניין מצב הריבית בפיקדונות הבנקים ביחס לתשואות בקרנות הכספיות.

כמו כן, ניתן יהיה בעתיד לבחון את מספר הגופים החדשים אשר החלו לפעול כגופים מתווכים בתחום הקרנות הכספיות, ובפרט לבחון את הפרקטיקות העסקיות אשר נוצרו ואטרקטיביות מודל התגמול בעבור גופים אלו.

בחינת החלופות

לצד החלופות אשר יוצגו בפרק זה ואשר מנסות לענות לתכליות וליעדים המוצגים מעלה באמצעות עולם הקרנות הכספיות, ייתכנו חלופות ופתרונות פוטנציאליים אשר מקורם בעולמות פיננסים נוספים. נייר זה, והחלופות המוצגות בו בפרט, עוסקים בעולם הקרנות הכספיות בלבד, וזאת מבלי לגרוע במאמצים אשר יכול ונעשים במישורים נוספים.

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

א. חלופת האפס – המשך המצב הקיים

בעת הזו, בסביבת הריבית הנוכחית, הקרנות הכספיות הקיימות מצליחות לגייס סכומים בהיקפים גבוהים ביחס לשווי הנכסים שניהלו בשנים האחרונות והן מהוות תחליף נזיל לפיקדונות עבור חלק מהציבור. אך יחד עם זאת, באופן יחסי החשיפה אליהן היא רק לחלק קטן מהציבור וככל הנראה הן אינן נתפסות כמוצר תחליפי לפיקדונות עבור משקיע, בעת קבלת החלטה לסגירת הפקדת כספים בפיקדונות בבנקים.

בפרט, במצב הנוכחי בולטים שני היבטים מרכזיים הנוגעים לפעילות הקרנות הכספיות :

- אטרקטיביות הקרנות הכספיות והתאמת מאפייניהן כתחליף לפיקדונות: במצב הקיים, מגבלות הנכסים החלות על הקרנות הכספיות, לצד היעדר יכולתן להציג תשואה צפויה, מציבות אותן בעמדת נחיתות מסוימת אל מול הפיקדונות הבנקאיים.
- חשיפה לציבור: לאור חובת הייעוץ אשר חלה על הקרנות הכספיות, ולאור העובדה כי בהתאם לנתונים עולה כי כיום יש 355 אלף חשבונות מיועצים בלבד בכל המערכת הבנקאית וכי סף הכניסה לקבלת ייעוץ השקעות משתנה בין הבנקים ונע בטווח שבין 50,000 ₪ ל – 500,000 ₪, נראה כי חשיפת הציבור הרחב למוצרי הקרנות הכספיות אינה מספקת. יתרה מזאת, לאור העובדה כי כיום האפשרות של מנהלי הקרנות לשלם עמלות לגורמים מתווכים הינה מוגבלת, הרי שהתמריץ הכלכלי של שחקנים חדשים להיכנס לעולמות תיווך הקרנות הכספיות הינו מוגבל.

כפועל יוצא של היבטים אלו, על אף הגידול היחסי בהיקפי הקרנות הכספיות הנובע מעליית ריבית בנק ישראל, היקפים אלו עדיין מוגבלים ביחס לגידול בהיקפי הכספים המועברים אל הפיקדונות הבנקאיים וביחס לכספי הציבור הנשארים בחשבונות העו"ש. בנוסף, כפי שניתן לראות מהנתונים המצורפים בפרק "קרנות כספיות – המצב הקיים" לעיל, שיעור היקפי ההשקעה בקרנות הכספיות בישראל מושפעים באופן ישיר ממגמות ריבית בנק ישראל (וזאת בשונה משיעורי השקעת הציבור בקרנות הכספיות בעולם אשר נשארים קבועים באופן יחסי לאורך זמן) עובדה המקשה עליהן להוות מוצר מתחרה המשכלל את שוק הכסף.

ב. חלופה מספר 1 - פיתוח שוק הכסף

חלופה זו כוללת שלושה צעדים מרכזיים אשר יישומם כמקשה אחת עתיד לקדם בצורה סינרגטית מיטבית את פיתוח שוק הכסף בישראל. שלושת הצעדים אשר נכללים בחלופה זו ויוצגו מטה נבחנו ונותחו, הן בנפרד, והן כחלק מהחלופה בכללותה. יצוין, כי כל אחד מהצעדים יכול להיות מקודם באופן עצמאי, אולם אנו סבורים כי שילובם כצעדים משלימים המרכיבים חלופה אחת יביא להשגת תוצאה שלמה ויעילה יותר למימוש התכליות והיעדים המבוקשים. שלושת הצעדים אשר נכללים במסגרת חלופה זו הינם:

- פיתוח קרנות כספיות באמצעות הרחבת סוגי הקרנות הכספיות, בין היתר ביחס לתקופות היצירה והפדיון וסוגי הנכסים;
- הרחבת אפשרות הייעוץ באמצעות מתן פטור בתנאים מרישיון ביחס לקרנות כספיות הניתנות ליצירה ופדיון יומיים ועד טווחי מועדים שאינם עולים על 12 חודשים, כך שתוכל להיעשות גם בידי גורמים מפוקחים נוספים בהתאם להוראות הרשות;
- התאמת מודל התגמול הקיים במטרה להרחיב את אפשרויות התיווך של קרנות אלה.

צעד מספר 1 - פיתוח קרנות כספיות והנגשתן

1. תיאור הצעד:

להלן נסקור את הפיתוח הנדרש בקרנות הכספיות הקיימות באופן אשר יאפשר להן להציע מבנה מוצר השומר על מאפיינים הבאים לידי ביטוי גם בפיקדונות.

לפקדון מספר יתרונות אשר הופכים אותו למוצר פשוט בעיני המשקיע:

- ❖ **הפיקדון מוצע למגוון תקופות ברורות וידועות מהן ניתן לבחור;**
- ❖ **הריבית שהמשקיע יקבל בסוף התקופה ברורה וידועה;**
- ❖ **אינו מסכן את קרן ההשקעה⁶¹**

בהתאם, מוצע ליצר תשתית הסדרתית אשר תאפשר הצעת קרנות כספיות העונות אף הן בקירוב רב לעקרונות מפתח אלה:

- ✓ **תקופת יצירה ופדיון בקרן (מועדים קבועים)** - הקרנות יהיו קרנות שניתן להציע ולפדות את יחידותיהן במועדים קבועים, לדוגמה – שבועיים, חודשיים, שנתיים. המשקיע יבחר את הקרן הכספית בהתאם למועד הקבוע המתאים לצרכיו.
- ✓ **סוג הנכסים** - ניתן יהיה להשקיע בהן בנכסים סולידיים מסוג הנכסים שניתן גם היום להחזיק בקרן כספית בנזילות יומית, שעיקרם יפדו קודם למועד הקבוע ומגבלות ההשקעה בהם יותאמו לכן למשך המועד הקבוע (למשל, בקרן כספית מועדים קבועים ללא רכיב קונצרני, הקרן תוכל להחזיק בפיקדונות בנקאיים, בפיזור בין הבנקים, שמועד פדיונם קודם למועד הקבוע בקרן, בשיעור גבוה משווי נכסי הקרן, בנוסף למק"מ ואג"ח ממשלתי). הפיקדונות והמזומנים המוחזקים בקרן יפוזרו בין הבנקים ולא ייצרו חשיפה ישירה לבנק בודד כפי שלמעשה מייצר הפיקדון.
- ✓ **הצגת תשואה צפויה** – ניתן יהיה להציג את התשואה הצפויה בקרן, לאור כך שעיקר הנכסים המוחזקים בקרן יפדו קודם למועד הקבוע.
- ✓ **מנגנון גלגול אוטומטי** - ברירת המחדל בקרן תהיה מנגנון גלגול אוטומטי, כך שכספי משקיעים שאינם מבקשים לפדות יחידות במועד הקבוע, יושקעו מחדש במועד זה. תבחן האפשרות לאפשר למשקיע מעבר טכני מקרן כספית במועד קבוע מסוים לקרן כספית במועד קבוע אחר, בהתאם לצרכי הנזילות המשתנים שלו.

ככלל ניתן לאפיין שני סוגי קרנות כספיות מועדים קבועים – "ממשלתית" ו"קונצרנית". התאמת מועדי פדיון של עיקר הנכסים המוחזקים בקרן למועדי המועדים הקבועים והגמשת אותם המועדים תוכל לאפשר למנהלי הקרנות ליצר תשואות גבוהות יותר למשקיעים שמעוניינים לוותר על נזילות קצרה, ולהציג תשואה צפויה כאמור. הצגת התשואה הצפויה בקרן תאפשר למשקיע יכולת השוואה טובה ביחס לתנאי מוצרי שוק הכסף האחרים המוצעים לו.

2. אסטרטגיית ההתערבות:

הסמכת הרשות בחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994 (להלן – "חוק הקרנות"), לקבוע הוראות ותנאים למאפייני הקרנות הכספיות.

⁶¹ מובן שבאופן בסיסי קיים סיכון חדלות פירעון של הבנק.

יצויין כי לצד הסמכות אלו, לצורך יישום מיטבי של תכליות התהליך והגברת האפקטיביות, קיימת כוונה לקדם, יחד עם גורמים נוספים כדוגמת בנק ישראל ורשות המיסים, צעדים אופרטיביים אשר יסייעו בהנגשת תוצרי התהליך לציבור.

3. תועלות:

בעבור ציבור המשקיעים: החלופה המוצעת יכולה להביא לתוספת תשואה עבור הכספים שנמצאים כמזומנים בעו"ש ועבור כספים שמופקדים כיום בפקדונות הציבור בתאגידים הבנקאיים, וזאת מבלי לפגוע בתנאי הנזילות והסיכון הנמוכים המאפיינים את החלופות הנפוצות כיום⁶².

הנגשת סוג מוצר השקעה חדש, פשוט, בעל מאפיינים סולידיים ודומים לפיקדונות בבנקים, יכולה לסייע ולהגדיל את מודעות הציבור לקיומם של מוצרים שונים ולתנאים שניתן לקבל עבור חסכון לטווחי זמן שונים בטווח של עד שנה, ובכך להגביר את התחרות ולהביא לעליה רוחבית בריבית אשר תוצע ללקוחות, בפרט בעבור משקי הבית אשר אינם נהנים כיום מהריבית על הפיקדונות המוצעת ללקוחות עסקיים.

היות והמוצר הנו קרן נאמנות המחייב בתיק/פיקדון ני"ע לשם סליקת יחידות הקרן, הנגשתו לקהל לקוחות גדול ככל הניתן יביא לפתיחה של חשבונות אלו למגוון גדול של לקוחות. עם שינוי בתנאים המוניטרים וירידת ריבית בנק ישראל, ללקוחות רבים יותר תהיה כבר התשתית לבחור אם להשקיע בנכס פיננסי המתאים לצרכיו בתנאי השוק החדשים וזאת תוך קבלת ייעוץ או שיווק השקעות בהתאם.

בעבור מנהלי הקרנות: הנגשת הקרנות הכספיות החדשות, המתאפיינות בפשטות ובסולידיות, תאפשר למנהלי הקרנות להרחיב את מגוון המוצרים המוצע על ידם ותסייע להם להפוך לשחקן מרכזי יותר במוצרי השקעה סולידיים בסביבת הריבית הנוכחית. יישום חלופה זו, בשילוב צעדים מספר 2 ו-3 לביטול חובת יעוץ בקרנות הכספיות בנזילות יומית ועד שנה ושכלול מודל התגמול באופן שיאפשר כניסה של שחקנים נוספים לתיווכן, עשוי להביא לגידול בנתח השוק של הקרנות הכספיות ולהגברת יציבותן.

בהקשר זה יצויין כי מסימולציות ראשוניות שנערכו על ידי מנהלים בשוק, עולה כי הפצת קרנות חדשות בהתאם למאפיינים המתוארים לעיל יכולה להשיא לציבור המשקיעים תשואה כפולה מזו המקובלת בעבור פיקדונות בנקאיים לאותה תקופת זמן.

4. עלויות ונטל רגולטורי:

חלופה זו אינה משיתה חובה מסוימת על פעילות הקיימת של הגופים הרלוונטיים, אלא מאפשרת פעילות חדשה שאינה קיימת היום.

ככל ומנהל הקרן אינו מעוניין להקים קרנות כספיות חדשות, הוא אינו מחויב כמובן ולכן החלטתו תבוצע בהתאם לשיקולים העסקיים שלו. כך שאין עלות ונטל רגולטורי בגין השינוי.

5. השפעות על התחרות:

⁶² בנספח א' מובאת הערכה שבוצעה ע"י המחלקה הכלכלית ברשות לבחינת פוטנציאל רווח הציבור במעבר לקרנות

כספיות מהפיקדונות הבנקאיים.

לחלופה המוצעת יכולה להיות השפעה על התחרות בעיקר בהיבטים הבאים :

- תחרות בסוגי הקרנות הכספיות בענף הקרנות- ככל ויוקם סוג חדש של קרנות כספיות ייתכן והתחרות בין הקרנות הכספיות הקיימות היום (קרנות כספיות בנזילות יומית) לבין הקרנות החדשות שיוקמו, תגדל, כך ששווי הנכסים המנוהל יכול שיתפזר בין סוגים שונים של קרנות כספיות. אנו סבורים כי הגדלת התחרות באמצעות הרחבת סוגי הקרנות הכספיות יכולה לספק מענה ראוי למגוון צרכי המשקיעים והשגת תשואה שכרוכה בסיכון נמוך מאוד, הן עבור השקעה סולידית שתספק נזילות יומית והן עבור השקעה סולידית עבור משקיע שאינו נדרש בהכרח בנזילות יומית. כך שגם אם התחרות בין הקרנות ובין מנהלי הקרנות תגדל וכספים יוסטו לסוגים שונים של קרנות כספיות, אנו סבורים שבליזוי גילוי מתאים והסבר ראוי, פיזור כספי ההשקעה בקרנות יסייע לספק באופן ראוי את צרכי המשקיעים.
- תחרות בפיקדונות בבנקים- קרנות כספיות מסוג חדש שיהיו דומות יותר במאפייניהן לפיקדונות בבנקים עשויות להגדיל את התחרות ולהסיט הפקדות בפיקדונות בבנקים להשקעה בקרנות כספיות. ככל וקרנות כספיות ישמשו מבחינת המשקיעים כמוצר תחליפי לפיקדונות, תחרות זו, ככל שתהיה משמעותית מבחינת הבנקים, יכולה לסייע ולפתח שוק תחרותי שבו מנהלי המוצרים יציעו תנאים טובים יותר עבור המשקיעים (העלאת ריבית ע"י הבנקים ודמי ניהול נמוכים שייקבעו ע"י מנהלי הקרנות) וזאת לא רק לבעלי כושר מיקוח.

צעד מספר 2 - הרחבת אפשרות ייעוץ השקעות, ביחס לקרנות כספיות, כך שיוכל להיעשות

גם בידי גורמים מפוקחים שאינם בעלי רישיון ייעוץ בהתאם להוראות הרשות

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

שער הכניסה לתחולת החוק רלוונטי 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, בפרט כאשר בעוד קרנות כספיות נכנסות לתחולת חובת הייעוץ ברישיון, פיקדונות בנקאיים מנגד אינם נכנסים תחת חובה זו. בהתאם לכך, הבנקים, אשר הינם יצרני מוצרי הפיקדונות, משווקים אותם ללקוחותיהם ללא צורך בהליך ייעוץ, וזאת תוך הצגת יתרונותיהם כמוצרים פשוטים, שקופים, בעלי סיכון נמוך והתאמה מסוימת לצורכי הלקוח (משך הפיקדון, נקודות יציאה וסוג החשיפה).

כאמור לעיל, על אף שמוצרי הקרנות הכספיות, הן אלו הקיימות כיום והן אלו המתוארות בחלופה מספר 1 לעיל, דומים במאפייניהם למוצרי הפיקדונות הבנקאיים ומתאפיינים בפשטות יחסית, שקיפות וסיכון נמוך, הם חבים כיום בייעוץ ברישיון, דבר אשר למעשה מאפשר יתרון שוקי לבנקים המשווקים את הפיקדונות הבנקאיים.

בהתאם למצב המתואר, ובמטרה לייצר אחידות בין מוצרי שוק הכסף תוך שמירה מיטבית על ענייני הלקוחות, מוצע לקבוע כי ייעוץ השקעות ביחס לקרנות הכספיות היומיות ובטווח פדיון של עד שנה יוכל להיעשות לא רק על-ידי בעל רישיון ייעוץ השקעות אלא גם בידי גורמים מפקחים נוספים, בהתאם להוראות שתקבע הרשות. כך לדוגמא, ניתן יהיה להרחיב את אפשרות הייעוץ גם לנותני שירות מידע פיננסי, לחברי בורסה ולגורמים רלבנטיים נוספים. הוראות אלה עשויות להתייחס בין היתר לחובות הגילוי, לצמצום ניגודי עניינים, ולנושאים נוספים.

על אף שבהתאם לחלופה המוצעת ייעוץ לקרנות כספיות יוכל להיעשות לא רק על-ידי בעל רישיון ייעוץ השקעות, אלא גם בידי גורמים מפקחים נוספים, הרי 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. בהקשר זה יוזכר כי כבר כיום תקנות הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות (נכס לעניין עיסוק פטור מרישיון), התשע"ה – 2014, מחריגות את הקפ"מ מחובת ייעוץ ברישיון, וזאת בין היתר, לאור המאפיינים המובנים של קרן זו הכוללים מגבלה ברורה וידועה מראש של תקופת השקעה והסיכון הנמוך הכרוך בהשקעה. בענייננו לא מוצע לקבוע החרגה גורפת, אלא תנאים לייעוץ כאמור.

לצד האמור לעיל, יצוין כי כאשר מדובר בקרנות כספיות מועדים קבועים עם טווח השקעה מעבר לשנה, בטווחים הבינוניים והארוכים, אשר מטיבם מגלמים רמות סיכון שונות, חשוב שתיווכם ושיקוף החלופות האפשריות יעשה בידי בעל רישיון, תחת החובות החלות על מתן שירות של יעוץ השקעות. בהתאם לכך, החלופה המוצעת מתייחסת לקרנות הכספיות עם טווח השקעה עד שנה בלבד (קרי קרנות כספיות בנוזלות יומית ועד טווח לפדיון של שנה).

מסקירת דרישות חובת הייעוץ בתחומי השיפוט השונים המפורטת בפרק הסקירה בינלאומית במסמך זה, עולה כי במרבית תחומי השיפוט נשמרת ההבחנה לעניין קיום חובת הייעוץ ברישיון בין קרנות כספיות לעומת היעדר חובה זו בעבור פיקדונות בנקאיים. עם זאת, החלופה המוצגת להלן 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. כמו כן, יצוין כי המאפיינים הייחודיים של שוק הייעוץ בישראל, המרוכז באופן ניכר בידי הבנקים, תורמים גם הם לצורך ליצור אחידות בדרישות הייעוץ אשר חלות על מוצרים בעלי מאפיינים דומים, ובכך להגביר את התמריץ של גורמים חיצוניים לבנקים להציע השקעה בקרנות כספיות.

2. **אסטרטגיית התערבות:** לצורך יישום החלופה המוצגת לעיל, מבוקש לייצר הסמכה בחוק הייעוץ, כך שיורחב הפטור מייעוץ ברישיון לכל קרן כספית ללא מועדים קבועים ובמועד קבוע של עד שנה ולא רק לקרן כספית מסוג קפ"מ.

בהתאם למבוקש, הפטור האמור יינתן בהתקיימם של תנאים מסוימים אשר ייקבעו על ידי הרשות, ויתייחסו, בין היתר, לזהות הגופים להם יותר לתווך קרנות כספיות ללא ייעוץ ולמידע אותו ידרשו אותם גופים להציג בעת תיווך קרנות אלו במטרה לשמור על שקיפות והיעדר הטיה. בפרט, לצורך הגנה מקסימלית על הלקוחות ושמירה על סטנדרטים גבוהים של שירות והוגנות, מוצע כי הגופים אשר להם יינתן הפטור מייעוץ בדבר קרנות כספיות יכללו רשימה סגורה של גופים המפוקחים על ידי רשות ניירות ערך, במישרין או בעקיפין (למשל, בעל רישיון לפי חוק הייעוץ, מנהל קרן, נותן שירותי מידע פיננסי, חבר בורסה).

3. תועלות:

בעבור ציבור המשקיעים: הרחבת אפשרות הייעוץ בגין קרנות כספיות לגורמים מפוקחים נוספים עתידה להגדיל את חשיפת הציבור למוצר זה ולהגדיל את מגוון פתרונות ההשקעה והחיסכון המוצעים ללקוח הממוצע. הגברת החשיפה תוכל להגיע הן מצד הלקוחות המחפשים פתרונות השקעה וחסכון באמצעות הבנקים ושאנים נהנים כיום משירותי ייעוץ, והן מצד גופים פיננסיים וחברות פינטק שהגבלו עד היום ביכולתם להציע ללקוחותיהם פתרונות השקעה וחסכון ללא הליך בירור צרכים ורישיון ייעוץ. ניתן אומנם לראות גידול בשווי נכסי הקרנות הכספיות במרוצת החודשים האחרונים, אך עדיין בהתאם לדוח שפורסם בינואר השנה על ידי הרשות ישנם רק 355 אלף לקוחות מיועצים ולמעלה מ-50% מהפעולות בקרנות נאמנות נעשות שלא באמצעות מערכי הייעוץ בבנקים, ולכן הרחבת אפשרות הייעוץ ללא רישיון באופן שקול ובתנאים ובהינתן אותם מאפיינים ייחודיים של הקרן הכספית יחד עם נקיטת צעדים נוספים (שכלול מודל התגמול ועבודה משותפת של הרגולטורים להנגשת עולם שוק הכסף לציבור) בהכרח תגדיל את חשיפת הציבור אל מוצר זה ותוביל לתחרות רצויה בין מוצרי שוק הכסף השונים.

יצוין כי הרחבת אפשרות הייעוץ, לצד התפתחות שירותים פיננסיים מתקדמים וחדשניים בעת האחרונה והבשלת הרגולציה לפעילותם של גופים אלו, צפויה 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.

כמו כן, הגדלת חשיפת הציבור למוצרי הקרנות הכספיות תאפשר למשקיע הממוצע לקבל תשואה גבוהה יותר בעבור השקעותיו לעומת מרבית הפיקדונות הבנקאיים, וזאת ללא צורך במיקוח וללא פגיעה ברמת החשיפה לסיכון אשראי ורמת הנזילות שלו. בנוסף, היות והמוצר הנו קרן נאמנות המחייב בתיק/פיקדון נייע לשם סליקת יחידות הקרן, הנגשתו לקהל לקוחות גדול ככל הניתן תביא לפתיחה של חשבונות אלו למגוון גדול של לקוחות. עם שינוי בתנאים המוניטריים וירידת ריבית בנק ישראל, ללקוחות רבים יותר תהיה כבר התשתית לבחור אם להשקיע בנכס פיננסי המתאים לצרכיהם בתנאי השוק החדשים, וזאת תוך קבלת ייעוץ או שיווק השקעות בהתאם.

בעבור מנהלי הקרנות וחברי הבורסה: הרחבת אפשרות הייעוץ צפויה לאפשר את כניסתם של שחקנים חדשים לשרשרת תיווך מוצרי הקרנות הכספיות. כניסתם של השחקנים

החדשים תגביר את חשיפת ומודעות הציבור אל הקרנות הכספיות ותביא לגידול בהיקף הכספים המושקעים אצל מנהלי הקרנות באמצעות חברי הבורסה.

בעבור שחקנים חדשים: הרחבת אפשרות הייעוץ לקרנות הכספיות עתידה לסייע לכניסתם של שחקנים חדשים כחלק משרשרת הערך של הקרנות הכספיות. שחקנים אלו אשר כיום מוגבלים מבחינת יכולתם להפנות לקוחות אל אפיק הקרנות הכספיות, יוכלו כעת להפנות את לקוחותיהם אל אפיק זה. שינוי זה יסייע לשחקנים החדשים לנצל את המידע והטכנולוגיה הקיים ברשותם בכדי להציע ללקוחותיהם פתרונות פיננסיים מתקדמים ולהשיא את הערך המוצע על ידם ללקוחות.

4. **חסרונות, עלויות ונטל רגולטורי:** הרחבת אפשרות הייעוץ על קרנות כספיות עלולה להעלות

חשש כי גופים שונים יתווכו את מוצרי הקרנות הכספיות ללא שמירה מספקת על טובת הלקוח וללא הקפדה מספקת כי מוצרי הקרנות הכספיות תואמים את צורכי הלקוח. כמו-כן, עלולות להתפתח פרקטיקות שיובילו ליתרון דווקא לגופים לא מפוקחים, על פני בעלי רישיון ייעוץ השקעות, שהינם הגורמים האופטימליים להענקת שירותי ייעוץ, באופן שיפגע הן בבעלי רישיון אלה והן בציבור המקבל את השירותים.

החלופה המוצעת מבקשת לצמצם חשש זה על ידי הגבלת סוגי הגופים להם תתאפשר קבלת הפטור מייעוץ לגופים מפוקחים בלבד אשר תקבע הרשות, ועל ידי הגבלת הפטור מייעוץ לקרנות כספיות לתקופה של עד שנה בלבד תוך קביעת תנאים לפעילות זו, לרבות דרישות גילוי. כמו-כן, יועצי השקעות עדיין יהיו בעלי יתרון, שכן מגוון ההשקעות שהם יכולים לעסוק בעניינם הנו רחב משמעותית מקרנות כספיות.

ההנחה בבסיס הצעד המוצע היא כי החלטת השקעה בקרנות כספיות היא פשוטה יחסית, לנוכח האופי הסולידי שלהן וטווח ההשקעה הקצר. אפשר לטעון כנגד הנחה זו, כי בסביבה של אינפלציה וריבית גבוהה, גם החלטות לטווח קצר עשויות להיות משמעותיות עבור הלקוח, ועל כן אין להקל בעניינן. כמו-כן, הניסיון מלמד כי לעתים קרובות לקוחות המכוונים להשקיע לטווח קצר, בפועל נותרים מושקעים בהתאם להחלטותיהם אלה גם בטווח ארוך יותר. לפי טענה זו, ההבחנה בין השקעה לטווח קצר ובין השקעה לטווח ארוך אינה כה חדה. יחד עם זאת, בהינתן מצב הדברים ביחס להחלטות להפקיד כספים בעו"ש ובפיקדונות בנקאיים (לגביהם כלל לא נדרש ייעוץ השקעות), ובהינתן שהצעד המוצע הנו לפטור מחובת רישיון ייעוץ השקעות רק גופים מפוקחים על-ידי הרשות ובהתאם להוראות ולפיקוח שיהיה בעניינם ולדבר העובדה שמאפייני הקרן הכספית ברורים ומשקפים השקעה בסיכון נמוך לטווח השקעה קצר, וכי למשקיע עומדת האפשרות לקבל החלטה האם להישאר בקרן או לאו בסוף התקופה, אנו מעריכים כי הסיכון לציבור המשקיעים מקבלת ייעוץ כאמור ביחס לקרנות כספיות אינו גבוה.

מבחינת עלויות אשר יוטלו על השחקנים השונים, החלופה המוצעת אינה צפויה להשית חובה מסוימת על הפעילות הקיימת של גופים אלו, אלא מאפשרת פיתוח של פעילות חדשה שאינה קיימת היום, וזאת אף ללא צורך בקבלת רישיון ייעוץ וללא צורך בפיתוח מערכי ותהליכי ייעוץ.

כן יצוין כי בעבור הבנקים עשויה להיות עלות מסוימת הכרוכה בהכשרת עובדי בנק שאינם

יועצי השקעות לעסוק בתיווך וייעוץ השקעה בקרן כספית, אך גם במקרה זה, הבנק לא מחויב לבצע זאת והשינוי המוצע הוא הסרת חובת ייעוץ ע"י בעל רישיון יועץ השקעות לקרן כספית, כלומר – הקלה מהמצב הנוכחי.

5. השפעות על התחרות (ככל ויש): הרחבת אפשרות הייעוץ ביחס לקרנות כספיות עד שנה צפויה לאפשר לשחקנים חדשים להיכנס לעולמות תיווך הקרנות הכספיות. שחקנים אלו יכול שיכללו גופים פיננסים גדולים ובעלי נגישות נרחבת לציבור משקיעים פוטנציאלי, לצד גופי פינטק חדשים המביאים עמם קהל לקוחות חדש שאינו בהכרח נמנה עם המשקיעים בקרנות הכספיות כיום. בין היתר, הסרת חובת הייעוץ כאמור תסייע לשחקנים החדשים להציע ללקוחותיהם סל שירותים פיננסים מלא יותר, באופן אשר יגביר את האטרקטיביות שלהם אל מול הגופים הבנקאיים ויאפשר להם להשיא ערך רב יותר ללקוחותיהם. כמו כן, הסרת חובת הייעוץ תאפשר לשחקנים השונים להציע ללקוחותיהם את מוצרי הקרנות הכספיות באופן נגיש, מהיר, נוח ושקוף, ובכך להגביר את הצורך של התאגידים הבנקאיים להציע פיקדונות בריביות אטרקטיביות יותר אשר יוכלו להתחרות בתשואות הקרנות הכספיות.

צעד מספר 3- התאמות מודל התגמול

1. תיאור הצעד: הקניית פטור מחובת ייעוץ ברישיון של קרנות כספיות בטווח פדיון של עד שנה מחייבת לבחון גם את היכולת העסקית לפתח את הנגישות אל מוצרים אלו באמצעות גופים שונים אשר נמצאים תחת פיקוח הרשות באופן ישיר או עקיף, למשל בעלי רישיון לפי חוק הייעוץ, נותני שירותי מידע ובהמשך נותני שירותים תשלום וחברי בורסה. לכן נדרש לתת את הדעת ביחס ליכולת תגמולם תוך שמירה על אמות יסוד מקצועיות וחוסר בניגוד עניינים.

כיום סעיף 82(א)(4) לחוק הקרנות מאפשר למנהל קרן או למשווק להעביר תשלום או עמלה לעובד או למי שמועסק על ידם⁶³. 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, לשון סעיף קטן (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 תגמולם – בין אם על ידי מנהל הקרן ובין אם על ידי המפיץ אשר עשוי להתקשר באופן ישיר עם גורמים מתווכים או מפנים.

⁶³ "עמלה" במובחן מ"עמלת הפצה" אשר מטופלת בנפרד בסעיף 82 לחוק הקרנות.

לצד ההרחבה, עומדת לרשות האפשרות לעשות בעתיד שימוש בסמכותה לקבוע הוראות אשר יסדירו עוד את נושא התגמול לפי הסעיף הקטן האמור, במטרה להבטיח את טובת הלקוח, התנהלותו התקינה של השוק, הצגה ברורה ואחידה של מאפייני הקרנות ללא הטיה ועוד.

2. אסטרטגיית התערבות: תיקון סעיף 82(א)(4) לחוק הקרנות על ידי הוספת האפשרות של מפיק להעביר תשלום או עמלה לעובד או למי שמועסק על ידו.

3. תועלות:

התועלת לצרכנים: הוספת האפשרות למפיק להעביר תשלום או עמלה לעובד או למי שמועסק על ידו עשויה לאפשר התקשרות עסקית ישירה בין המפיק לבין הגורם המתווך או המפנה אשר תשמש בסיס לשיפור אמצעי ההנגשה של הציבור לקרנות הנאמנות.

התועלת לגופים המפוקחים: התקשרות עסקית בין המפיק לגורם מתווך או מפנה עשויה לשכלל את המודלים העסקיים של המפיצים ואת שרשרת ההפצה של קרנות הנאמנות בכלל ושל הקרנות הכספיות בפרט ולכן להגדיל את היכולת של מנהלי הקרנות להגיע לנתח שוק גדול יותר ושל המפיצים לשיווק השירות שלהם ולמגוון רחב של לקוחות

חסרונות: כניסתם של גופים נוספים לשרשרת הערך עלולה להביא להתפתחות פרקטיקות תגמול בהן לגורמים המפנים יהיה תמריץ להעביר לקוחות מקרן לקרן שלא על פי טובת הלקוח בלבד באופן אשר יסב ללקוח נזק ועלויות מיותרות. באשר לתיווך קרנות כספיות מוצע לכן לקבוע שהגופים שיורשו לתווכן שלא ברישיון הם גופים אשר נמצאים בפיקוח הרשות, בין באופן עקיף ובין באופן ישיר. בנוסף, כאמור, הרשות עשויה לעשות בעתיד שימוש בסמכותה לקבוע הוראות אשר יסדירו את נושא התגמול לפי סעיף קטן זה במטרה להבטיח את טובת הלקוח, התנהלותו התקינה של השוק, הצגה ברורה ואחידה של מאפייני הקרנות ללא הטיה ועוד.

עלויות ונטל רגולטורי: בשלב זה לא צפויות עלויות, מעבר לעלות התקשרות עסקית ככל שהמפיק יבחר להתקשר עם גופים מתווכים.

השפעות על התחרות (ככל שיש): שכלול מודל התגמול עשוי לסייע לתחרות בין המפיצים וקידום פתרונות חדשניים להנגשת קרנות נאמנות לציבור.

ג. חלופה מספר 2 – החלת חובת ייעוץ על פיקדונות לתקופה של מעל שנה

1. תיאור החלופה: כאשר מדובר באפיקי השקעה מעבר לטווח השנה, בטווחים הבינוניים והארוכים, אשר מטיבם מגלמים רמות סיכון שונות, יש חשיבות יתרה שתיווכם ושיקוף החלופות האפשריות, ייעשה בידי בעל רישיון, תחת החובות החלות על מתן שירות של יעוץ השקעות.

באופן זה הציבור ייחנה מהגנתו של החוק, לרבות המומחיות והמקצועיות של נותן השירות שהוא בעל רישיון, תחולה של חובת אמון וזהירות כלפי הלקוח, החובה להתאים את ההמלצה לצרכיו ועוד. בהתאם לחלופה המוצעת, פיקדונות בנקאיים לתקופות של שנה ומעלה יוכפפו לחובת הייעוץ, כך שבעל רישיון, לאור חובותיו, יהיה מחויב לבחון עבור הלקוח חלופות ארוכות טווח לפיקדון, ולהציע לו אותן אם אלו יותר אטרקטיביות עבורו, בהתאם ליעדיו הפיננסיים.

2. אסטרטגיית התערבות: תיקון חוק הייעוץ באופן שיחיל חובת ייעוץ ברישיון גם על פיקדונות בנקאיים לתקופות העולות על שנה.

3. תועלות:

התועלת לצרכנים: החלת חובת ייעוץ ברישיון על פיקדונות שאורכם מעל שנה תעניק לצרכן את הגנת החוק, המומחיות והמקצועיות של נותן השירות שהוא בעל רישיון, תחולה של חובת אמון וזהירות כלפי הלקוח, החובה להתאים את ההמלצה לצרכיו ועוד. בפרט, הכפפת הפיקדונות העולים על שנה לחובת הייעוץ עתידה לאפשר למשקיעים הבנה טובה יותר של הסיכונים הכרוכים במוצרי הפיקדון הארוכים ולחשוף אותם למוצרי השקעה אחרים העשויים להיות מתאימים יותר למידת הסיכון, הנזילות ומשך החיים הרצויים.

בנוסף, המהלך עשוי לקדם במידה מסוימת גם את שירותי הייעוץ הניתנים ללקוחות בבנקים. לאור העובדה כי לבנקים יש אינטרס להגביר את הדרישה לפיקדונות ארוכי הטווח המוצעים על ידם לציבור, הדבר יכול להביא לשיפור כללי של שירותי הייעוץ הדיגיטלי באופן שיאפשר מתן שירות ייעוץ השקעות להיקף נרחב של לקוחות. בהתאם לכך, הוצאתה לפועל של חלופה זו עשויה להוביל לשינוי של ברירת המחדל כך שהיקף נרחב יותר של לקוחות יוכל להיחשף לשירותי ייעוץ השקעות בבנק גם בסכומי השקעה נמוכים יחסית.

התועלת לגופים המפוקחים: מנהלי הקרנות עשויים לצאת נשכרים מחלופה זו מאחר שהחלת חובת ייעוץ ברישיון על פיקדונות ארוכי טווח, במקביל למהלך הסרת חובת הייעוץ מהקרנות הכספיות בטווח לפדיון של עד שנים עשר חודשים, תייצר תחרות ישירה בין המוצרים ותגדיל את היכולת שלהם להגיע לנתח שוק גדול יותר.

4. חסרונות: החלת חובת ייעוץ על פיקדונות שאורכם מעל שנה עלולה לפגוע בנגישות של אחד ממסלולי ההשקעה המקובלים, הנגישים והנוחים ביותר בעבור הלקוח כיום מאחר שמדובר במוצר בנקאי המשווק על ידו.

כמו כן, החלת חובת ייעוץ על פיקדונות שאורכם מעל שנה עשויה לדרוש מהבנקים לפתח מומחיות ולהגדיל את מערכי הייעוץ כדי להתמודד עם מגזרי לקוחות שעד עתה לא עבדו איתם, באופן שייקר את עלויות התפעול שלהם. בתקופות של ריבית נמוכה יותר והאטה בקצב ההפקדות בפיקדונות, הדבר עשוי להיות לא משתלם.

5. **עלויות ונטל רגולטורי:** הכפפת פיקדונות בנקאיים לתקופה העולה על שנה לחובת הייעוץ ברישיון תדרוש מהבנקים להרחיב את מערכי הייעוץ שלהם ו/או לפתח מערכי ייעוץ מתקדמים. הרחבת מערכי הייעוץ או פיתוחן של מערכות ייעוץ מתקדמות כרוכים בהשקעת תשומות כספיות ותשומות כוח אדם מקצועי ומיומן.

כמו כן, הבנקים יידרשו לעמוד בנטל הרגולטורי החדש של חובת ייעוץ על פיקדונות החל בהתאם לחוק הסדרת הייעוץ, שתהווה שינוי מהותי למול המצב הקיים.

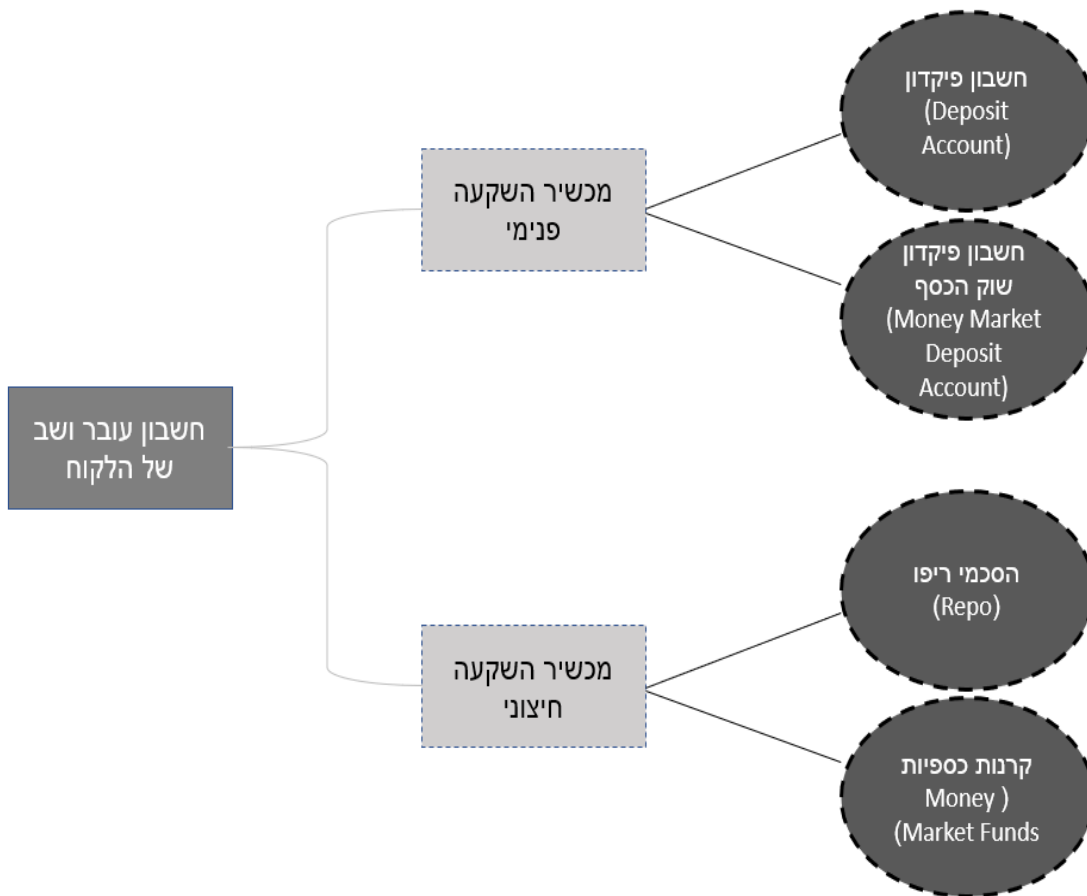
יצוין כי ישנם חלופה זו באופן מיטבי אשר יבטיח מחד את הגנת וטובת הלקוחות, ומאידך יצמצם את הפגיעה בנגישות הלקוחות אל הפיקדונות, מצריך תיאום אדוק עם הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל, וככל ויקודם ייעשה תוך שיתוף פעולה מלא בין הרגולטורים.

6. **השפעות על התחרות:** הרחבת חובת הייעוץ כך שתחול גם על פיקדונות בנקאיים לתקופה העולה על שנה עתידה להגביר את התחרות של מוצרים אלו עם מוצרי ההשקעה האחרים, ובפרט מוצרי הקרנות הכספיות העשויים להיות מתאימים יותר לצורכי הלקוח המיועץ. הרחבת חובת הייעוץ עשויה להכניס לקוחות חדשים למעגל הלקוחות המיועצים, ובהתאם לחובות החלות על יועצי ההשקעות, להגביר את היקף הלקוחות הבוחרים להשקיע בקרנות כספיות חלף ההשקעה הנפוצה כיום בפיקדונות בנקאיים.

ד. חלופה מספר 3 – מיסוד חשבונות Sweep

1. **תיאור החלופה:** חשבונות Sweep הם חשבונות עובר ושב (Transaction Account) שבמועד הפתיחה שלהם נקבע בין הלקוח לבין הגוף הפיננסי הסכם (Sweep Arrangement) במסגרתו הלקוח מסכים שכל יתרה של מזומן מעבר לרף מוגדר תועבר אוטומטית על ידי הגוף הפיננסי למכשיר השקעה פנימי, כמו לדוגמה חשבון פיקדון וחשבון פיקדון המשקיע בשוק הכסף אצל אותו הגוף הפיננסי, או למכשיר השקעה חיצוני, כמו למשל קרנות כספיות (Money Market Funds) ועסקאות ריפו. (ראו תרשים א').

במסגרת חלופה זו מוצע לקבוע הסדר שיאפשר פתיחה של חשבונות Sweep בתאגידים הבנקאיים, והשקעה אוטומטית של כספים אלה בקרנות כספיות. הצעה זו תוכל לגשר על פערי המידע בין הצרכן לבין המערכת הבנקאית, מאחר שתאפשר לו לשמור על יתרה קבועה בחשבון העו"ש, בשעה שיתרת הכסף המזומן אותה יגדיר תצבור ריבית בקרן הכספית. במידה ויידרש לכסף זה, הלקוח יוכל לגשת אליו ולעשות בו שימוש באופן קל, פשוט ונוח.



2. אסטרטגיית התערבות: החלופה המוצעת מצריכה שינויי חקיקה בנקאית והוראות הפיקוח על הבנקים והתאמות תפעוליות אשר עשויות להיות מורכבות.

לצד זאת, פיתוח מנגנון Sweep והסדרים הנוגעים לתפעול עשויים לדרוש שינוי חקיקה ראשית, כמו חוק הייעוץ, תוך ביצוע שינויים והתאמות רגולטוריות אשר יותאמו למנגנון התפעולי אשר ייקבע.

בהתאם לאמור לעיל, קידומה של חלופה זו, ככל וייצא אל הפועל, יעשה לאחר השלמתם של תהליכי היועצות וחשיבה משותפים בין הרשות לבין בנק ישראל, לרבות ניתוח אסטרטגיית ההתערבות היעילות ביותר, אשר יבטיחו את פיתוחו של מנגנון ה-Sweep המיטבי בעבור הלקוחות.

3. תועלות: יצירת מנגנון Sweep יאפשר לצרכן דרך קלה ויעילה למנוע מהכסף שלו להישחק בעו"ש, תוך קבלת ריבית עליו. המנגנון הרצוי יהיה נוח ושקוף ללקוח, כאשר במידה ויידרש לכסף, תתאפשר ללקוח גישה מהירה ופשוטה אליו.

במקביל, ההסכמה הנדרשת מצד הצרכן לשימוש במנגנון Sweep להשקעה בקרן כספית יכולה להגביר את המודעות והחשיפה של לקוחות לשוק ההון, ובמעלה הדרך להגדיל את

שימוש הציבור בכלי פיננסי זה. תוצר אפשרי נוסף של שינוי מסוג זה יהיה שיפור של כדאיות תנאי הריבית אותם יציעו הבנקים על פיקדונות הלקוחות, על מנת לעודד אותם שלא לעשות שימוש במנגנון ה-Sweep.

מבחינת מנהלי הקרנות, יצירת מנגנון ה-Sweep אשר יאפשר העברת כספי עו"ש לקרן כספית כברירת מחדל, יגדיל בצורה ניכרת את היקף הכספים המושקעים בקרנות ויביא להגברת מודעות הציבור למוצר הקרנות הכספיות בפרט, ומוצרי שוק ההון בכלל.

4. חסרונות: יצירת מנגנון Sweep צפויה להשית עלויות מיכון ופיתוח משמעותיות על הבנקים, שבתורם עלולים לגלגל את העלויות לצרכן וליוקר את השירות בעבורו. כמו כן, ההיערכות התפעולית והטכנולוגית הנדרשת מהבנקים ומהבורסה ליישום מנגנון זה יכולה להיות ארוכה מאוד ואינה עולה בקנה אחד עם הרצון לספק לציבור הלקוחות פתרון נגיש ומיטבי בסביבת הריבית האטרקטיבית הנוכחית (המנגנון צריך לאפשר התנהלות כלכלית שוטפת לצד פדיון יחידות מקרן ה-SWEEP).

5. עלויות ונטל רגולטורי: מנהלי הקרנות, הבנקים והבורסה ידרשו בעלויות פיתוח מנגנונים וטכנולוגיות שיאפשרו את מנגנון ה-Sweep לצורך הטמעתו.

כמו כן, בהתאם לאופן יישום מנגנון ה-Sweep אשר יוסכם בין הרשות, בנק ישראל והשוק, ייתכן כי בנק ישראל יידרש בהתאמה וגיבוש של הוראות ניהול בנקאי תקין אשר יסדירו את אופן פעילות מנגנון ה-Sweep בקרב הבנקים, הן מבחינה צרכנית והן מבחינה תפעולית.

בנוסף, יישומה של ההצעה לפיתוח מנגנון חשבונות Sweep עשוי להביא למעבר משמעותי של כספים מחשבונות העו"ש והפיקדונות בבנקים אל הקרנות הכספיות, ובכך להביא עמו מספר השפעות אפשריות על פעילות המערכת הבנקאית. בין היתר, מעבר רב של כספים מחשבונות העובר ושב והפיקדונות של הציבור בבנקים אל הקרנות הכספיות יכול במידה מסוימת להשפיע על מקורות המימון של הבנקים, ובכך להשפיע על יכולתם להמשיך ולהעמיד אשראי בהיקפים ובתנאים הנדרשים. כמו כן, שינוי זה במקורות המימון של הבנקים יכול במידה מסוימת להשפיע על ניהול הנוזלות במערכת הבנקאית⁶⁴.

6. השפעות על התחרות: פיתוח מנגנון Sweep אשר יאפשר השקעת כספי העו"ש של הצרכן בקרנות כספיות כברירת מחדל יגביר את התחרות על כספים אלו ועשוי להביא גם את הבנקים להציע ריביות אטרקטיביות יותר בגין כספי העו"ש / פיקדונות יומיים.

כמו כן, יוזמת הבנקאות הפתוחה וכניסתם לשוק של שחקנים חדשים המציעים פתרונות מתקדמים לניהול חשבונות הלקוח יכולים להביא לפיתוחם של מגוון מוצרים אשר יאפשרו ניהול ושימוש מיטבי בכספי העו"ש של הלקוח והשאת התשואה בגינם.

⁶⁴ בהקשר זה יצוין כי נכון לחודש פברואר 2023, היקף פיקדונות הציבור בבנקים עמד על כ-1.9 טריליון ₪, כך שהשפעה

זו עשויה להיות מוגבלת.

ה. חלופה מספר 4 – פתיחת המכרזים המוניטריים של בנק ישראל לפיקדונות הקרנות

1. תיאור החלופה: כיום, הבנקים הם הגופים היחידים להם ניתנה הרשאה להפקיד פיקדונות בבנק ישראל במסגרת השתתפות במכרזים המוניטריים. על פי בנק ישראל, מכרזים אלו הם כלי המדיניות העיקרי להשגת רמת הריבית שנקבעה על ידו. בהתאם לצורכי הנזילות בנק ישראל מציע לבנקים להפקיד אצלו פיקדונות לפרק זמן של יום, שבוע ותקופת נוספות, או ליטול ממנו הלוואות לתקופות קצובות של יום או שבוע. כנגד הלוואות מעמידים הבנקים לבנק ישראל ביטחונות, ביניהם אג"ח ממשלתיות ומלווה קצר מועד (מק"ס).

בהתאם לאפשרות זו, הבנקים בישראל נוהגים להשקיע את עודפי הנזילות שלהם בפיקדונות בנק ישראל, באופן אשר מאפשר להם לקבל את הריבית המוצעת במכרזים. עם זאת, מנתוני בנק ישראל עולה כי ריבית זו מגולגלת באופן חלקי בלבד אל פיקדונות הציבור, ובפרט אל פיקדונות משקי הבית⁶⁵.

בהתאם לחלופה זו, מנהלי הקרנות הכספיות יוכלו גם הם להשקיע את כספי מחזיקי היחידות באופן ישיר בפיקדונות בנק ישראל, באופן אשר למעשה ייתר את הבנקים כגורם מתווך לעניין זה, ויאפשר למנהלי הקרנות להשיא ללקוחותיהם תשואה גבוהה יותר, אשר תיגזר באופן ישיר מריבית בנק ישראל. יצויין כי כיום לאור נגישותם הבלעדית אל מכרזי בנק ישראל, הבנקים מהווים את הגורם היחיד המתווך את עליות הריבית אל פיקדונות הקרנות הכספיות, באופן אשר יוצר תלות גבוהה של מנהלי הקרנות הכספיות בבנקים ובצורכיהם ורצונם להציע למנהלי הקרנות ריבית גבוהה, ובשים לב כי מנהלי הקרנות מהווים גורם תחרותי לבנקים בהקשר של מוצרי השקעה לטווח קצר וביסכון נמוך.

2. אסטרטגיית התערבות: הוצאתה אל הפועל של חלופה זו, ככל ותקודם על ידי בנק ישראל ובשיתוף הרשות, דורשת התאמות רגולטוריות מצד בנק ישראל אשר יאפשרו את השתתפות מנהלי הקרנות במכרזי הפיקדונות, וכן עשויה לדרוש התאמות תפעוליות אשר יאפשרו למנהלי הקרנות השתתפות במכרזים, לרבות העברת כספים באופן ישיר בינם לבין בנק ישראל. יובהר כי הכוונה היא להשתתף במכרזי הפיקדונות בלבד לצורך השקעת נכסי הקרן ולא במכרזים שכוללים הלוואות מטעם הבנק המרכזי ומינוף הנכסים.

3. תועלות: פתיחת מסלול ההפקדה בבנק ישראל למנהלי הקרנות תאפשר ללקוחות להרוויח ריבית גבוהה יותר בעת שהם משקיעים את כספם בקרנות הכספיות, תייצר וודאות לגבי תשואה צפויה של רכיב מסיום מהקרן, תפחית את התלות במערכת הבנקאית המתחרה בקרנות הכספיות ותצמצם את סיכון האשראי בקרן אשר יותאם לסיכון האשראי של מדינת ישראל.

כבר כיום הקרנות הכספיות היומיות מציגות תשואה טובה יותר מפקדון קצר-טווח שמוצע בבנקים (בין היתר באמצעות הרכיב הקונצרני בקרן והשקעה במק"מ), אך בהצעה זו יש

⁶⁵ ראו נתוני בנק ישראל בדבר תמסורת ריבית בנק ישראל אל הפיקדונות הבנקאיים כפי שאלו פורסמו במחקר

שכותרתו "התמסורת מהמדיניות המוניטרית לריבית הפיקדונות בישראל".

כדי לעשות את המוצר לאטרקטיבי יותר, מאחר שיבטל את התלות של מנהל הקרן בבנקים וישפר באופן זה את הריבית בפיקדונות הקרן ואת תשואת הקרן. יודגש כי צעד זה עשוי לספק מענה לכלל הקרנות כספיות, לרבות קרנות כספיות בנוזלות יומית שיקבלו תנאי ריבית טובים משמעותית מאלו שניתנים להם כיום.

4. חסרונות: כאמור, על פי בנק ישראל, מכרזים אלו הם כלי המדיניות העיקרי להשגת רמת הריבית שנקבעה על ידו בנק ישראל ולכן צירוף משתתפים נוספים במכרזים אלה יכולה להשליך על הכלים המוניטריים שלו.

כמו כן, מסקירת הכלים המוניטריים בתחומי השיפוט של ארצות הברית, אירופה ואנגליה, עולה כי ההשתתפות במכרזים המוניטריים מוגבלת למספר סוגים מצומצם של גופים פיננסיים, ובפרט מוגבלת לתאגידים בנקאיים וגופים העוסקים באשראי. באנגליה, הבנק המרכזי (ה-BOE) מאפשר למגוון גדול יותר של גופים פיננסיים לקחת חלק במסגרת המכרזים המוניטריים, אך גם במסגרת גופים אלו לא נכללים מנהלי קרנות.

5. עלויות ונטל רגולטורי: יישומה של חלופה זו עשוי לדרוש התאמות רגולטוריות ותפעוליות מצד בנק ישראל, זאת במטרה לאפשר למנהלי הקרנות השתתפות במכרזים והעברה וקבלה ישירה של כספים מבנק ישראל. כמו כן, מנתוני בנק ישראל עולה כי הביקוש במכרזי הפיקדונות עולה על ההיצע⁶⁶, כך שכניסתם של גופים נוספים למאגר המכרזים עתידה להגביר את התחרות על פיקדונות אלו.

6. השפעות על התחרות: מתן האפשרות למנהלי הקרנות להפקיד באופן ישיר את פיקדונותיהם בבנק ישראל עתידה לצמצם את התלות שלהם בבנקים ולאפשר להם להציע ללקוחותיהם ריבית גבוהה יותר מזו המוצעת כיום בפיקדונות הבנקאיים, הן בעבור הקרנות הכספיות והן בעבור קרנות הנאמנות בכלל. לאור האמור, ביכולתו של צעד זה להגביר את התחרות על כספי הלקוחות באופן ניכר, כאשר מנהלי הקרנות יוכלו להציע ללקוחות פוטנציאליים ריבית גבוהה יותר מזו המוצעת למרביתם כיום, דבר אשר יגביר בתורו גם את הריבית המוצעת על ידי הבנקים וישפר את תמסורת ריבית בנק ישראל אל הפיקדונות.

⁶⁶ ראו נתוני בנק ישראל אודות מכרזי הפיקדונות המוניטריים היומיים, השבועיים והתקופתיים.

בחירה בחלופה המוצעת

לאחר בחינת החלופות המוצעות, כמפורט בחלק "בחינת החלופות" במסמך זה, וניתוח והשוואת התועלות, העלויות והאתגרים של כל אחת מן החלופות, **מבוקש לקדם את חלופה מספר 1 הכוללת את הצעדים לפיתוח הקרנות הכספיות וקידום הנגשתן לציבור.**

במסגרת חלופה זו מבוקש לקדם את שלושת הצעדים הבאים, וזאת באמצעות מתן הסמכות בחקיקה כפי שיפורט מטה:

1. מתן הסמכה בחוק לקביעת כללים למאפייני הקרנות הכספיות, באופן אשר יאפשר פיתוח של קרנות כספיות חדשות בעלות מאפיינים הדומים למאפייני הפיקדונות הכספיים (קרן ללא סיכון, תשואה ידועה מראש ומועדים קבועים);
2. מתן הסמכה בחוק להרחבת אפשרות הייעוץ לכל קרן כספית במועד קבוע של עד שנה ולא רק לקרן כספית מסוג קפ"מ, באופן אשר ישפר את הנגשת הקרנות הכספיות לציבור הרחב וישווה את תנאי הייעוץ בין המוצרים השונים בשוק הכסף.
3. מתן הסמכה בחוק כך שיתאפשר לקבוע כי מודל התגמול יאפשר העברת תשלום לגורמים מתווכים, בעבור מוצר הקרנות הכספיות.

על אף כי גם יישומו של כל אחד מצעדים אלו בנפרד צפוי לסייע בקידום הקרנות הכספיות ושכלול שוק הכסף, אנו רואים חשיבות רבה בקידום יישומם של שלושת הצעדים הללו כמקשה אחת, כחלופה אחת. יישומם של שלושת הצעדים יחדיו צפויה לקדם בצורה סינרגטית מיטבית את מיתוג הקרנות הכספיות, תוך הגברת נגישות הציבור לקרנות אלו, ותוך הקפדה על שימור טובת הלקוח ואיסור הטיה מצד כלל הגורמים המערבים בשרשרת התיווך והתפעול. כמו כן, שילובם של צעדים אלו עתיד לסייע לכניסתם של שחקנים חדשים לשרשרת התיווך של הקרנות הכספיות, באופן אשר יאפשר הנגשה יעילה, חדשנית ומתקדמת של עולם הקרנות הכספיות לציבור הרחב, דבר אשר יוביל לתחרות הרצויה בין מוצרי שוק הכסף השונים⁶⁷.

בקידום חלופה זו כמקשה אחת ויישום כל שלושת הצעדים הנכללים בה, אנו סבורים כי יתאפשר שיפור משמעותי של שני מרכיבים מרכזיים בקידום הסביבה התחרותית: (1) קידום כניסתם של שחקנים חדשים; (2) הגברת הערך והאטרקטיביות של הקרנות הכספיות ללקוח והגברת יכולת ההשוואה של הלקוחות בין המוצרים השונים בשוק הכסף. צעדים נוספים הקשורים למרכיב נוסף בקידום התחרות הנוגע לפישוט וייעול תהליכי המעבר בין הספקים השונים, ימשיכו להיבחן בעתיד הקרוב על ידי הרשות ובשיתוף גורמי אסדרה נוספים.

⁶⁷ דוגמאות לשחקנים חדשים ולהצעות ערך חדשניות בפעילות שוק הכסף ומוצרי השקעה וחיסכון ניתן לראות בהצעת הערך של חברת Apple בתחום הפיקדונות ([Apple Card's new high-yield Savings account is now available, offering a 4.15 percent APY](#)), וכן בשיתופי פעולה של חברות כרטיסי האשראי בישראל עם מגוון גופים נוספים כחלק מפעילות ה-CashBack של כרטיסי האשראי (לדוגמה, [שיתוף הפעולה של חברת Max עם חברת Bits of Gold](#)).

מבחינת עלויות ונטל רגולטורי, חלופה זו והצעדים הנכללים בה מתאפיינת בכך שהיא אינה משיתה חובה מסוימת על הפעילות הקיימת של הקרנות הכספיות של הגופים הרלוונטיים, אלא מאפשרות הקלות בפעילות הקיימת, לצד פיתוח פעילות חדשה שאינה קיימת היום. כמו כן, יישום חלופה זו אינו מצריך פיתוחים טכנולוגיים ותפעוליים מורכבים מצד הגורמים המעורבים ומשך הוצאתה אל הפועל אינו צפוי להיות ארוך באופן משמעותי.

כמו כן, יש לקחת בחשבון את ההשלכה המערכתית של שינוי בשוק הקרנות הכספיות, כאשר הקרנות הכספיות בישראל, אשר זוכות לעדנה יחסית בעתות של עליית ריבית, סופגות פדיונות מוגברים כאשר הריבית יורדת. פיקדונות אלה מביאים למכירה של הנכסים המוחזקים בקרנות הכספיות עצמן, נכסים משוק הכסף (פירעון של פיקדונות, מכירת מק"מ וכו'), וללחץ על מחירים. דבר זה לכשעצמו עלול להוביל לאפקט שרשרת של פדיונות נוספים בקרנות.

בהמשך לתלות כאמור בשינויים בריבית, קרנות נאמנות המתאפיינות בנזילות יומית ככלל חשופות לסיכון של פדיונות מוגברים ("ריצה אל הקרן"). ניתן לשער כי הקרנות הכספיות חשופות לסיכון זה בדומה לקרנות אחרות, בשל אופי המשקיעים בהן, שעשוי להיות קהל לקוחות בעל רמת סיכון נמוכה ביותר ועל כן בעל רגישות גדולה להפסד תשואה כלשהו.

סיכונים כאמור התממשו בעבר בקרנות כספיות בחו"ל, שהצריכו התערבות של הגורמים הרלוונטיים למיתונם (למשל, במשבר הכלכלי בשנת 2008, בירידות החדות בשוק ההון בהתפרצות מגפת הקורונה בשנת 2020 וכו').

סיכונים אלה רלוונטיים גם עבור הקרנות הכספיות הקיימות כיום ומוצעות לציבור בישראל. הרשות מודעת לעניין זה ולהשלכה המשמעותית שלו ואף מבוצעת בחינה של מתן אפשרות שימוש בכלים שונים ע"י הקרנות על מנת להתמודד ולצמצם את הסיכון.

למרות שהצעתנו בחלופה זו יכולה להביא לגידול בשווי נכסי הקרנות הכספיות אנו סבורים כי היא לא תגביר יתר על המידה את הסיכונים, בין היתר מכיוון ששוק הקרנות הכספיות בישראל קטן יחסית ליתר ההשקעות בשוק ההון וליחס המקובל בעולם, ישנן דרישות רגולטוריות שמצמצמות את הסיכונים - דרישות פיזור, דירוג אשראי, מח"מ לנכסי הקרן, עצירת פדיונות, שיטת שערך לפי שווי שוק, בשונה מהשיטה המקובלת בחלק מהקרנות כספיות בעולם ששומרת על מחיר קבוע לקרן וכדומה.

בנוסף, קרנות כספיות ללא נזילות יומית, בהן ניתן לבצע פדיונות במועדים קבועים בלבד, עשויה למתן מצבים של פדיונות מוגברים בקרנות אלה ולצמצם את הסיכון וכן ההשקעה שלהן במוצרי השקעה בשוק הכסף עשוי לתרום להעמקת ושכלול השוק, והגברת הנזילות והסחירות בו.

באשר לחלופות מספר 2, 3 ו-4 הכוללות החלת חובת ייעוץ על פיקדונות לתקופה של מעל שנה, מיסוד חשבונות Sweep ופתיחה של המכרזים המוניטריים של בנק ישראל לפיקדונות הקרנות, נראה כי על אף היתרונות הגלומים ביישומן, מורכבותן של חלופות אלו ועובדת היותן תלויות בתהליכי אסדרה של גורמים רגולטוריים נוספים, מקשות על הוצאתן אל הפועל, ובייחוד בטווח הזמן הנראה לעין.

בפרט, מיסוד חשבונות Sweep עלול להצריך תהליכי היערכות תפעוליים ורגולטוריים מצד הבנקים, לצד שינויים ועדכונים בחקיקה ובאסדרה הבנקאית על ידי בנק ישראל. תהליכים תפעוליים אלו, לצד היערכות ליישום אסדרה רגולטורית חדשה עשויים לראייתנו להצריך זמן היערכות רב.

בהקשר זה יודגש כי סביבת הריבית הנוכחית והשיח הער סביב גובה הריבית המוצעת למשקי הבית בישראל מעודדת פיתוח וגיבוש פתרונות הניתנים ליישום בטווחי זמן מהירים באופן יחסי, ועל כן יישומה של חלופה מספר 1 זוכה ליתרון משמעותי בנקודה זו.

יודגש כי לצד הבקשה לקידום החלופה הראשונה, קיימת כוונה להמשיך ולבחון את ההיתכנות ליישום כל אחת מן חלופות מספר 2, 3 ו-4, הן כמקשה אחת והן בנפרד, וזאת, בין היתר, בשיתוף גורמים רלוונטיים נוספים כגון בנק ישראל.

באשר לחלופת האפס, קרי המצב הקיים כיום, נראה כי על אף היתרונות הקיימים במוצרי הקרנות הכספיות המוצעים כיום, הציבור עדיין אינו בוחר להפנות את כספיו לאפיק זה באופן משמעותי. מגמה זו ככל הנראה נובעת הן מחוסר היכרות הציבור עם המוצר, היעדר נגישות מספקת ללקוחות שאינם מיועצים, וכן לאור מאפייני הקרנות הכספיות אשר אינם מספקים ללקוח את הביטחון המספק ואת יכולת הצגת התשואה המובטחת.

לאור זאת, המשך המצב כפי שהוא היום, אינו מספק ללקוחות את הערך המקסימלי אותו הם יכולים להפיק ממוצרי הקרנות הכספיות, וכן אינו מעודד דיו את התחרות בין המוצרים התחליפיים בשוק הכסף ומכאן שאינו מאפשר למשקיע מן הציבור למצות את כושר המיקוח שלו גם בעת רכישת פיקדון.

הנגשת שוק הכסף

לצד יישום החלופות כמתואר לעיל, אנו רואים חשיבות ביצירת היכולת ללקוח הפיננסי להבין מהו סל מוצרי שוק הכסף הרלוונטי עבורו לניצול מיטבי מבחינתו של כספיו הנזילים, על מנת לשמור על ערכו או ליצר תשואה עודפת. בהתאם לאמור לעיל ולהתייחסות המקובלת, מוצרי שוק הכסף צריכים להיות מוצרים לטווח פדיון של עד שנה בעלי סיכון אשראי נמוך.

כפי שצוין לעיל, על אף שמקובל בעולם לכלול מגוון של מוצרים תחת אכסניית "שוק הכסף", בארץ שוק זה מפותח פחות. כך למשל, הועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה התייחסה בדוח⁶⁸ שהוגש ליו"ר הרשות דאז, פרופ' שמוליק האוזר, לצורך בהסרת החסמים לפיתוח שוק ניירות הערך המסחריים ("נע"מ", סחירים ושאינם סחירים), אשר בארה"ב ובאירופה מהווים רכיב מרכזי בשוק הכסף, בעוד בארץ אינם מפותחים דיים ולא מהווים תחרות לאשראי הבנקאי בראי החברות או תחליף פיקדון בראי הציבור המשקיע.

לעניין זה, כ-93% מפיקדונות הציבור בבנקים הינם בעלי תקופה נותרת לפירעון של עד שנה. כמו כן, מנתוני בנק ישראל לחודש דצמבר 2022 בדבר פיקדונות בריבית משתנה (פריים) לזמן קצוב

⁶⁸ דוח הועדה לשכלול המסחר ולעידוד הנזילות בבורסה

שהופקדו במהלך חודש דצמבר, עולה כי תקופת הפירעון הסופי הממוצעת במערכת הבנקאית עומדת על 0.4 שנים, דבר המחזק את החשיבות שבהסדרת שוק כסף תחרותי, בר השוואה ונגיש ללקוח הפיננסי.

לכן, על מנת לאפשר ללקוח הפיננסי נגישות פשוטה וברורה לסל מוצרי שוק הכסף התחרותיים ולאפשר לו להשוות את המוצרים המשתייכים לסל זה ולבחור את המוצר המתאים לצרכיו, מוצע להגדיר בפשטות כי אלו יכללו מוצרים המתאפיינים בטווח פדיון של עד שנה, בעלי סיכון אשראי נמוך ולעת הזו: פיקדונות, מק"מ וקרנות כספיות, העונים למאפיינים על אלו.

לכך שתי מטרות: יצירת תנאי פתיחה שווים וחינוך הציבור לכך שמדובר במוצרים תחליפיים.

בהיבט החינוך הפיננסי של הציבור חשוב לייצר תפיסה קוהרנטית ואחידה של מוצרי שוק הכסף ללקוח, ההבנה שמדובר במוצרים תחליפיים צריכה לכן לקבל ביטוי בנקיטת גישה שווה ביחס אליהם. לכן יש לאפשר ללקוח נקודת מבט נוחה על יקום מוצרי שוק הכסף ויכולת השוואה קלה ביניהם.

לצורך כך מוצע, לפחות בשלב ראשון, לפעול להסדרה משותפת עם בנק ישראל להקמת עמודי תוכן רישמיים שיסבירו ויתווכו ללקוח את מוצרי שוק הכסף, אליהם יצרני המוצרים (קרנות כספיות ופיקדונות) ומתווכיהם יידרשו להפנות את הלקוח⁶⁹.

להלן תוצג טבלה המרכזת מאפיינים מרכזיים של המוצרים הקיימים כיום בשוק הכסף, ולצידם ריכוז מאפיינים אלו בהנחת הוצאתן אל הפועל של חלופה 1 כמבוקש מעלה.

נושא	קרנות כספיות (מצב נוכחי)	פיקדונות בנקאיים	מק"מים	קרנות כספיות מועדים קבועים (לאחר עדכון מוצע)
יכולת הצגת תשואה	לא ניתן להציג תשואה צפויה	הצגת ריבית ידועה מראש (קבועה / משתנה)	תשואה ידועה מראש בעת החזקה לפדיון	יכולת הצגת תשואה צפויה מראש

⁶⁹ יצוין כי למעשה, כבר בכללי הבנקאות עצמם מתקיימת הבחנה מסוימת בין פיקדונות לתקופה של עד שנה ופיקדונות ארוכים יותר, בהיבט הצגתם ללקוח, כאשר בכללי הבנקאות נקבע כי תאגיד בנקאי יציג בכל סניפיו ובאתר האינטרנט שלו לוח שיישא את הכותרת: "שיעורי ריבית על פיקדונות", שבו יפורטו שיעורי הריבית המזעריים שהבנק משלם לכל סוגי הפיקדונות שהתקופות לפרעונם אינן עולות על שנה.

נושא	קרנות כספיות (מצב נוכחי)	פיקדונות בנקאיים	מק"מים	קרנות כספיות מועדים קבועים (לאחר עדכון מוצע)
סיכון ההשקעה	השקעה בנכסים בסיכון נמוך ; קיים סיכון נמוך לקרן ההשקעה	השקעה בסיכון נמוך, ללא חשש ממשי לקרן ההשקעה (סיכון אשראי נמוך מאוד של הבנק עצמו).	השקעה בסיכון נמוך אל מול בנק ישראל.	השקעה בנכסים בסיכון נמוך ; קיים סיכון נמוך לקרן ההשקעה
מיסוי	אירוע מס בעת מימוש האחזקה בקרו ; מס על הרווח הריאלי בלבד	מיסוי של 15% על הרווח הנומינלי	מיסוי של 15% על הרווח הנומינלי	אירוע מס בעת מימוש האחזקה בקרו ; מס על הרווח הריאלי בלבד
נזילות	ניתן למימוש בכל סוף יום מסחר	מימוש לרוב רק בתום תקופת הפיקדון	נזילות וסחירת גבוהים	מימוש רק בתום התקופה הקבועה
דרישה לחובת ייעוץ ברישיון	קיימת	לא קיימת	קיימת	לא קיימת בעבור קרנות כספיות בעלות מועדים קבועים שאינם עולים על שנה
נגישות הציבור	היכרות נמוכה יותר בציבור ונגישות פחותה לעיתים בערוצים המקובלים	מוכר לציבור ונגיש בערוצים המקובלים	היכרות נמוכה יותר בציבור ונגישות פחותה לעיתים בערוצים המקובלים	נגישות גבוהה יותר לציבור לאור הסרת חובת הייעוץ ברישיון ופתיחת השוק לשחקנים מתווכים חדשים

סיכום

לאור כל האמור, מוצע כי הסדרת הקרנות הכספיות בכללותה, על ההיבטים השונים שפורטו לעיל, תבוצע ע"י הסמכת הרשות לקבוע הוראות באמצעות תיקוני חקיקה ראשית והתאמת התקנות הרלוונטיות.

ההצעה תפורסם באתר הרשות ל-45 ימים, ולאחר בחינת הערות הציבור ועריכת שינויים, ככל שיידרשו, יובא נוסח מוצע לתיקון חקיקה מעודכן לדיון ואישור המליאה.

יצוין, כי סגל הרשות קיים שיח מקדמי עם הגופים הרלוונטיים, הן עם הגופים השונים בשוק והן עם גורמים רגולטוריים, במטרה לקדם פיתוח זה באופן מיטבי ומהיר ומתוך הבנה שמדובר באינטרס אחד של הגורמים כולם להביא את המשקיע לידי מיצוי תנאי השוק על השקעותיו.

בהתאם לכך, לצד ההסמכות לרשות לקביעת הוראות משולבות גם שאלות לציבור בדבר מאפייני הקרנות הכספיות במטרה לטייב את האופן שבו אלו יוגדרו בהמשך בהוראות שיקבעו מכוח הסמכות אלה.

להלן נוסח תיקוני החקיקה המוצעים המשולבים בלשון החוק הקיימת.

תיקוני חקיקה ראשית להסדרת פיתוח הקרנות הכספיות

1.4 חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994

1.4.1 הוספת הגדרה בסעיף ההגדרות

"קרן כספית" – קרן שסוג הנכסים המוחזקים בה מתאפיין בסיכון אשראי נמוך, לרבות פיקדונות, מזומנים, אגרות חוב שהוצאו בידי המדינה, אגרות חוב קונצרניות בדירוג גבוה ולרבות קרן כספית ללא רכיב קונצרני, קרן כספית עם רכיב קונצרני וסוגים נוספים של קרן כספית ובנוסף, בהסכם הקרן נקבע שהיא תהיה קרן כספית; לעניין זה "פיקדונות" – מידי בנק בישראל או בנק מחוץ לישראל.

1.4.2 תיקון סעיף 47 בדבר קרן מועדים קבועים

47(א) נקבעו בהסכם קרן פתוחה מועדים קבועים להצעת היחידות ולפדיון (להלן - קרן מועדים קבועים), יתקיימו התנאים הבאים:

(1) המועדים לפדיון יחידות יקבעו בתדירות זהה למועדי להצעת-הצעת היחידות אן גבוהה ממנה המועדים לפדיון יהיו זהים; מנהל הקרן רשאי להתנות את פדיון יחידות הקרן במתן הודעה מוקדמת של בעלי היחידות; נקבע פדיון יחידות הקרן בתדירות גבוהה מתדירות מועדי הצעת היחידות, הרשות רשאית לקבוע בהוראות תנאים שבהם רשאי מנהל הקרן לגבות עבור הקרן עמלת פדיון מרוכש היחידה והוראות לעניין אופן חישובה; תנאים כאמור ייכללו בהסכם הקרן;

(1א) התקופה להצעת יחידות של קרן מועדים קבועים לראשונה תחל כאמור בסעיף 32(א) לחוק, כאשר הזמנות היצירה יבוצעו במועד הקבוע הראשון הסמוך;

(2) המועדים להצעת היחידות והמועדים לפדיון יהיו בימים שלגביהם על מנהל הקרן לחשב את מחיר הקניה ואת מחיר המכירה של נכסי הקרן;

(3) התקופה שבין מועדים קבועים סמוכים לא תעלה על ששה-שנים עשר חודשים אן על תקופה ארוכה יותר שקבעה הרשות לפי מאפייני סוג הקרן.

(ב) (בוטל).

הסבר: מוצע לבצע תיקון רוחב בסעיף זה אשר ישרת את פיתוח הקרן הכספית בעיקר בעצם הארכת התקופה שבין מועדים קבועים סמוכים לעד שנים עשר חודשים באופן אשר מתיישב עם מאפייני מוצרי שוק הכסף. בנוסף התיקון המוצע ייתן מענה גם לכשלים שהסגל אבחן במהלך השנים האחרונות ואשר מנע פיתוח של קרנות נאמנות מועדים קבועים או הגביל את כדאיות הצעתן. כך למשל, בקרנות מועדים קבועים מסוימות עשוי להיות יתרון בקביעת תדירות יצירות גבוהה יותר מזו של הפדיונות (הדבר מאפיין למשל קרנות גידור פרטיות ולא ניתן היה להגדיר זאת בין מאפייניה של קרן גידור בנאמנות לאור לשון הסעיף כיום כי מועדים אלו יהיו אחידים). לחילופין, עשוי להיות

ערך גם בהקמת קרן מועדים קבועים, לרבות ייתכן שגם בקרן כספית, שבה דווקא תדירות הפדיונות גבוהה מתדירות היצירות במטרה להקנות למחזיק ביחידות תשואה צפויה שנגזרת ממשך תקופת ההחזקה המוגדרת, לצד שמירת הזכות לצאת מהקרן קודם לסיום אותה תקופה, גם אם במחיר של עלות מסוימת.

1.4.3 הוספת הסמכה לרשות לקבוע הוראות בדבר קרן כספית

449 קרן כספית

על אף האמור בסעיפים 26, 42, 43, 46, 59, 62 עד 65, 72 ו-73 בחוק זה, הרשות רשאית לקבוע בהוראות תנאים שיחולו ביחס לקרן כספית, לרבות:

- (1) לעניין הפרטים שיש לכלול בתשקיף ופרטים שניתן להשלים במועד מאוחר יותר;
- (2) לעניין מועדי ההצעה ומועדי הפדיון ומתן הודעה מוקדמת לפדיון יחידות;
- (3) לעניין אופן חישוב מחירי היחידה והפדיון ואופן הצגתם, ואפשרות גבית הוספה בקרן;
- (4) לעניין הימים שלגביהם על מנהל הקרן לחשב את מחיר הקניה ואת מחיר המכירה של נכסי הקרן;
- (5) לעניין נכסים שיוחזקו בקרן ועסקאות בעד הקרן, לרבות לעניין דרך חישובם ולעניין תנאים שבהם קרן נאמנות תחזיק בקרן כספית;
- (6) לעניין אופן חישוב התשואה בקרן, תקופות הצגת תשואת הקרן ופרטים שיכללו בפרסום;
- (7) לעניין דוחות שנדרש להגיש בעד הקרן, הפרטים שיש לכלול בהם, מועדי עריכתם, הגשתם וצורתם ודוחות כאמור שיש לשלוח לבעלי היחידות;
- (8) לעניין מעבר בין קרנות כספיות.

בהקשר זה, רשות ניירות ערך תשמח לקבל עמדתכם בין היתר ביחס לשאלות הבאות, בהינתן שעל הקרן הכספית להתאפיין בפשטות:

1. **הצגת תשואה צפויה** – מוצע לאפשר להציג תשואה צפויה בקרן עד למועד הקבוע הסמוך. מאחר שההשקעה בנכסים עם מועד פדיון מוקדם למועד הקבוע תהיה רק לאחר קבלת כספי היצירות, עלות השאלות הבאות:
 - כיצד על אף זאת ניתן לבצע חישוב כאמור?
 - האם יש לפרסם טווח תשואה צפויה על בסיס הערכה של מנהל הקרן? ככל שכן כיצד יש להציג זאת באופן פשוט למשקיע?
 - כיצד ראוי לתת לכך ביטוי בשם הקרן? בתשובתכם אנא התייחסו לעובדה שאומדן התשואה ישתנה ביחס לכל מועד קבוע.

2. **פשטות המוצר** – בקרן שבה רק חלק מהנכסים שיוחזקו יהיו עם מועד פדיון מוקדם מהמועד הקבוע של הקרן, עולה השאלה האם להציג תשואה צפויה ביחס לכלל נכסי הקרן.

- האם יש להגביל את הקרנות להשקעה עיקרית (לפחות 75% מהשווי המנוהל) בנכסים עם מועד פדיון מוקדם מהמועד הקבוע ולפרסם תשואה צפויה על כל נכסי הקרן, בהתחשב בניהול סיכונים שיקבע על ידי המנהל?
- האם אתם סבורים שהמידע יהיה ברור מספיק עבור משקיע שמעוניין לרכוש את הקרן?
- האם יש לקבוע מנגנון חישוב אחיד עבור הנכסים שנפדים לאחר המועד הקבוע או להשאיר את שיקול הדעת למנהל הקרן?
- האם לדעתכם יש חלופות אחרות להצגת התשואה בקרנות מסוג זה?
- האם אתם סבורים שיש לפשט את המודל ולאפשר קרנות אשר כל נכסיהן מותאמים ליום הקבוע מבלי לאפשר סטייה מעיקרון זה?
- כיצד ראוי לתת לכך ביטוי בשם הקרן?

3. **פיקדונות** – בקרנות מועדים קבועים, מוצע לאפשר להחזיק פיקדונות לזמן קצוב שמועד הפדיון שלהם הוא עד למועד הקבוע הסמוך.

- האם מגבלה זו מפחיתה באופן משמעותי את הריבית שניתן להשיג עבור פיקדונות מסוג זה?
- האם נכון לאפשר גם השקעה בפיקדונות עם אפשרות קריאה לכסף? אם כן, מהו פרק הזמן לקריאה לכסף שנדרש?
- האם יש לאפשר השקעה גם בפיקדונות ארוכים יותר עם אפשרות יציאה מוקדמת בכפוף לקנס?
- אם כן, ככל ונדרש לממש פיקדונות מסוג זה במועד הקבוע, האם מנהל הקרן ישלם את הקנס מאמצעיו? ואם לא משלם מאמצעיו מהן האלטרנטיבות?

4. **מח"מ** – בקרנות מועדים קבועים, מוצע לקבוע מגבלת מח"מ שתחול רק על הנכסים שמועד הפדיון שלהם הנו לאחר המועד הקבוע של הקרן. המגבלה המוצעת היא 90 ימים בנוסף למספר הימים עד למועד הקבוע הסמוך.

- מכיוון שהמגבלה המוצעת דינמית ומתקצרת מידי יום, האם ההתאמות הנדרשות בנכסי הקרן לצורך עמידה במגבלה זו הן אפקטיביות וניתן לנהלן?
- ככל וקיים קושי, אנא ציינו את עמדתכם בעניין זה.

5. **אפשרות יציאה יומית בקרן מועדים קבועים** – האם יש לאפשר פדיון יומי של יחידות הקרן, ולהשית את עלות מימוש מכירת הנכסים על הפודה?

- האם לצורך אטרקטיביות הקרן יש לאפשר מנגנון שבו ניתן לבצע פדיון מידי בכפוף להפחתת עלות המימוש?
- מהי המורכבות התפעולית של אופן החישוב?
- האם ניתן ליישם זאת באמצעות שערך נכסי הקרנות בהתאם לאותו מנגנון ופרסום מחירי הקרן שישקפו זאת ולפיהם יבוצעו הפדיונות?

- האם יש להגדיר באופן ברור כיצד לבצע את חישוב עלות המימוש? אם כן, כיצד?
- כיצד יש להתייחס למימוש פיקדונות לפני מועד הפירעון שלהם? האם ניתן לממשם בכפוף לקנס יציאה מוקדמת שתוטל על מחזיק היחידה המעוניין לצאת טרם המועד הקובע?

6. הפצה – סיטואציה בה הגורם המתווך קרן כספית יבחר להתקשר רק עם חברי בורסה מסוימים בהם יוחזקו הקרנות הכספיות אליהן הפנה את לקוחותיו.

- האם יש לאפשר לגורם המתווך לרכז ולבצע את כל התשלומים שעל מנהל הקרן להעביר, כך למשל שתשלום עמלת ההפצה לחבר הבורסה יועבר באמצעותו?
 - האם נכון לאפשר זאת גם מקום שבו מדובר בחבר בורסה שלמנהל הקרן אין התקשרות בהסכם הפצה עימו, כך שהתוצאה תהיה שמנהל הקרן ישלם עמלת הפצה לאותו חבר בורסה רק עבור קרנות שנרכשו בתיווכו של אותו גורם מתווך עימו מנהל הקרן התקשר?
- 7. גלגול ההשקעה בקרן** – האם השקעה בקרנות מועדים קבועים צריכה להתחדש באופן אוטומטי במועד הקבוע הסמוך?

- האם יש לאפשר ללקוח במועד הרכישה לבחור האם לגלגל את השקעתו באופן אוטומטי או לקבל בחזרה את הכסף לחשבון העו"ש?
- האם יש לעדכן את הלקוח בסמוך למועד הקבוע הבא בדבר אפשרות לפדות את השקעתו או להמשיך אותה? אם כן, באיזה אופן יש לעשות זאת?
- בהמשך לכך, האם עדכון הלקוח צריך לכלול הסכמה מפורשת שלו להמשיך את השקעתו?

1.4.4 תיקון סעיף 82 בדבר איסור מתן הטבה

82. (א) לא יוצע תשלום או הטבה אחרת בקשר עם רכישה, פדיון, מכירה או החזקה של יחידות; הוראות סעיף זה לא יחולו על אלה:

(1) מתן הנחה בהוספה על פי תנאים שקבע מנהל הקרן בתשקיף או בדוח, שלא יהיו כפופים לשיקול דעת מנהל הקרן;

(2) תשלום עמלת הפצה למפיץ שהוא משווק השקעות כהגדרתו בחוק הסדרת העיסוק (בסעיף קטן זה – משווק);

(3) תשלום עמלת הפצה למפיץ אחר בהתאם לתנאים לפי סעיף זה;

(4) תשלום שכר או עמלה, על ידי משווק, על ידי מפיץ, או על ידי מנהל קרן, לעובדו או למי שמועסק על ידו;

(5) תשלום על ידי מפיץ למי שמחזיק יחידות באמצעותו, בסכום שאינו עולה על סכום עמלת ההפצה שאותו גובה המפיץ ממנהל הקרן בשל החזקת אותן יחידות באמצעותו, ולעניין קרן נאמנות שנקבע לפי הוראות סעיף 3(א)(12) לחוק הסדרת העיסוק שייעוץ

השקעות או שיווק השקעות לגביה אינו טעון רישיון – תשלום גם למי שזכותו לקבלת תשלום כאמור הומחתה לו על ידי מחזיק יחידות ;

(6) תשלום לעושה שוק או לחתם, ליחידות הקרן, בעבור פעילות עשיית שוק או חיתום ; לעניין זה –

”עושה שוק” – אדם שהתחייב להגיש במהלך כל יום שבו מתקיים מסחר בבורסה, פקודות לקניית יחידות ופקודות למכירת יחידות, על פי כללים שנקבעו בידי הבורסה, וכן לפרסם מחיר שבו הוא מתחייב לקנות את היחידה ומחיר שבו הוא מתחייב למכור את היחידה ;

”חתם” – מי שהתחייב לרכוש יחידות המוצעות על פי תשקיף אם הציבור לא ירכוש אותן או התחייבות לרכוש יחידות המוצעות על פי תשקיף כדי למכור אותן לציבור ;

(7) תשלום או מתן הטבה אחרת בידי מנהל קרן, בשיעור שאינו עולה על שיעור שכר מנהל הקרן, למי שמחזיק יחידות של קרן שבניהולו, והכול בהתאם לתנאים שקבע שר האוצר, דרך כלל או לסוגי קרנות.

(ב) שיעור העמלה שיגבה מפיץ, בקשר עם מכירת יחידות של קרנות, פדיון או החזקתן, לא ישתנה עקב כך שהיא נגבית ממנהלי קרנות שונים.

(ג) שר האוצר, לפי הצעת הרשות או לאחר התייעצות עמה, ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, רשאי לקבוע, בכפוף להוראות סעיף קטן (ב), דרך כלל, או לסוגי קרנות, תנאים שבהם רשאי מנהל קרן לשלם עמלת הפצה למפיץ, והוראות לענין שיעורה המרבי של עמלה כאמור ואופן חישובה.

הסבר: כיום סעיף קטן (א)4 מאפשר למנהל קרן או למשווק להעביר תשלום או עמלה לעובד או למי שמועסק על ידו. מוצע לתקן את הסעיף האמור באופן שיאפשר גם למפיץ להעביר תשלום או עמלה כאמור. תיקון זה הכרחי לעידוד התחרות. הוא אומנם אינו נוגע אך ורק בעולם הקרנות הכספיות, אבל משמעותי בעיקר עם מתן האפשרות לגופים נוספים לתווך קרנות אלה על ידי תגמולם – בין על ידי מנהל הקרן ובין על ידי המפיץ אשר עשוי להתקשר באופן ישיר עם גורמים מתווכים או מפנים. הרשות עשויה לעשות שימוש בסמכותה לקבוע הוראות אשר יסדירו את התגמול לפי סעיף קטן זה במטרה להבטיח את טובת הלקוח, התנהלותו התקינה של השוק, הצגה ברורה ואחידה של מאפייני הקרנות ללא הטיה ועוד.

בהקשר זה, רשות ניירות ערך תשמח לקבל עמדתכם ביחס לחסמים נוספים, עסקיים ותפעוליים, שאתם מזהים ביחס ליכולת לתווך קרנות כספיות.

1.4.5 תיקוני אכיפה

1.4.5.1 חלק ב' לתוספת הראשונה (עיצום כספי)

חלק ב'

(1) לא קיים הוראה או דרישה כמפורט להלן, בדרך ובתוך התקופה שנקבעה בה :

(א) הוראה של הרשות לשינוי שם הקרן, שניתנה לפי סעיף 6(ב);

(ב) הוראה של יושב ראש הרשות לתיקון פגם, שניתנה לפי סעיף 15(א);

(ג) הוראה של הרשות או של עובד שהיא הסמיכה לעניין זה להגיש דוח או לפרסמו בעיתון, שניתנה לפי סעיפים 34(ב), 72(ב) או (ד) או 78(ז);

(ד) הוראה של הרשות לפרסם תיקון לתשקיף או תשקיף מתוקן או לכלול בהם פרטים נוספים, שניתנה לפי סעיף 35(א);

(ה) הוראה של יושב ראש הרשות להפסקת הצעה לציבור של יחידות קרן פתוחה או להפסקת פדיון, שניתנה לפי סעיף 48(א)(1) או (3) או הוראה כאמור להפסקת הצעה לציבור של יחידות קרן סל או להפסקת פדיון, שניתנה לפי סעיף 54 ב;

(1ה) הוראה של הרשות שניתנה לפי סעיף 49א;

(ו) דרישה של הרשות או של עובד שהיא הסמיכה לעניין זה, למסור בכתב לרשות הסבר, פירוט, ידיעות או מסמכים בקשר לפרטים הכלולים בדוח או בהודעה לפי חוק זה, שניתנה לפי סעיף 72(ג);

(ז) הוראה של הרשות לפרסם תיקון לגבי פרט מטעה שהיה בפרסום ביחס לקרן, שניתנה לפי סעיף 73(ד);

(ח) דרישה של יושב ראש הרשות או של עובד שהוא הסמיך לכך, למסור פרטים על עניין הנוגע לקרן או לניהולה, שניתנה לפי סעיף 78(ח);

(ט) הוראה של הרשות הנוגעת לדרכי פעילותם של מנהל קרן ונאמן, של נושא משרה בהם או של כל מי שמועסק על ידם, כדי להבטיח את ניהולם התקין של מנהל הקרן והנאמן ואת השמירה על עניינם של בעלי היחידות, שניתנה לפי סעיף 97(ב);

(י) הוראה של הרשות בדבר הדרך שבה על מנהל קרן לשמור על נתונים מספרי הקרן, שניתנה לפי סעיף 129(ב), או דרישה של הרשות או של עובד שהיא הסמיכה לכך למסור מידע הקשור במנהל הקרן או בקרן או נתונים הכלולים בספרי הקרן, שניתנה לפי סעיף 129(ב1);

1.4.5.2 תיקון סעיף 124 בדבר עבירות של מחשבה פלילית

124. (א) מי שעשה אחד מאלה, דינו - מאסר שנה או קנס פי שישה מן הקנס הקבוע בסעיף 61(א)(4) לחוק העונשין :

(1) הפר הוראות סעיף 3 ;

(2) שימש נאמן או מנהל קרן מבלי שקיבל את אישור יושב ראש הרשות או לאחר שהאישור פקע ;

(3) הפר הוראות לפי סעיף 21 ;

(4) כיהן כדירקטור או מינה דירקטור או מילא תפקיד או העסיק אדם, בניגוד להוראות סעיף לאחר שהרשות השעתה אותו מתפקידו לפי סעיף 23(א) ;

(5) הציע יחידות שלא על פי תשקיף שהרשות התירה את פרסומו ;

(6) (נמחקה) ;

(7) הפר הוראות סעיף 58 ;

(8) הפר הוראות לפי סעיף 67 ;

(9) הפר הוראות סעיף 68 ;

(10) הפר הוראות סעיף 69 ;

(11) הפר הוראות סעיף 76(א) או (ד) ;

(12) הפר הוראות לפי סעיף 79 ;

(13) הפר הוראות סעיף 80 ;

(14) הפר הוראות סעיף 81 ;

(15) (נמחקה) ;

(16) הפר הוראות סעיף 99(ב) ;

(17) הפר הוראות סעיף 108(ה) ;

(18) הפר הוראה המנויה בתוספת השלישית או בתוספת הראשונה למעט ההוראה המנויה בפרט (1)(ה1) ו- (ט) שבחלק ב' לתוספת האמורה ;

1.5 חוק הסדרת העיסוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, תשנ"ה-1995

1.5.1 תיקון סעיף 3 לחוק בדבר עיסוקים שאינם טעונים רישיון

(א) עיסוקים אלה אינם טעונים רישיון לפי חוק זה :

(1) (נמחקה) ;

(2) (נמחקה) ;

(3) ייעוץ השקעות או ניהול תיקי השקעות בעבור לקוחות שמספרם אינו עולה על חמישה במהלך שנה קלנדרית, בידי יחיד שאינו עוסק בייעוץ השקעות או בניהול תיקי השקעות במסגרת תאגיד מורשה או במסגרת תאגיד בנקאי ;

(4) ייעוץ השקעות בכלי התקשורת ;

(5) ייעוץ השקעות או שיווק השקעות שנותן אדם מכוח חברותו בועדת השקעות או בדירקטוריון של תאגיד רק לאותו תאגיד אגב מילוי תפקידו כחבר הועדה או כחבר הדירקטוריון, לפי הענין ;

(6) ניהול תיקי השקעות של תאגיד בידי מי שעושה זאת אגב מילוי תפקידו באותו תאגיד או בתאגיד הקשור לאותו תאגיד ;

(7) ייעוץ השקעות או ניהול תיקי השקעות עבור בן משפחה ;

(8) ייעוץ השקעות בידי תאגיד שעיסוקו העיקרי הוא הערכת שווי של תאגיד ובלבד שאינו עוסק בייעוץ השקעות אחר או בניהול תיקים ;

(9) ייעוץ השקעות או ניהול תיקי השקעות בידי רואה חשבון, עורך דין או יועץ מס, אשר נילווים למתן שירות ללקוח בתחום מקצועו כאמור ;

(10) ניהול תיקי השקעות בידי מי שנתמנה בצו של בית משפט או בית דין מוסמך, לפעול בנכסי הזולת אגב ביצוע תפקידו כאמור ;

(11) ייעוץ השקעות, שיווק השקעות או ניהול תיקי השקעות, ללקוח כשיר ;

(12) ייעוץ השקעות או שיווק השקעות לגבי נכס פיננסי או סוגים של נכסים פיננסיים כפי שקבע שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת;

(13) דירוג כהגדרתו בחוק להסדרת פעילות חברות דירוג האשראי, התשע"ד-2014.

(14) ייעוץ השקעות או שיווק השקעות לגבי קרן כספית כהגדרתה בחוק השקעות משותפות, בידי גורם מפקח כהגדרתו בחוק ניירות ערך, מסוג ובהתאם להוראות כפי שתקבע הרשות ביחס לעיסוקו זה.

(2א) על אף הוראות פסקה (11) של סעיף קטן (א), מי שעוסק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות או בניהול תיקי השקעות כאמור באותה פסקה בלי שיש בידו רישיון לפי חוק ה-

(1) יחול לגביו הוראות פרק ג', למעט סעיפים 12, 13, 14, 16 ו-18, כאילו היה בעל רישיון ולגבי מי שעוסק בניהול תיקי השקעות – גם הוראות פרק ד', למעט סעיף 24; שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, רשאי לקבוע פטור מהוראות נוספות לגבי השירותים האמורים, כולן או חלקן, הניתנים לגבי כלל הלקוחות הכשירים או לגבי סוג מסוים שלהם;

(2) יודיע ללקוח שלו הוא נותן שירותים קודם להתקשרות עמו, כי הוא אינו בעל רישיון, ואם היה בעבר בעל רישיון – יציין גם את הנסיבות שבשלהן חדל להיות בעל רישיון, וכן יציין בהודעתו אם הוא מבוטח בביטוח כנדרש מבעל רישיון לפי הוראות חוק זה.

(3א) על אף הוראות פסקה (5) של סעיף קטן (א), מי שעוסק בשיווק השקעות כאמור באותה פסקה בלי שיש בידו רישיון לפי חוק זה, יודיע לוועדת ההשקעות או לדירקטוריון, לפי העניין, על זיקתו לנכס פיננסי, מהותה ופרטיה.

(4א) על אף הוראות פסקה (14) של סעיף קטן (א), מי שעוסק בייעוץ השקעות או בשיווק השקעות כאמור באותה פסקה, יחולו לגביו סעיפים 11 ו-20 לחוק זה, וכן סעיף 28 והוראות שייקבעו מכוחו על-ידי הרשות, כאילו היה בעל רישיון.

(ב) על אף הוראות סעיף קטן (א), ייעוץ השקעות בכלי התקשורת, בין בידי בעל רישיון ובין בידי מי שאין לו רישיון, יכלול הודעה של נותן הייעוץ אם יש לו או אין לו ענין אישי בנושא, וכן הודעה שמתן הייעוץ אינו מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

(ג) בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות, או בניהול תיקי השקעות ללקוח כשיר בידי בעל רישיון, לא יחולו הוראות סעיפים 12, 13, 14, 16, 18, 24 ו-25, לפי העניין; שר האוצר, בהתייעצות עם הרשות ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, רשאי לקבוע פטור

מהוראות נוספות לגבי השירותים האמורים, כולן או חלקן, הניתנים לגבי כלל הלקוחות הכשירים או לגבי סוג מסוים שלהם.

1.5.2 תיקון סעיף 9 לחוק בדבר עיסוק בתאגיד בנקאי

9. (א) תאגיד בנקאי אינו רשאי לעסוק בניהול תיקים.

(ב) בנק, וכן תאגיד בנקאי אחר ככל שהדבר מותר לו לפי חוק הבנקאות (רישוי), רשאים לעסוק בייעוץ השקעות ללא צורך בקבלת רישיון לפי חוק זה, ובלבד שלא התקיים לגביהם תנאי מהתנאים שבסעיף 7(ג1), למעט התנאי שבפסקה (4) שבו הנוגע להיותם מחזיקים ביותר מעשרה אחוזים מסוג כלשהו של אמצעי שליטה בגוף מוסדי שהוא מבטח או הנוגע להיותם שולטים בסוכן ביטוח בהתאם להוראות סעיף 11(ב2) לחוק הבנקאות (רישוי); ואולם העוסקים בשם הבנק או התאגיד הבנקאי, לפי העניין, בייעוץ השקעות, יהיו מהמנויים להלן:

(1) עובדי הבנק או התאגיד הבנקאי שהם בעלי רישיון יועץ;

(2) עובדי הבנק או התאגיד הבנקאי הרשאים לעסוק בייעוץ השקעות בלא רישיון לפי הוראות סעיף 3(א)(4) או (11) **או (14)**;

(3) עוסקים זרים הרשאים לעסוק בייעוץ השקעות לפי הוראות סעיף 10ב.

(1ב) בנק ובנק חוץ כאמור בסעיף 27ט לחוק הבנקאות (רישוי) רשאים לעסוק בשיווק השקעות, ובלבד שקיבלו רישיון לפי סעיף 7, ויחולו לגביהם הוראות החוק החלות על בעל רישיון משווק והעוסקים בשמם בשיווק השקעות יהיו מהמנויים להלן:

(1) עובדי הבנק או בנק החוץ שהם בעלי רישיון משווק;

(2) עובדי הבנק או בנק החוץ הרשאים לעסוק בשיווק השקעות בלא רישיון לפי הוראות סעיף 3(א)(11);

(3) עוסקים זרים הרשאים לעסוק בשיווק השקעות לפי הוראות סעיף 10ב.

(2ב) הרשות רשאית להורות לבנק או לבנק חוץ כאמור בסעיף קטן (1ב) כי יחולו לגביו הוראות החלות על תאגיד בנקאי לפי חוק זה, כולן או מקצתן, חלף הוראות אותו סעיף קטן, כולן או מקצתן.

הסבר: מוצע לתקן את סעיף 3 לחוק הייעוץ ולהקנות פטור מחובת ייעוץ או שיווק ברישיון לגבי קרן כספית בידי גורם מפוקח, כאשר הרשות תקבע בהוראות בידי אילו גורמים מפוקחים המנויים עם הגדרה זו בחוק ניירות ערך ותחת אילו תנאים, פעילות כאמור תהיה מותרת. בין תנאים אלו יוצע לקבוע כי הפטור מרישיון ינתן רק ביחס לקרנות הכספיות היומיות ובטוח פדיון של עד שנה ואת סוג הגורמים המפוקחים אשר יוכלו לעסוק בכך, כגון **בנקאיים**, בעל רישיון לפי חוק הייעוץ, מנהל קרן, נותן שירותי מידע פיננסי, חבר בורסה. כמו כן, הוראות אלה עשויות להתייחס בין היתר

גם לחובות הגילוי ולצמצום ניגודי עניינים. בנוסף, מוצע לקבוע כי על גורמים מתווכים כאמור שיוכלו לייעץ או לשווק בפטור מרישיון יחולו עדיין חובות האמון והזהירות וכן הוראות נוספות של הרשות לפי סמכותה בסעיף 28 לחוק, כאילו היו בעלי רישיון.

1.5.3 תיקוני אכיפה

1.5.3.1 תיקון התוספת השניה

תוספת שנייה

(סעיף 38א)

חלק א'

(1) בעל רישיון, שנתן ייעוץ השקעות בכלי התקשורת בלי שכלל הודעה אם יש לו או אין לו עניין אישי בנושא, או הודעה שמתן הייעוץ אינו מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם, בניגוד להוראות סעיף 3(ב), למעט אם מסר בעל הרישיון לכלי התקשורת את ההודעות כאמור וקיבל את התחייבותו בכתב לכלול הודעות כאמור בפרסום ;

(א1) החזיק או רכש ניירות ערך או יחידות כהגדרתן בחוק השקעות משותפות, לעצמו, בניגוד להוראות סעיף 4(א) ;

.....

(ג) לא קיים תנאים שקבעה הרשות, בדרך שקבעה, לפי סעיף 3(א)(14);

1.5.3.2 תיקון התוספת השלישית (תיקון זה אושר במליאה לאחר הערות ציבור במסגרת הצעת חוק יעוץ השקעות כללי).

תוספת שלישית

(סעיף 38ב(א))

5. לעניין יחיד ~~בעל רישיון ניהול תיקים, ייעוץ השקעות או שיווק השקעות~~ –
- (1) הפרת הוראה המנויה בחלק א' לתוספת השנייה – 10,000 שקלים חדשים ;
- (2) הפרת הוראה המנויה בחלק ב' לתוספת השנייה – 15,000 שקלים חדשים.

6. לעניין תאגיד שאינו בעל רישיון ואינו תאגיד בנקאי –

- (1) הפרת הוראה המנויה בחלק א' לתוספת השנייה – 50,000 שקלים חדשים ;
- (2) הפרת הוראה המנויה בחלק ב' לתוספת השנייה – 100,000 שקלים חדשים.

הסבר: תיקונים אלו נדרשים לאור העובדה שפטור מרישיון יעוץ בקרן כספית ינתן בתנאים לגופים מסויימים, כגון בעלי רישיון לפי חוק זה, חברי בורסה, נותני שירותי מידע ועוד.

1.5.3.3 תיקון התוספת הרביעית

תוספת רביעית

(סעיף 138)

- (1) הפר הוראה מההוראות כמפורט בתוספת השנייה החלה לגביו, ובשלוש השנים שקדמו לביצוע ההפרה כאמור הפר, פעמיים לפחות, את אותה הוראה, והרשות הודיעה לו על ביצוע כל אחת מההפרות כאמור, בנפרד, בין אם הטילה עליו עיצום כספי בשל ביצוע ההפרה ובין אם לאו;
- (2) במהלך תקופה של שנה, הפר את אותה הוראה מההוראות כמפורט בתוספת השנייה החלה לגביו, כלפי כמה לקוחות כמפורט להלן, לפי העניין:
 - (א) לעניין מפר שהוא תאגיד בנקאי או שהוא בעל רישיון שיש לו 50 לקוחות לפחות – כלפי 20 לקוחות לפחות;
 - (ב) לעניין מפר שהוא בעל רישיון שיש לו 20 לקוחות לפחות אך פחות מ-50 לקוחות – כלפי 10 לקוחות לפחות;
 - (ג) לעניין מפר שהוא בעל רישיון שיש לו פחות מ-20 לקוחות – כלפי מרבית לקוחותיו;
- (3) עסק בייעוץ השקעות בלי שהיה בידו רישיון יועץ, או עסק בייעוץ השקעות שלא כיחיד או כעובד בחברה שהיא בעלת רישיון יועץ או בעלת רישיון מנהל תיקים העוסקת גם בייעוץ או שלא כעובד או שותף בשותפות שהיא בעלת רישיון יועץ, בניגוד להוראות סעיף 2(א);
- (4) עסק בניהול תיקי השקעות בלי שהיה בידו רישיון מנהל תיקים, או עסק בניהול תיקים שלא בחברה שהיא בעלת רישיון מנהל תיקי השקעות, בניגוד להוראות סעיף 2(ב);
- (5) עסק בשיווק השקעות בלי שהיה בידו רישיון משווק, או עסק בשיווק השקעות שלא כיחיד או כעובד בחברה שהיא בעלת רישיון משווק או בעלת רישיון מנהל תיקים העוסקת גם בשיווק או שלא כעובד או שותף בשותפות שהיא בעלת רישיון משווק, בניגוד להוראות סעיף 2(ב1);
- (6) העסיק בשמו, בשיווק השקעות לגבי נכסים פיננסיים המנוהלים על ידו או שהונפקו או שהוצאו על ידו, מי שאינו בעל רישיון משווק או בעל רישיון ניהול תיקים, בניגוד להוראות סעיף 2(ב2);

(7) מי שאינו בעל רישיון, שנתן ייעוץ השקעות בכלי התקשורת בלי שכלל הודעה אם יש לו או אין לו עניין אישי בנושא או הודעה שמתן הייעוץ אינו תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם, בניגוד להוראות סעיף 3(ב), למעט אם מסר לכלי התקשורת את ההודעות כאמור וקיבל את התחייבותו בכתב לכלול הודעות כאמור בפרסום;

(א7) לא קיים תנאים שקבעה הרשות, בדרך שקבעה, לפי סעיף 3(א)(14):

(8) פנה בהצעה למתן שירותים בניגוד להוראות סעיף 3א;

.....

(21) נתן ייעוץ או ביצע עסקה בנכס פיננסי שלגוף מוסדי המחזיק בעשרה אחוזים או יותר מסוג כלשהו של אמצעי שליטה ביועץ יש זיקה אליו, בניגוד להוראות סעיף 17א;

(22) התקשר עם גוף מוסדי בהסכם חריג בלי שקיבל לכך אישור מראש ובכתב של יושב ראש הרשות, ואם הוא תאגיד בנקאי – גם של המפקח על הבנקים, בניגוד להוראות סעיף 17ב(א);

(23) לא הודיע ללקוח על סיכון מיוחד שביצועה של עסקה שאינה מהעסקאות המפורטות בסעיף 18(ג) כרוך בו, בניגוד להוראות סעיף 18(א);

”.....

תיקוני חקיקת משנה להסדרת פיתוח הקרנות הכספיות

להשלמת הסדרת פיתוח הקרנות הכספיות מוצע לתקן את תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), תשנ"ה – 1994 ולהסיר מהתקנות התייחסות לקרן כספית אשר מוצע כאמור לעיל להגדיר בחוק הקרנות ולהסמיך את הרשות לקבוע הוראות להסדרתה. כן מוצע לקבוע בתקנות הוראות מעבר אשר תאפשר את המשכיות הקרנות הכספיות הקיימות אשר הסדרתן בהוראות הרשות תגובש ותושלם במקביל. להלן התיקונים המוצעים בנוסח התקנות:

1. בתקנה 1 שעניינה הגדרות יבוטלו ההגדרות:

~~”קפ”מ” – קרן שמתקיימים בה אלה.~~

~~(1) היא קרן כספית;~~

~~(2) היא קרן מועדים קבועים כמשמעותה בסעיף 47 לחוק, שיחידותיה מוצעות וניתנות לפדיון פעם אחת בשבוע או פעם אחת בחודש בלבד, ביום קבוע, ואם אותו היום אינו יום חישוב מחירים – ביום חישוב המחירים העוקב;~~

~~(3) נקבע בהסכם הקרן כי תהיה קפ”מ (קרן פיקדונות ומילואות);~~

~~”קרן כספית” – קרן פתוחה שבהסכם הקרן נקבע כי תהיה קרן כספית;~~

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

2. תקנה 2א שעניינה נכסים בקרן כספית – תבוטל:

2א. (א) על אף האמור בתקנה 2, רשאי מנהל קרן לקנות ולהחזיק בקרן כספית שבניהולו נכסים מסוגים ובתנאים כמפורט להלן בלבד:

(1) 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 לעניין תקנה זו, לפי סולם דרגות לטווח ארוך או לפי סולם דרגות לטווח קצר, לפי העניין;

(2) 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 לעניין תקנה זו, לפי סולם דרגות לטווח ארוך או לפי סולם דרגות לטווח קצר, לפי העניין;

(3) מילווה קצר מועד שהוציאה המדינה, הנסחר בבורסה, שיתרת התקופה עד למועד פדיונה אינה עולה על שלושה עשר חודשים;

(4) תעודת חוב שאינה צמודה אלא לשער מטבע, אשר מתקיים בה האמור בתקנה 2(8)(א), ודרגתה היא כמצוין בטבלת הדרגות לעניין תקנה זו, בסולם דרגות לטווח קצר;

(5) פיקדון לזמן קצוב;

(6) 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 (1), ודרגתה היא כמצוין בטבלת הדרגות לעניין תקנה זו, לפי סולם דרגות לטווח ארוך;

(7) מזומנים.

_____ (ב) 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.

_____ (ג) הוחזקו בקרן נכסים שאינם צמודים לשער מטבע, יוחזקו בה פיקדונות לזמן קצוב ומזומנים בשקלים חדשים בלבד.

_____ (ד) משך החיים הממוצע של כלל הנכסים המוחזקים בקרן, לא יעלה, בכל עת, על תשעים ימים.

_____ (ה) על אף האמור בתקנה 2 ובתקנה זו, רשאי מנהל קרן לקנות ולהחזיק בקפ"מ שבניהולו נכסים מהסוגים המפורטים להלן בלבד:

(1) מילווה קצר מועד שהוציאה המדינה, הנסחר בבורסה, שיתרת התקופה עד למועד פדיונה אינה עולה על שלושה עשר חודשים;

(2) פיקדון לזמן קצוב;

(3) מזומנים.

_____ (ו) משך החיים הממוצע של כלל הנכסים המוחזקים בקפ"מ לא יעלה, בכל עת, על שישים ימים.

_____ (ז) על אף האמור בתקנה 2 ובתקנה זו, רשאי מנהל קרן כספית ללא קונצרני להחזיק בקרן כאמור שבניהולו נכסים שמוותר להחזיק בקפ"מ וגם באיגרת חוב שהוציאה מדינה, הנסחרת בבורסה או בשוק מוסדר, שאינה צמודה אלא לשער מטבע, שיתרת התקופה עד למועד פדיונה אינה עולה על שנה אחת, וכן באיגרת חוב כאמור הנשאת ריבית משתנה ששיעורה נקבע אחת לשישה חודשים או פחות, תקנות משנה (ב) עד (ד) יחולו על קרן כאמור כאילו היתה קרן כספית.

3. בתקנה 6 שעיניה שיעור מרבי לתעודות חוב:

6. (א) שווי תעודות חוב המוחזקות בקרן לא יעלה על חמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן ~~ובקרן כספית – על עשרים וחמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן.~~

(ב) ~~שווי תעודות חוב שהנפיק תאגיד כלשהו המוחזקות בקרן כספית לא יעלה על שניים וחצי אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן.~~

(ג) עלה שווי תעודות חוב המוחזקות בקרן על השיעורים כאמור בתקנות משנה (א) או (ב) במשך שבעה ימי מסחר רצופים, לא יראו בחריגה מהשיעורים האמורים הפרת הוראות תקנה זו, אם דרש מנהל הקרן ממנפיק תעודות החוב, ביום המסחר הראשון לאחר שחלפה התקופה כאמור, פדיון של תעודות חוב בשווי שיפחית את שיעורן לשיעורים המותרים.

4. בתקנה 8 שעניינה שיעור מרבי לנכסים שאינם נסחרים :

8. (א) שווי איגרות חוב כאמור בתקנה 2(א)(3), ששווי הסדרה שלהן נמוך מן השווי המזערי, כמשמעותו בתקנה האמורה, במשך תקופה של שלושה חודשים לפחות, יחד עם שווי נכסים כאמור בתקנה 2(4) עד (8), פיקדונות לזמן קצוב, ניירות ערך וניירות ערך חוץ שהושאלו כאמור בתקנה 9 לתקנות האופציות ולמעט תעודות התחייבות מובנות כאמור בתקנת משנה (א)1, המוחזקים בקרן, לא יעלה על עשרה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

(א1) שווי תעודות ההתחייבויות המובנות כאמור בתקנה 2(א6) המוחזקות בקרן לא יעלה על עשרים וחמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

(א2) על אף האמור בתקנת משנה (א), עלה שיעור הנכסים המוחזקים בקרן, ששוויים נקבע לפי הנחיות הדירקטוריון, על חמישה עשר אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן – לא יעלה שיעור הנכסים המפורטים בתקנת משנה (א) כאמור, על חמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

(ב) שווי תעודות חוב שיש בידי מנהל הקרן התחייבות המנפיק לפדותן בתוך 90 ימי עסקים לאחר שקיבל דרישה על כך בכתב ממנהל הקרן, לא יעלה על חמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן, ובלבד שהתקיימו כל אלה :

(1) 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, בסכום האמור בתקנה 2(8)(א), לא יעלה על חמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן ;

(2) שווי תעודות חוב שמנהל הקרן מחזיק בהתחייבות המנפיק לפדותן בתוך 30 עד 60 ימי עסקים לא יעלה על 2% מהשווי הנקי של נכסי הקרן ;

(3) שווי תעודות חוב שמנהל הקרן מחזיק בהתחייבות המנפיק לפדותן בתוך 60 עד 90 ימי עסקים לא יעלה על 1% מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

(13) — על אף האמור בתקנות משנה (א) ו-(ב), יחולו על קרן כספית הוראות

אלה:

(1) — שווי איגרות חוב כאמור בתקנה 2(א)(3), ששווי הסדרה שלהן נמוך מן השווי המזערי, כמשמעותו בתקנה האמורה, במשך תקופה של שלושה חודשים לפחות, יחד עם שווי נכסים כאמור בתקנה 2(4) עד (7), ניירות ערך וניירות ערך חוץ שהושאלו כאמור בתקנה 9 לתקנות האופציות ולמעט תעודות התחייבות מובנות כאמור בתקנת משנה (1א), המוחזקים בקרן, לא יעלה על עשרה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן; (2) — שיעור פיקדונות לזמן קצוב יחד עם שיעור תעודות החוב המוחזקות בקרן לא יעלה על עשרים וחמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן, ובלבד שהתקיימו התנאים האמורים בתקנת משנה (ב) (1) עד (3);

(3) — שיעור הנכסים האמורים בתקנת משנה (א) לא יעלה על שלושים אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן;

(4) — על אף האמור בתקנת משנה זו, אם עלה שיעור הנכסים המוחזקים בקרן, ששוויים נקבע לפי הנחיות הדירקטוריון, על חמישה עשר אחוזים משווי נכסי הקרן — לא יעלה שיעור הנכסים המפורטים בפסקה (1) על חמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

(ג) עלה שווי הנכסים המנויים בתקנת משנה (א) עד (ב) ובקרן כספית —

הנכסים המנויים בתקנת משנה (13), על השיעורים האמורים בתקנות משנה אלה, לפי העניין, לא יראו בכך הפרת תקנה זו אם הוקטן השווי האמור כדי שיעור המותר, בתוך שבעה ימי עסקים.

5. הוספת הוראת מעבר :

13ב. תיקונים אלה יכנסו לתוקף עם כניסתן לתוקף של הוראות הרשות לפי סעיף 49א לחוק, אשר יאפשרו המשך ניהול קרנות כספיות שיחידותיהן הוצעו לציבור ערב כניסתן לתוקף בהתאמות הנדרשות.

מקורות וחומרים

רשימת מקורות הנוגעים לשוק הפיקדונות בישראל

1. [סקירת מערכת הבנקאות – מחצית ראשונה 2022](#)
2. [סקירת מרכז המחקר והמידע של הכנסת בהתבסס על הנתונים שמפורסמים על ידי בנק ישראל מחודש דצמבר 2023.](#)
3. [דשבורד "השוואת ריביות על פיקדונות ועל אשראי"](#) באתר הפיקוח על הבנקים.
4. הדוחות הכספיים של הבנקים ליום 31.12.2021 : בנק הפועלים, בנק לאומי, קבוצת דיסקונט, בנק מזרחי-טפחות, הבנק הבינלאומי, בנק יהב, בנק ירושלים.
5. [נתוני פיקדונות הציבור, הפעילות בישראל](#), באתר בנק ישראל.
6. [אתר הפיקוח על הבנקים](#): חקיקה, תקנות, הוראות ניהול בנקאי תקין, מכתבי וחוזרי המפקח.

רשימת מקורות הנוגעים לסקירה הבינלאומית ולדין המשווה

רשימת מקורות הנוגעים לסקירה הבינלאומית ולדין המשווה ביחס לארצות הברית

1. [דו"ח Money Markets של ה-Federal Reserve Board](#)
2. [הגדרת Money Market באתר ה-SEC](#)

רשימת מקורות הנוגעים לסקירה הבינלאומית ולדין המשווה ביחס לאיחוד האירופי

1. [ECB Working Paper Series No 2483/October 2020](#)
2. [Money market Regulation \(EU\) 2017/1131 - Funds 13](#)

רשימת מקורות הנוגעים לסקירה הבינלאומית ולדין המשווה ביחס לאוסטרליה

1. [דו"ח Money Market Funds של ASIC](#)

רשימת מקורות הנוגעים לסקירה הבינלאומית ולדין המשווה ביחס להונג קונג

1. [מדריך ה-SFC](#)

רשימת מקורות הנוגעים לסקירה הבינלאומית ולדין המשווה ביחס לאנגליה

1. [דו"ח היציבות של שוק מוצרי הכסף של ה-FCA](#)
2. [רגולציית שוק הכסף האנגלית \(UK MMF Regulation\)](#)

נספח א' – חישוב תועלת לציבור: מעבר מפיקדונות בנקאיים לקרנות כספיות

כדי לבחון את הפרשי התשואות בין קרנות כספיות לבין הריביות שהתקבלו עבור משקי הבית על הפיקדונות הבנקאיים, בוצע חישוב של פער התשואות האפקטיביות שהתקבלו מהפיקדונות לעומת התשואות האפקטיביות אשר היו מתקבלות בהשקעה בקרנות כספיות בתקופות המקבילות.

בשלב הראשון חושב הפער בין התשואות שהתקבלו על הפיקדונות לתמורה האלטרנטיבית שהייתה מתקבלת במידה וכספים אלה היו מושקעים בקרנות הכספיות.

ההערכה בוצעה על בסיס נתוני הריבית הממוצעת וההפקדות החודשיות בכל הפיקדונות לזמן קצוב במגזר הלא צמוד, כפי שמתפרסמים על ידי בנק בישראל, בהשוואה לתשואות שהשיגו (או צפויות להשיג)⁷⁰ הקרנות הכספיות השיקליות במשך תקופת ההחזקה הממוצעת המקבילה בכל חודש⁷¹. החישוב בוצע מתחילת העלאות הריבית באפריל 2022 ועד לחודש האחרון עבורו קיימים נתונים – פברואר 2023, קרי 11 חודשים בסה"כ.

לפי הערכה זו, חישוב פערי תשואות כאמור, בהתאם לסכומים שהופקדו על ידי משקי הבית בפיקדונות בין אפריל 2022 לפברואר 2023, משקף פער כספי מצטבר של כ-4 מיליארד ₪. בהתחשב בהבדלים המיסויים בין מוצרים אלה⁷² מדובר על פער של מעל 5 מיליארד ₪.

להלן הטבלה המפורטת:

⁷⁰ התשואה העתידית חושבה במקרים בהם התקופה לפירעון הפיקדונות טרם הסתיימה. במקרים אלה חושבה התשואה הנוספת על הקרנות הכספיות על ידי חישוב ריבית אפקטיבית על בסיס התקופה עבורה קיימים נתונים. בהתאם לעליות הריבית שאירעו מאז סביר להניח כי מדובר בהערכה שמרנית.

⁷¹ תקופת ההחזקה הממוצעת מדווחת בנתוני בנק ישראל לצד הריבית השנתית הממוצעת עבור הכספים שהופקדו בכל חודש.

מצד הפיקדונות - נתון זה הותאם לקבלת התשואה האפקטיבית על הפקדות אלה. מצד הקרנות – חושבה התשואה בפועל לאותה תקופה, בשקלול לפי שווי שוק הקרנות. כמו כן, עבור פיקדונות בריבית משתנה נוספו עליות ריבית בנק ישראל בהתאם למועדי העלאת הריבית (עבור הסכום והתקופה הרלוונטיים בכל חודש).

⁷² פיקדונות מחוייבים במס נומינלי של 15% על הרווח ואילו קרנות לפי מס ריאלי של 25% (בקיזוז האינפלציה). במקרים בהם התקופה לפירעון טרם הסתיימה החישוב נעשה לפי ציפיות האינפלציה לאותה התקופה.

שנה	חודש	הפקדות במיליוני ₪	תקופת פירעון סופי ממוצעת בשנים	ריבית פקדונות אפקטיבית ממוצעת לתקופת ההחזקה*	תשואה אפקטיבית משוקללת קרנות לתקופה המקבילה	הפרש תשואה	הפרש תשואה במיליוני ש"ח לפני מס	הפרש תשואה בש"ח כולל הפרשי מיסוי
2022	אפר	20,954	1.06	0.42%	1.91%	1.49%	312	327
	מאי	31,611	0.99	0.47%	1.90%	1.43%	451	476
	יוני	35,195	1.06	0.82%	2.22%	1.40%	493	535
	יולי	39,035	1.02	1.03%	2.30%	1.27%	495	554
	אוגוסט	41,347	0.89	1.02%	2.14%	1.12%	465	535
	ספטמבר	49,748	0.87	1.50%	2.26%	0.76%	377	488
	אוקטובר	53,245	0.81	1.60%	2.27%	0.68%	360	495
	נובמבר	55,120	0.80	1.72%	2.41%	0.69%	380	528
	דצמבר	54,344	0.77	1.87%	2.38%	0.51%	276	428
	ינואר	58,054	0.70	1.90%	2.38%	0.49%	283	447
2023	פברואר	47,765	0.62	1.66%	2.05%	0.40%	189	313
	סה"כ	486,417					4,080	5,125

* בתוספת עליות ריבית הפריים עבור הסכומים המופקדים בריבית משתנה

בשלב השני, חושב הרווח הפוטנציאלי מהעברה של כל 10% מיתרת הפיקדונות הקיימת וכן מהכספים ששוכבים בחשבונות העו"ש ללא ריבית כלל, להשקעה בקרנות הכספיות למשך שנה אחת.

חישוב זה בוצע על בסיס הריביות העדכניות ביותר בנתוני בנק ישראל (2.65%), הנכונים לפברואר 2023,⁷³ והתשואה האפקטיבית השנתית של הקרנות הכספיות (4.4%) על בסיס התשואה שהושגה בחודש מרץ 2023.⁷⁴

על פי הערכה זו על כל 10% שיועברו לקרנות הכספיות מיתרות העו"ש והפיקדונות, משקי הבית ירוויחו כ- 1.4 מיליארד ₪ בשנה לפני מס⁷⁵.

סוג פיקדון	יתרה מוערכת (מיליוני ₪)	10% מהיתרה המועברת לכספיות	רווח צפוי למשקי הבית (מיליוני ₪)
פיקדון זמן קצוב	249,674	24,967	446
פיקדון זמן קצר	58,835	5,883	105
עו"ש	194,389	19,439	863
סה"כ	502,898	50,290	1,414

כאמור, חישובים אלה בוצעו על בסיס נתונים ממוצעים וכוללים הנחות שונות ועל כן יש להתייחס אליהם כהערכות גסות בלבד. עם זאת, ניתן לראות פערים משמעותיים לטובת הקרנות הכספיות עבור משק הבית הממוצע.

⁷³ הריבית השנתית הממוצעת לפיקדונות שהופקו במהלך חודש פברואר.

⁷⁴ תחת הנחה שמרנית כי הריביות העתידיות בקרנות הכספיות יהיו זהות לאלה של חודש זה, כאשר על פי התחזיות בנק ישראל צפוי להמשיך בהעלאות הריבית בשנה הקרובה (שישפיעו גם על הפיקדונות בריבית משתנה במידה דומה). תשואה זו דומה, ואף נמוכה מהתשואה לפדיון העדכנית של המק"מים (שנעים סביב 4.5%) המהווים נכס השקעה עיקרי בקרנות הכספיות ויכולים לספק אומדן לתשואות שיתקבלו מהם בעתיד.

⁷⁵ בנק ישראל מחשב בנפרד את התפלגות יתרות הפיקדונות והעו"ש לפי סוג הפיקדון ואת ההתפלגות לפי סוג הלקוח (משקי בית לעומת עסקים) ועל כן נלקחה הנחה לפיה כל סוגי הפיקדונות מתפלגים באופן אחיד בין סוגי הלקוחות בדומה להתפלגות של כלל פיקדונות הציבור – קרי כ-38% מהפיקדונות שוייכו למשקי הבית בכל סוג פיקדון. כמו כן, היות ולא אותר נתון על הריבית הממוצעת של פיקדונות לזמן קצר נלקחה הנחה שמרנית לפיה התשואה עבורם זהה לתשואה של הפיקדונות לזמן קצוב על אף שסביר להניח שהיא נמוכה בהרבה.

כמו כן, חישוב זה אינו מתייחס להבדלי הנזילות כאשר אנו משווים פיקדונות המופקדים לתקופות מוגדרות לעומת הקרנות הנזילות ברמה יומית. סביר להניח כי השוואה לפיקדונות הנזילים יומית תראה פערים גדולים בהרבה.

יובהר כי, נתונים אלה מתייחסים לקרנות הכספיות במתכונתן הנוכחית וניתן להניח כי התיקונים המוצעים בהצעה זו (למשל הגדלת המח"מ של נכסי הקרן) אף יביאו לתשואות גבוהות יותר בקרנות.