



רשות ניירות ערך
Israel Securities Authority
سلطة الأوراق المالية

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

תאריך: אפריל 2026

תוכן עניינים

3	.....רקע כללי
4	.....סקירה בארץ ובינלאומית
8	.....פרק א' - מודל האירוח (הוסטינג)
8	.....חלק א' - ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית
8	.....א. רקע
9	.....ב. זיהוי הבעיה וסיבותיה
14	.....חלק ב' - בחינת החלופות
14	.....א. גיבוש וניסוח חלופות
21	.....טבלת סיכום החלופה הנבחרת
23	.....ב. ניתוח והשוואת החלופות ובחירת החלופה המוצעת
25	.....פרק ב' - פעילות יועץ חיצוני לקרן
25	.....חלק א' - ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית
25	.....א. רקע
26	.....ב. זיהוי הבעיה וסיבותיה
28	.....חלק ב' - בחינת החלופות
28	.....א. גיבוש וניסוח חלופות
30	.....ב. ניתוח והשוואת החלופות ובחירת החלופה המוצעת
32	.....חלק ג' - הנגשת האסדרה לציבור
33	.....נספחים

רקע כללי :

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

סקירה בינלאומית בהיבטים של הוסטינג וייעוץ השקעות

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

אירופה

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

העקרונות מתמקדים בארבעה ממדים:

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

ארה"ב

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

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

⁵ ESMA- European Securities and Markets Authority, Principles on Third-Party Risks Supervision, ESMA42-1710566791-6103, 12 June 2025, available at: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-06/ESMA42-1710566791-6103_Principles_on_third-party_risks.pdf

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

פרק א- מודל האירוח (הוסטינג)

חלק א- ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית

א. רקע

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

פעילות ההוסטינג מייצרת ערך לשני הצדדים המעורבים:

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

בנוסף, מודל זה מהווה לאורך השנים מנגנון חשוב המאפשר למנהל תיקים לייצר עבור לקוחותיו פיזור השקעות רחב בדרך יעילה במבנה של קרנות נאמנות ומאפשר לצבירת ידע וניסיון עבור מנהלי תיקים המעוניינים להרחיב את פעילותם לניהול קרנות נאמנות. ואכן, מספר חברות ניהול קרנות הפועלות כיום החלו את דרכן כחברות ניהול תיקים שניהלו השקעות במודל ההוסטינג אצל מנהלי קרנות, ורק לאחר יצירת מומחיות מספקת וגידול בהיקף הנכסים, הוציאו אותם מנהלי תיקים רישיון לניהול קרנות נאמנות. בין גופים אלה ניתן למנות את מור, ילין לפידות ועוד. נראה כי זו בעיקר התכלית שעמדה לנגד עיניו של המחוקק אשר התיר פעילות הוסטינג - יצירת "הגנת ינוקא" שתאפשר למנהלי תיקים לפתח פעילות ולצבור ניסיון בתחום ניהול הקרנות תחת כנפיו של מנהל קרן קיים ועד לביסוס יכולתם העצמאית להיות מנהלי קרנות.

המסגרת המשפטית החלה על פעילות ההוסטינג

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

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

¹¹ חוזר עמדת סגל הרשות בנוגע להעסקת מנהלי השקעות חיצוניים על ידי מנהל קרן והפיקוח עליהם, 12.02.2008. קישור לחוזר

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

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

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

ב. זיהוי הבעיה וסיבותיה

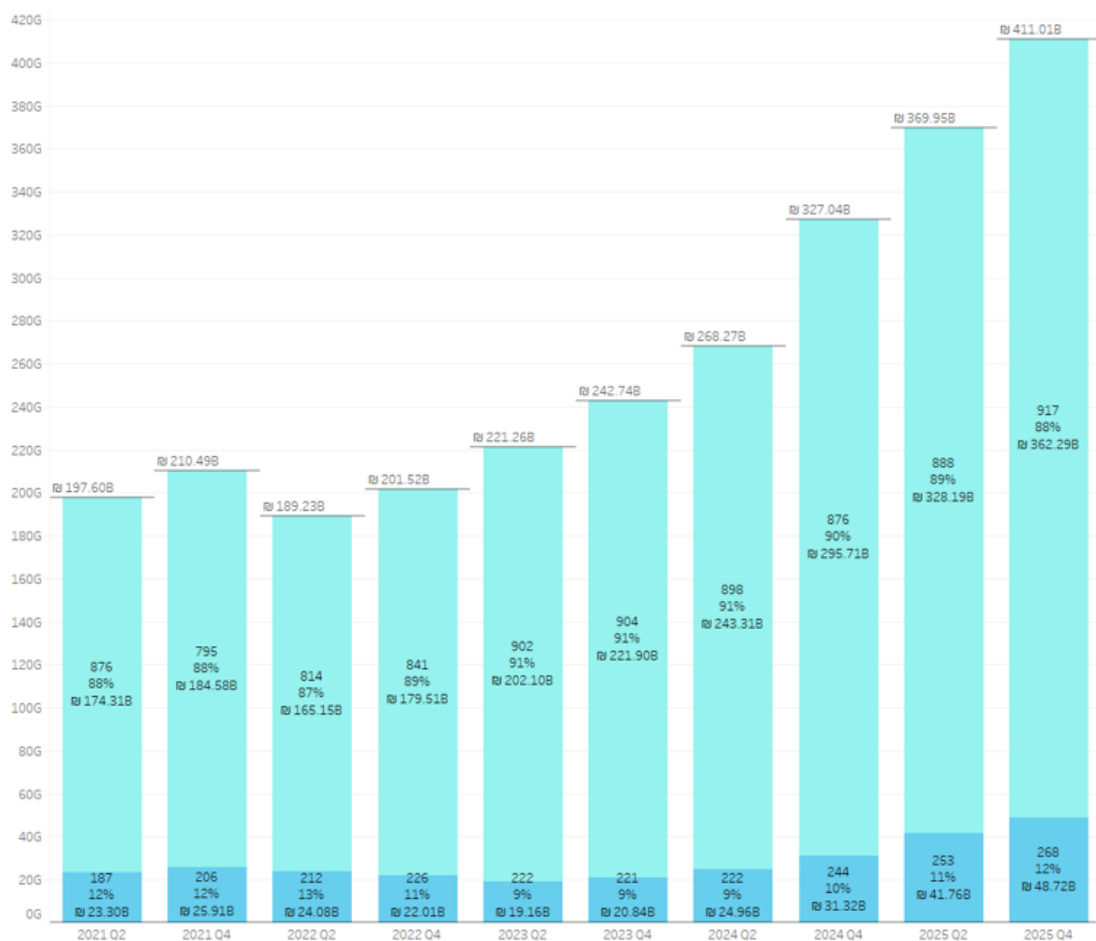
מגמת פעילות ההוסטינג

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

https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-62bd445f910eb/IsaFile_2504.pdf

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

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



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

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

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

שנה	מס' קרנות מארחים	שיעור המנהלים מכלל המנהלים בענף	מס' התיקים המתארחים	שיעור מנהלי התיקים המתארחים	מס' קרנות המנוהלות במודל ההוסטינג	שיעור קרנות המנוהלות במודל ההוסטינג	שווי קרנות המנוהלות במודל ההוסטינג	שיעור קרנות הנאמנות המנוהלות במודל ההוסטינג
	מנהלי קרנות מארחים	המנהלים מכלל המנהלים בענף	התיקים המתארחים	מנהלי התיקים המתארחים	קרנות המנוהלות במודל ההוסטינג	שיעור קרנות המנוהלות במודל ההוסטינג	שווי קרנות המנוהלות במודל ההוסטינג	שיעור קרנות הנאמנות המנוהלות במודל ההוסטינג

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

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

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

מעבר לפעילות הוסטינג מתמשכת ובהיקפים מהותיים

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

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

פעילות ההוסטינג כיום מרוכזת בעיקר אצל שני מנהלי קרנות:

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

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

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

ארביטראז' רגולטורי

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

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

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

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

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

הסיכון הכרוך בניהול נכסי ציבור. פירוט השוואתי של החובות החלות על מנהל קרן נאמנות לעומת מנהל תיקים, בהתאם לדין החל, מובא בנספח א' למסמך זה.

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

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

סיכונים פיקוחיים ותפעוליים

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

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

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

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

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

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

חלק ב' – בחינת חלופות

א. גיבוש וניסוח חלופות

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

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

1. חלופת האפס – המשך המצב הקיים

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

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

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

- המצב הנוכחי בשוק אינו משקף את הרציונל שצוין לעיל לראות בפעילות ההוסטינג ככזו המיועדת להוות שלב ראשון בתהליך להוצאת רישיון לניהול קרנות והן לשימוש בקרנות נאמנות לצורך פיזור השקעות וניהול יעיל בדומה לתיקים מנוהלים ללקוחות פרטיים. כך למשל, חלק ממנהלי התיקים פועלים בניהול קרנות נאמנות בלבד ואינם מנהלים תיקי השקעות עבור לקוחות.

- קושי בפיקוח אפקטיבי על פעילות ההוסטינג על ידי מנהל הקרן.

- כשלים שזוהו בתהליך התקשרות עם מנהל השקעות חיצוני ובפיקוח עליהם.

- הרגולציה שחלה על מנהלי התיקים אינה מותאמת לפעילות ההוסטינג, כפי שהורחב לעיל.

השלכות השארת המצב הקיים (חלופת אי-התערבות)

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

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

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

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

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

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

כדי למנוע ריכוז יתר של נכסים במודל ההוסטינג ולהבטיח שליטה מספקת של מנהל הקרן, נשאלת השאלה, האם יש מקום לקבוע מגבלה לפיה שווי הקרנות המנוהלות על ידי חברת ניהול התיקים אינו עולה על שיעור מסוים משווין הכולל של הקרנות המנוהלות על ידי מנהל הקרן. מגבלה כאמור תוכל לאפשר יכולת פיקוח אפקטיבית, לצמצם סיכונים תפעוליים ולשמור על יציבות התפעולית של הקרנות.

לאור האמור, סגל הרשות מבקש את התייחסות הציבור האם ראוי להתנות את התקשרות מנהל הקרן עם חברת ניהול התיקים לצורך ניהול השקעות בקרנות בכך ששווי הקרנות המנוהלות על ידי חברת ניהול התיקים לא יעלה על שיעור של 20% משווי הנכסים הכולל של מנהל הקרן.

להלן אופן חלוקה אפשרי למדרגות לפי שווי נכסים והכללים שיחולו :

2.1. **מדרגה ראשונה – היקף פעילות מוגבל** – מדרגה זו מיועדת לחברות ניהול תיקים שמתחילות את דרכן בפעילות ניהול השקעות במיקור חוץ עבור קרנות נאמנות, או שהיקף הפעילות שלהן עדיין הנו מצומצם.

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

הגבלת מספר הקרנות ושווי הנכסים נועדה לאפשר לחברות להסתגל לפעילות מורכבת בתחום פעילות ההוסטינג, תוך שמירה על יכולת פיקוח יעילה מצד מנהלי הקרנות והרגולטור, וצמצום הסיכונים התפעוליים והמערכתיים הנלווים לניהול קרנות מרובות או נכסים בהיקף גבוה. הבחירה בסף של 1 מיליארד ₪ משקפת רמת נכסים שניתנת לפיקוח אפקטיבי במסגרת מדרגה זו, ומספקת מרחב פעולה התואם את היקף פעילותן ההתחלתית של רוב החברות החדשות, מבלי להגדיל את החשיפה הפוטנציאלית לציבור המשקיעים. נכון להיום, על פי ניתוח היקפי פעילות הקיימים בשוק, 75% מהחברות הפועלות במודל ההוסטינג מנהלות מספר קרנות שאינו עולה על חמש ושווי נכסים מנוהל שאינו עולה על 1 מיליארד ₪. קרי, 33 חברות נכנסות תחת מדרגה זו, שווי מנוהל בקרנות במדרגה זו עומד על כ- 6.4 מיליארד ₪ מתוך 50.4 מיליארד ₪ (13%) המנוהל תחת מודל ההוסטינג. בכך, מתקבל איזון בין עידוד כניסת חברות חדשות לפעילות ניהול השקעות לבין שמירה על יציבות השוק ואמון הציבור במנגנוני הפיקוח.

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

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

חוץ עבור קרנות נאמנות בהיקף גדול.

מוצע לקבוע שבמדרגה זו יכללו חברות ניהול תיקים המנהלות עד עשר קרנות עבור מנהלי קרנות ובשווי נכסים העולה על 1 מיליארד ₪ ואינו גבוה מ-2 מיליארד ₪. היום, תחת מדרגה זו נכנסות 6 חברות, השווי המנוהל במדרגה זו עומד על כ-9 מיליארד ₪ (כ-18%) מהשווי המנוהל בקרנות במודל ההוסטינג.

בדומה למדרגה הראשונה, הגבלת שווי הנכסים המנוהלים ל-2 מיליארד ש"ח מוצעת על בסיס ניתוח היקפי פעילות הקיימים בשוק פעילות ההוסטינג תוך בחינת סך שווי הנכסים בקרנות המנהלות במיקור חוץ במועד בו הפכו ממנהלי תיקים למנהלי קרנות. בתום שנה רצופה שבה השווי המנוהל בקרנות בפעילות ההוסטינג של חברת ניהול התיקים ייכלל במדרגה זו, יידרש מנהל הקרן לוודא ולפקח על עמידתה של חברת ניהול התיקים עמן התקשר בחובות הנוגעות לניהול סיכונים (יישום מערכת לניהול סיכונים בחברת ניהול התיקים ועמידה בדרישות הוראה למנהלי קרנות בדבר ניהול סיכונים¹⁴) ובנוסף יידרש מנהל הקרן המארח להקצות שעות ביקורת פנים לבחינת התנהלות חברות ניהול התיקים איתן התקשר וזאת בהתאם להיקף פעילות ההוסטינג ביחס לפעילות הכוללת של מנהל הקרן.

בשל היקף הכספים המשמעותי המנוהל המגביר את פוטנציאל התממשות הסיכונים שפורטו בהרחבה לעיל, נדרש ממנהל הקרן לוודא ניהול סיכונים ראוי אצל חברת ניהול התיקים, שמטרתו להבטיח כי חברות אלו יפעילו מנגנוני זיהוי, מדידה ובקרה אפקטיביים על הסיכונים הכרוכים בפעילותן. נוסף על כך, חובת הקצאת שעות ביקורת פנים תבטיח כי תתקיים בחינה שיטתית של פעילות חברות ניהול התיקים איתן התקשר מנהל קרן, על ידי גורם חיצוני בלתי תלוי אשר יבחן את עמידתן בדרישות הדין ואת תקינות תהליכי הניהול.

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

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

מוצע לקבוע שבמדרגה זו יכללו חברות ניהול תיקים המנהלות עד עשר קרנות עבור מנהלי קרנות ובשווי נכסים כולל העולה על 2 מיליארד ₪. תחת מדרגה זו נכנסות 6 חברות ניהול תיקים, השווי המנוהל בקרנות במדרגה זו עומד על כ-24 מיליארד ₪ (כ-50%) מהשווי המנוהל בקרנות במודל ההוסטינג. קביעה זו של ניהול עד 10 קרנות ומעל

¹⁴ רשות ניירות ערך, "הוראה למנהלי קרנות נאמנות בדבר ניהול סיכונים", 5 במאי 2020, https://www.new.isa.gov.il/images/Fittings/isa/asset_library_pic/al_lobby/al_lobby-62bd445f910eb/IsaFile_060520.pdf.

שווי נכסים של 2 מיליארד ₪, התבססה על ניתוח נתוני עבר לפיהם המעבר מחברת ניהול תיקים למנהל קרן התבצע כאשר סך שווי הנכסים בקרנות המנוהלות במיקור חוץ עמד בממוצע על גובה של כ- 2.5 מיליארד ₪.

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

מעבר למדרגות האמורות, מבקש סגל הרשות את התייחסות הציבור לשאלה אם יש מקום לקבוע מדרגה נוספת, מעל שווי נכסים כולל של 3 מיליארד שקלים אצל מנהל תיקים, או בשווי אחר, בה לא יוכל מנהל הקרן להתקשר עם מנהל תיקים כאמור בפעילות הוסטינג.

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

תנאי סף בהתקשרות עם מנהל תיקים לפעילות הוסטינג

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

בנוסף, לצורך יישום בחינת הקריטריונים למספר הלקוחות והיקף הנכסים המנוהל, ייקבעו תנאי סף מינימאליים אותם יידרש מנהל הקרן לבחון בטרם התקשרותו עמן. חברת ניהול תיקים העומדת באחד משלושת התנאים הבאים:

- א. חברת ניהול תיקים המעניקה שירות ללקוח אחד לפחות ומנהלת שווי נכסים בהיקף של 100 מיליון ₪ ומעלה.
- ב. חברת ניהול תיקים המעניקה שירות ניהול תיקים לעשרה לקוחות לכל הפחות ומנהלת שווי נכסים בהיקף של 50 מיליון ₪ ומעלה.
- ג. חברת ניהול תיקים המעניקה שירות ניהול תיקים לחמישים לקוחות לכל הפחות ומנהלת שווי נכסים בהיקף של 10 מיליון ₪ ומעלה.

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

היתרון של חלופה זו הוא קביעת כללים ודרישות רגולטוריות החלות באופן הדרגתי וסדור בהתאם להיקף פעילותה של חברת ניהול התיקים עמה התקשר מנהל קרן לצורך ניהול ההשקעות, ועל כן יוצרים שילוב מאוזן בין יתרונות מתן השירות בפעילות ההוסטינג, בהם עידוד תחרותיות וכניסת שחקנים חדשים לשוק, לבין יכולת פיקוח אפקטיבי על השירות, הגנה על כספי ציבור המשקיעים ויציבות השוק.

חלופה זו נשענת על איזון רגולטורי מהותי בין שתי מטרות מרכזיות: מחד - שמירה על פתיחות השוק והנגשתו לשחקנים באופן מדורג ומבוקר. ומאידך - הבטחת קיומה של מסגרת פיקוח שקופה, מחייבת ואחידה על הגופים המנהלים בפועל נכסים בהיקפים דומים למנהלי קרנות נאמנות, וזאת לשם שמירה על עניינים של המשקיעים, אמון הציבור.

החיסרון של חלופה זו הוא בעיקר חוסר יציבות מבחינת מנהלי תיקים שכפופים לרגולציה שונה בהתאם לשווי נכסים מנוהל, שאינו תלוי בהם אלא מביקוש לקרנות שמנהלים שמשפיע על היצירות והפדיונות של הקרן ומשינויים בשווי נכסי הקרנות בהתאם לתשואותיהן.

השלכות חלופה מדרגות השווי לניהול קרנות באמצעות מנהלי השקעות חיצוניים

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

מבחינת מנהלי קרנות: ההשלכה המרכזית היא שמנהלי הקרנות יהיו חייבים לפקח באופן מתואם ושיטתי על מנהלי התיקים החיצוניים בהתאם למדרגה שאליה הם משתייכים. ככל שהיקף הנכסים המנוהלים גבוה יותר, מנהל הקרן יידרש להקצות משאבים נוספים לביקורת פנים, לוודא עמידה בחובות ניהול סיכונים, דרישות ממשל תאגידי, הון עצמי וביטוח, וכמו כן, ככל שתיקבע מדרגה נוספת הקובעת כי מעל לשווי נכסים מסוים אצל מנהל התיקים לא יהיה רשאי מנהל הקרן להתקשר עם מנהל תיקים, יאלץ מנהל הקרן לעקוב אחר שווי הנכסים ובהתאם לסיים את התקשרותו בעת יעלה על שווי הנכסים כאמור. נוסף על כך, אילו תיקבע מגבלה לפיה מנהל הקרן לא יוכל לאפשר ניהול השקעות בפעילות ההוסטינג בשיעור מסוים מהשווי הכולל של הקרנות המנוהלות על ידו, עשוי להיות מצב בו חברות ניהול תיקים מתארחות ינהלו תיקים אצל מספר מנהלי קרנות (סיטואציה שאינה מתרחשת נכון למועד זה) על מנת לעמוד במגבלת השיעור כאמור, והדבר יוביל את מנהלי קרנות שאינם מנוסים ובקיאיים בתפעול קרנות בפעילות ההוסטינג להיכנס וללמוד את התחום התפעולי. מודל זה מאפשר למנהלי הקרנות לשמר יכולת פיקוח אפקטיבית תוך שמירה על מסגרת של "הגנת הינוקא" לגופים קטנים וחדשים.

מבחינת מנהלי תיקים: ההשלכה היא שהיקף פעילותם ונגישותם לשוק פעילות ההוסטינג יהיה תלוי במדרגת השווי שאליה הם משתייכים. חברות ניהול תיקים קטנות יוכלו להיכנס לשוק בהדרגה, אך עם הגדלת הנכסים המנוהלים הן יחויבו לעמוד בחובות רגולטוריות הולמות, דומות לאלו החלות על מנהלי קרנות. במדרגות הגבוהות ביותר, אף עולה השאלה, האם להגביל את מנהלי התיקים בהיקף הפעילות, ואף להטיל איסור על המשך פעילות ההוסטינג מעל סף מסוים של שווי נכסים. בכך, חלופה זו מחדדת את הגבול בין פעילות מנהלי תיקים לבין מנהלי קרנות ומקטינה את פערי הפיקוח והסיכון הקיימים כיום, אך במקביל יוצרת חוסר יציבות עבור מנהלי תיקים כאשר ההיקף שלהם תלוי בגורמים חיצוניים כמו ביקושים וערכי נכסים בקרנות.

להלן טבלה המסכמת את המדרגות המוצעות על פי החלופה הראשונה :

דרישות 50 מינימליות כדי להיכנס למודל	הקבוצות	תנאי הסף- שווי נכסים מוחזק בקרנות	דרישות וחובות לקבוצה זו	מגבלות קרנות	פיקוח	סיכון
<p>על חברת ניהול תיקים המעוניינת לשמש כמנהל השקעות חיצוני לקרן נאמנות לעמוד בתנאי הסף הבאים:</p> <p>1. דרישת ניסיון:</p> <p>א. ותק בניהול כספי אחרים, תוך התייחסות ספציפית לוותק והניסיון בניהול השקעות בקרנות;</p> <p>ב. ותק, ידע ומומחיות מקצועית רלוונטיים לניהול סוג הקרן ואפיק ההשקעה, בשים לב לסיכונים הגלומים בהם.</p> <p>ג. מהימנות</p> <p>2. עמידה באחת מהחלופות הבאות:</p> <p>א. מעל לקוח 1 ומעל 100 מיליון שווי מנוהל.</p> <p>ב. מעל 10 לקוחות בחברת ניהול התיקים ולפחות 50 מיליון שווי מנוהל בתיקים</p> <p>ג. מעל 50 לקוחות בחברת ניהול התיקים ולפחות 10 מיליון שווי מנוהל בתיקים</p> <p>ג.</p>	<p>חברות עם היקף פעילות מוגבל</p>	<p>מתחת ל 11 מיליארד ש"ח</p>	<p>חברות אלו יוגבלו בניהול 5 קרנות בלבד</p>	<p>לא יהיה פיקוח נוסף על הקיים</p>	<p>סיכון נמוך יחסית לאור העובדה שמדובר בחברות עם שווי נכסים מוחזק בציבור נמוך, ומספר קרנות יחסית נמוך. סיכון למשקיעים בציבור- קרנות בהיקף משמעותי ללא פיקוח.</p>	
		<p>חברות עם היקף פעילות ניכר</p>	<p>מעל 1 מיליארד ש"ח ועד 2 מיליארד ש"ח</p>	<p><u>לאחר שנה רצופה של עמידה בשווי האמור:</u></p> <p>1. דרישה לניהול מנהל סיכונים בחברה ועמידה בהוראות ניהול סיכונים - על מנהל הסיכונים לתכלל את כל סיכוני החברה, לרבות ובפרט אלו הקשורים לניהול ההשקעות בקרנות (סיכון אשראי, נזילות וכו').</p> <p>2. מנהל הקרן המארח ידרש להקצות שעות ביקורת פנים לבחינת התנהלות כל הוסינג שבקבוצה זו בהיבטים שונים.</p>	<p>לא יהיה פיקוח נוסף על הקיים</p>	<p>סיכון למשקיעים בציבור- קרנות בהיקף משמעותי ללא פיקוח.</p>
	<p>חברות עם היקף נכסים משמעותי</p>	<p>מעל 2 מיליארד ש"ח</p>	<p><u>לאחר שנה רצופה של עמידה בשווי האמור:</u></p> <p>מנהל הקרן יוודא ויפקח על עמידת חברת ניהול התיקים בדרישות המוגדרות עבור חברות ניהול תיקים המשתייכות למדרגה השנייה. בנוסף, ידרש מנהל הקרן לודא ולפקח, כתנאי להתקשרות, כי חברות ניהול התיקים המשתייכות למדרגה זו עומדות באופן מלא בדרישות החוק החלות על מנהלי קרנות, לרבות דרישות הנוגעות לממשל תאגדי, ניהול סיכונים, הון עצמי, ביטוח ומערכת אמצעים להבטחת ניהול הקרן לפי הוראות החוק, הוראות הסכם הקרן והתחייבויות על פי תשקיף.</p>	<p>חברות אלו יוגבלו בניהול 10 קרנות בלבד</p>	<p>יכנסו תחת פיקוח ישיר של הרשות לצד הפיקוח של מנהל הקרן המארח שכבר מפוקח.</p>	<p>חברות ניהול תיקים המנהלות קרנות בהוסינג בהיקף כספים "ברמה" של מנהל קרן קטן ואינן נמצאות תחת פיקוח ישיר של הרשות וכתוצאה מכך נוצר סיכון מוגבר לכספי ציבור המשקיעים בקרנות אלו וחשש שפעילות בהוסינג היא באופן ש"עוקף" את חוק הקרנות. גופים אלו אינו אינם נדרשים להגנת ינוקא.</p>

2.3 חלופה מספר 2 – קציבת תקופת מתן שירות במודל האירוח

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

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

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

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

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

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

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

השלכות חלופת קציבת תקופת מתן שירות במודל האירוח

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

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

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

ב. ניתוח, השוואת החלופות ובחירת החלופה המוצעת-

טבלת השוואה:

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

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

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

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

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

פרק ב - פעילות יועץ חיצוני לקרן

חלק א- ניתוח הבעיה והצורך בהתערבות רגולטורית

א. רקע

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

מנגנון זה נועד לאפשר למנהלי קרנות להסתייע בגורמים בעלי מומחיות מקצועית בתחומים ייחודיים או מורכבים כדוגמת אסטרטגיות גידור, ESG, תחום האנרגיה הירוקה, פעילות בסקטורים מסויימים או בשוקים זרים. הסתייעות זו נועדה לשפר את תהליך קבלת החלטות באמצעות נקודות מבט נוספות, גישות השקעה מגוונות ותובנות מקצועיות, ובאופן זה להגדיל את הערך עבור ציבור המשקיעים. ליועץ חיצוני עשוי להיות חלק משמעותי בתהליך קבלת החלטות השקעה בקרן, וזאת אף שהוא אינו נדרש להחזיק ברישיון לפי חוק הייעוץ.

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

לפיכך מחיל חוק הייעוץ על מתן השירותים בידי היועץ לקרן הנאמנות, שורה של חובות מהותיות, ובכלל זה חובת האמון הקבועה בסעיף 11, מגבלות על ניגוד עניינים כאמור בסעיף 15, איסור קבלת תמריצים בהתאם לסעיף 17, חובת הסודיות המעוגנת בסעיף 19 וכן חובת הזהירות הקבועה בסעיף 20. חובות אלה נועדו להבטיח כי גם כאשר השירות ניתן על ידי יועץ שאינו בעל רישיון, הוא ינתן באופן מקצועי, הוגן ונטול שיקולים זרים, בהתאם לכללי האמון והזהירות הקבועים בחוק הייעוץ. כמתואר לעיל, פעילותו של יועץ חיצוני לקרן, אף שאינו רשאי לקבל החלטות השקעה בעצמו, עשויה להיות בעלת השפעה מהותית על החלטות ההשקעה המתקבלות בפועל. לפיכך, סוגיות של ניגודי עניינים הרלוונטיות לניהול ההשקעות בקרן, עשויות להיות רלוונטיות במידה משמעותית גם ביחס ליועץ חיצוני.

¹⁵ ראו פרט 1 לתוספת הראשונה לחוק הייעוץ.

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

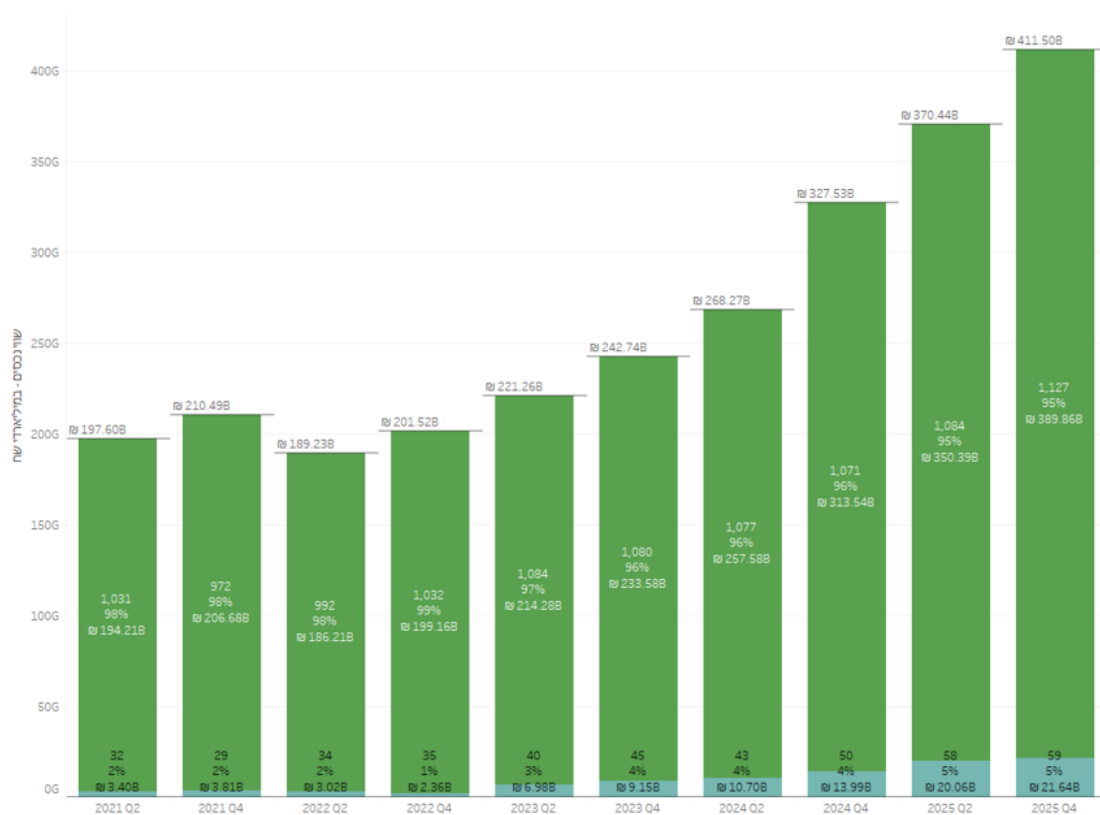
¹⁷ 3(א)(2) על אף הוראות פסקה (11) של סעיף קטן (א), מי שעוסק ביועץ השקעות, בשיווק השקעות או בניהול תיקי השקעות כאמור באותה פסקה בלי שיש בידו רישיון לפי חוק זה -
(1) יחול לגבי הוראות פרק ג', למעט סעיפים 12, 13, 14, 16 ו-18, כאילו היה בעל רישיון ולגבי מי שעוסק בניהול תיקי השקעות - גם הוראות פרק ד', למעט 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 מבטח בביטוח כנדרש מבעל רישיון לפי הוראות חוק זה.

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

ב. זיהוי הבעיה וסיבותיה

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

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



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

כאמור, שילוב יועצים חיצוניים בניהול קרנות נאמנות טומן בחובו יתרונות משמעותיים ויכול להוסיף ערך למשקיעים - בין באמצעות מומחיות בתחומים ייחודיים וגיוון דעות. עם זאת, כאשר מדובר ביועץ חיצוני שאינו בעל רישיון מכוח חוק הייעוץ, ואשר מהווה במקרים מסוימים גורם מרכזי המשפיע על קבלת החלטות ההשקעה בקרן, מתעורר פוטנציאל ממשי לניגוד עניינים בין היועץ החיצוני שאינו נתון לפיקוח רגולטורי כבעל רישיון ובין האינטרס של בעלי היחידות בקרן. יועצים חיצוניים פועלים לעיתים במקביל בתחומים נוספים בשוק ההון, לרבות ניהול תיקי

השקעות פרטיים, ניהול קרנות פרטיות, מתן שירותים לגופים מוסדיים, פעילות השקעה עצמית או קשרים עסקיים עם גורמים שונים, אשר עשויים ליצור ניגודי עניינים מהותיים.

במהלך 2025–2026 נערכה ביקורת שעניינה ההתקשרויות בין מנהלי קרנות נאמנות לבין יועצים חיצוניים (להלן: "ממצאי הביקורת על יועצים חיצוניים"), אשר בחנה, בין היתר, את ניהול ניגודי העניינים ואת אופן הפעלת שיקול הדעת העצמאי בקבלת החלטות השקעה. ממצאי הביקורת מחזקים את החשש לניגודי עניינים, נוכח שיעור היישום הגבוה והעקבי של המלצות היועצים בפועל. כאשר מרבית המלצות היועץ מיושמות, לעיתים כמעט במלואן, מתחדדת הזיקה המעשית בין היועץ לבין נכסי הקרן, וההשפעה שלו על החלטות ההשקעה הופכת למהותית ואף מכרעת. ממצא נוסף שעולה מדוח הביקורת הוא שמנהלי הקרנות לא עומדים בהוראת החוק כפי שיפורט להלן: מהדוח עולה שהדיונים בדירקטוריון בניגודי העניינים של יועצים חיצוניים לרוב לא מתקיימים וככל שהם מתקיימים, לא נמצאו כלל דיונים קונקרטיים והתייחסות לעסקה או סוגי עסקאות בהם היועץ החיצוני עלול או מצוי בניגוד עניינים וזאת בניגוד לקבוע בסעיף 18(6) לחוק הקרנות. נוסף על כך, מן הביקורת עולה כי אף שבחלק ממנהלי הקרנות קיימות הצהרות חוזיות בדבר היעדר ניגודי עניינים ואף כללו התחייבות לעדכון בעת שינוי נסיבות, הבדיקה של מנהל הקרן מתמצה בעיקר בהצהרות אלה, ללא בחינה עצמאית של פעילותו העסקית של היועץ וללא בדיקה תקופתית כאמור. עוד נמצא כי תהליכי הבחינה המקדמית של התאמת היועצים החיצוניים אינם אחידים, והם נשענים בעיקר על התרשמת אישית או היכרות מקצועית. כמו כן, היבטים הנוגעים למהימנות וקיומם של ניגודי עניינים אינם נבחנים תמיד באופן שיטתי ומתועד.

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

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

מכלול ממצאים אלה מצביע על הצורך להרחיב ולהעמיק את מנגנוני הבדיקה, הבקרה וניהול ניגודי העניינים החלים על יועצים חיצוניים, ובפרט על יועצים שאינם בעלי רישיון. לפיכך, **נדרש לעגן בהוראה ייעודית את אופן ההתקשרות וביצוע בדיקות מעמיקות לנוגעות למהימנותם וכשירותם של היועצים החיצוניים לרבות בעלי שליטה, נושאי משרה וכל גורם השותף לייעוץ ההשקעות לקרן, ואת מנגנוני הפיקוח החלים עליהם, תוך שימת דגש מיוחד על האחריות המוגברת של מנהל הקרן ביחס ליועצים אלה.**

חלק ב' – בחינת חלופות

א. גיבוש וניסוח חלופות

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

כאמור, ללא קשר לחלופות ולאופן הטיפול בסוגיה, יועץ חיצוני שמספק שירות ייעוץ השקעות לקרן שהוא המלצה הנוגעת לכדאיות השקעתית בפעילות הספציפית של הקרן מחויב לעמוד בכל הוראות הדין החלות עליו במתן שירות זה. ובאופן ספציפי, החובות המנויות בסעיפים 11, 15, 17 ו-20 לחוק הייעוץ, המתייחסות, בין היתר, לחובות אמון, חובת זהירות והימנעות מניגוד עניינים.

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

1. חלופת האפס

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

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

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

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

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

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

חלופה מספר 2- דרישת רישוי

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

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

כיוון שבפועל יועצים חיצוניים משפיעים באופן משמעותי על קבלת ההחלטות בקרן ולעיתים שיעור היישום של המלצותיהם גבוה כפי שניתן לראות בממצאי הביקורת על יועצים חיצוניים הרי שקיומם של יועצים שאינם בעלי רישיון מעלה סיכונים רגולטוריים מהותיים, במיוחד בנושאי ניגודי עניינים, חובת אמון, חובת זהירות ושקיפות כלפי מחזיקי היחידות.

דרישת הרישוי נועדה להבטיח כי הגורם המשפיע על החלטות ההשקעה יעמוד ברמת פיקוח, בדיקה מקצועית ומנגנוני בקרה הדומים לאלה החלים על מנהלי השקעות רשומים, גם כאשר מדובר במתן שירות מסוג ייעוץ חיצוני. יש לציין כי בניגוד למתווה פעילות ההוסטינג, שבו מנהל התיקים נדרש להיות תאגיד המחזיק ברישיון, יועץ חיצוני לקרן עשוי

להיות יחיד או חברה. ההלימה בין החובות שמוטלות על יועץ יחיד לבין אלו בפעילות ההוסטינג אינה זהה במבנה, אך המטרה היא להחיל עקרונות פיקוח, שקיפות ואחריות, כך שפעילותו של היועץ תהיה נתונה לפיקוח רגולטורי ישיר.

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

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

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

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

ב. ניתוח, השוואת החלופות ובחירת החלופה המוצעת-

טבלת השוואה:

קריטריון	חלופת האפס – הותרת המצב הקיים	חלופה 1 – פיתוח מנגנונים למניעת התממשות ניגוד עניינים בין היועץ לקרן.	חלופה 2 – חובת רישוי
א. תיאור החלופה	שמירת מודל הייעוץ כפי שהוא כיום, ללא שינוי רגולטורי. מנהל קרן רשאי להתקשר עם כל גורם חיצוני לקבלת שירותי ייעוץ.	חובה על היועץ לפעול בזהות אינטרסים עם הקרן, מנגנוני פיקוח ובקרה ע"י מנהל הקרן, דיווחים על החזקות, קשרים עסקיים וגילוי לניגודי עניינים או הימנעות מראש. לניהול תיקים.	התקשרות עם יועץ מחויבת לחוקים ולדרישות זהות לאלו של ניהול השקעות במודל ההוסטינג- בדיקה מוקדמת, דרישות לחברה ולעובדים, רישיון לניהול תיקים.

ב. תועלות	חופש פעולה למנהל הקרן, גיוון במקורות הידע; גמישות והקטנת חסמים לכניסה לשוק.	הימנעות מראש מניגודי עניינים, שמירה על הגנה על ציבור המשקיעים, שמירה על גמישות בהתקשרות עם יועצים.	אחידות רגולטורית, מניעת תמרון רגולטורי, התייחסות ליעוץ מהותי ככלי השפעה משמעותי על החלטות הקרן.
ג. עלויות (נטל רגולטורי)	עלות רגולטורית נמוכה, אך פיקוח על היועץ חל באופן עקיף בלבד דרך מנהל הקרן, נטל פיקוח גבוה אך לא אפקטיבי.	עלות רגולטורית בינונית- דרישה להקמת מנגנוני התקשרות, פיקוח ובקרה מצד מנהל הקרן, תהליכים מורכבים ומסורבלים, ייתכן הגבלת אפשרויות התקשרות מסוימות.	עלות רגולטורית גבוהה- כללים גורפים ומחמירים לכל התקשרות, משאבים נוספים נדרשים לפיקוח.
ד. השפעות על התחרות	מאפשר כניסה קלה לשחקנים קטנים, אך יוצר פער רגולטורי ויתרון תחרותי לא הוגן, פוטנציאל לניגוד עניינים.	שומר על מגוון יועצים מקצועיים, מגביל פוטנציאל לניגוד עניינים, השפעה מינימלית על כניסה לשוק אך משפרת אמון הציבור.	מגביל את גמישות מנהלי הקרנות, צמצום אפשרויות ייעוץ מגוונות, עשוי לפגוע בחדשנות ובכניסה של שחקנים קטנים.

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

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

באשר לחלופה מספר 1- החלת חובה לפיתוח מנגנונים למניעת התממשות ניגוד עניינים בין היועץ לקרן, נראה כי מדובר בחלופה הסבירה והמאוזנת ועל כן מוצע לבחור בחלופה זו. במסגרת חלופה זו מנהל הקרן נדרש כבר בשלב ההתקשרות עם היועץ החיצוני, לבחון את קיומם של ניגודי העניינים ולפתח מנגנונים מתאימים להתמודדות עימם, על מנת למנוע את התממשותם. מטרת מנגנונים אלו היא להבטיח כי מנהל הקרן יקבל החלטות השקעה בקרן תוך שהוא מודע לניגודי העניינים, ככל וקיימים, ומסוגל להתמודד עם קיומם והשלכותיהם האפשריות. ככל שקיים פוטנציאל לניגוד עניינים מצד היועץ מנהל הקרן מודע לכך ומסוגל לנטרל את השפעתו על הייעוץ או שלא לפעול על פי המלצת היועץ לנוכח היותה נגועה בניגוד העניינים. לשם כך, מנהל הקרן יידרש לקיים בדיקות מקדימות ומעמיקות מעבר לאלו הנוגעות למהימנותו וכשירותו של היועץ החיצוני לרבות בעלי שליטה ונושאי משרה בו וכל גורם השותף ליעוץ ההשקעות לקרן, לבחון היבטי ניגוד

עניינים עוד בשלב בחירת היועץ ולגבש מנגנוני פיקוח ובקרה שוטפים הכוללים דיווחים מהיועץ לגבי אחזקותיו, קשריו העסקיים ופעילויות נוספות שעשויות ליצור ניגוד עניינים.

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

חלק ג' – הנגשת האסדרה לציבור

טיוטת נוסח ההוראה תפורסם באתר הרשות בעמוד הייעודי לכך, לצד טיוטת דוח ה-RIA, להערות הציבור - לתקופה של 30 יום.

לאחר שהליך האסדרה יושלם תפורסם האסדרה באתר הרשות, וכן האסדרה תופץ במסגרת הודעות דוא"ל לנמענים ברשימת הדיוור של הרשות.

ככל שיעלה הצורך, הרשות תקיים שיח עם הגופים המפוקחים לצורך הטמעה מיטבית של האסדרה. טבלת הערות הציבור לתיקון המוצע להוראה והתייחסות הסגל אליהם תפורסם גם היא באתר הרשות.

א. בחינה תקופתית של האסדרה

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

ב. מקורות וחומרים

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

פרק ד' - הוראות מעבר ותחילה

1. תחילתה של הוראה זו בתום 90 ימים ממועד פרסומה.
2. על אף האמור בסעיף 1, תחילתה של הוראה זו על התקשרויות קיימות בין מנהל קרן לבין חברת ניהול התיקים במיקור חוץ או לבין יועץ חיצוני ערב הסדרת ההוראה, בתום שנה ממועד תחילתה.
3. הוראה זו באה בנוסף להוראות החוק ולהוראות אחרות שקבעה הרשות.

צירוף נוסח האסדרה בהמשך לדוח הערכת השפעות האסדרה

נספח 1- טבלת השוואה דרישות מנהל קרן ומנהל תיקים

טבלת השוואה דרישות מנהל קרן ומנהל תיקים				
מנהל קרן	מנהל תיקים קטן	חברת ניהול תיקים גדולה		
יחודיות העיסוק	כן	כן- החברה תנסוק בניהול תיקי השקעות/ יעוץ/ שיווק או יעוץ/שיווק פנסיוני או ביצוע פעולות בבורסה. ללא עיסוק בחיתום	תנאים	
הון עצמי לפי התקנות	500,000	200,000		
הון עצמי לאחר חישוב עליית המדד	1,044,946	299,000		
ביטוח	כן- סכום הביטוח כנגזרת של	לא- בהתאם לשיקול דעתו של בעל הרישיון		
בדיקת מהימנות	כן- של בעל שליטה ונושאי משרה	כן- של בעל שליטה ונושא משרה		
יחיד העוסק בשם החברה בניהול ההשקעות חייב ברישיון	כן- חייב רישיון ניהול תיקים בלבד	כן- חייב רישיון מתאים (ניהול תיקים/ יעוץ השקעות/ שיווק השקעות)		
הבחנה בין חברה גדולה לקטנה	לא- דרישות מנהל הקרן מתקימים בכל מנהלי הקרנות	כן- לחברה ולחברות ניהול תיקים בקבוצה יחד - או מעל 50 לקוחות ושוי מנהל מעל 5 מיליארד ש"ח או מעל 1000 לקוחות		
כן	כן	כן		
כן- ע"י הנאמן	כן	כן- ע"י ועדת ביקורת		
מספר הדירקטורים המשמשים גם כדירקטור בגוף פנינסי אחר לא יעלה על שליש ממספרם	כן	כן		ממשל תאגידי
דירקטור לא יכהן ביותר משתי חברות ניהול השקעות/ גופים פנינסיים אלא בהיתר שר האוצר	כן	כן		
מספר הדירקטורים שהם עובדים של החברה או מועסקים על ידה לא יעלה על שליש ממספרם הכולל	כן	כן		
במיניו דירקטוריון ייקבע הרכב הדירקטוריון באופן שיאפשר לדירקטוריון למלא את תפקידיו.	כן	כן		
לא ימונה ולא יכהן כדירקטור, בחברת ניהול תיקים שהיא גוף פנינסי משמעותי, אדם השולט בתאגיד ראייל משמעותי, אדם הקשור לשולט כאמור או נושא משרה בתאגיד ראייל משמעותי;	לא	כן		
דירקטוריון יבחר אחד מחבריו לכהן כיושב ראש הדירקטוריון;	כן	כן		
המנהל הכללי או מי שכפוף למנהל הכללי, במישרין או בעקיפין, או קרובו של המנהל הכללי, לא יכהנו כיושב ראש הדירקטוריון;	כן	כן		
לא יוקנו כיושב ראש הדירקטוריון או לקרובו סמכויות המנהל הכללי או סמכויות הנוגעות למי שכפוף למנהל הכללי, במישרין או בעקיפין; יושב ראש הדירקטוריון לא יכהן כבעל תפקיד אחר המנהל הקרן, למעט כחבר בוועדת דירקטוריון שאינה ועדת ביקורת.	כן	כן		
דירקטוריון של מנהל קרן ימנה מבין חבריו ועדת ביקורת	כן	כן		
הציע דירקטוריון מועמד לתפקיד מבקר פנימי, לדון בתכנית העבודה שהוצעה על ידי המבקר הפנימי ולהגיש לדירקטוריון את המלצותיה לגבי התכנית; לעמוד על לקייתם בפעילות החברה, באמצעות המבקר הפנימי	כן	כן		
לבחון את מערך הביקורת הפנימית של החברה ואת תפקודו של המבקר הפנימי	כן	כן		
להחליט אם לאשר את פעולות מנהל הקרן אשר שר האוצר קבע לגביהן בתקנות כי יהיו טעונות את אישור הוועדה;	כן	לא		
לדון בהתקשרות עם חברה סוחרת בדרך של מכרז, כאמור בסעיף 69(ב), או בלא מכרז, כאמור בסעיף 69(ד).	כן	לא		
לאשר כי מתקיימים לגבי הדירקטורים החיצוניים תנאי הכשרות שנקבעו בסעיף 240 לחוק החברות כאמור בסעיף 24(ב).	לא	כן		
מספר חבריה של ועדת הביקורת לא יפחת משלושה, כל הדירקטורים החיצוניים יהיו חברים בוועדת הביקורת והם יהיו רוב חבריה; יושב ראש הוועדה יהיה דירקטור חיצוני.	כן	כן	ועדת ביקורת	
* יושב ראש דירקטוריון החברה וכל דירקטור שמועסק על ידי החברה לא יהיו חברים בוועדת הביקורת.				
* המבקר הפנימי יקבל הודעות על קיום ישיבות ועדת הביקורת ויהיה רשאי להשתתף בהן.				
* המבקר הפנימי רשאי לבקש מיושב ראש ועדת הביקורת לכנס את הוועדה לדיון בנושא שפירוט בדרישות				
* אחת לשנה לפחות תקיים ועדת הביקורת ישיבה עם המבקר הפנימי בלבד.				
* ישיבות ועדת הביקורת יתקיימו אחת לשלושה חודשים לפחות.				
* מניין חוקי בישיבת ועדת הביקורת הוא שלושה חברים לפחות, ובהם דירקטור חיצוני, ואולם במקרים דחופים שני חברים לפחות.				
* בישיבות ועדת הביקורת ייערך פרוטוקול שבו יירשמו שמות המטכחים, עיקרי הדיון וההחלטות שהתקבלו;				
* על המבקר הפנימי שימונה לפי סעיף 24(3) יחולו הוראות סעיפים 3(א), 4(ב), 8, 9, 10 ו-12 לחוק הביקורת הפנימית, התשנ"ב-1992, בשינויים המחויבים.				
* המבקר הפנימי יבדוק, את תקינותן של פעולות החברה מבחינת השמירה על הוראות דין, על נוהל עסקים תקין ועל הנהלים שקבע הדירקטוריון של החברה לפי חוק זה.				
* המבקר הפנימי ידווח על ממצאיו ליושב ראש הדירקטוריון, לוועדת הביקורת ולמנהל הכללי.				
דירקטוריון של מנהל קרן ימנה ועדת דירקטוריון להשקעות שתפקידה: לקבוע את דרך פעילות הקרן בהתאם למדיניות, להנחות את המנכ"ל ביישום מדיניות ההשקעות של הקרן.	כן	כן	לא	ועדת השקעות
מספר חברי ועדת השקעות של מנהל קרן, המכונים גם כחברי ועדת השקעות של חברת ניהול השקעות אחרת, לא יעלה על שני שלישים ממספרם הכולל של חברי ועדת ההשקעות של מנהל הקרן.				
חבר ועדת השקעות של מנהל קרן לא יכהן כחבר ועדת השקעות של יותר משתי חברות ניהול השקעות נוספות בעת אחת.				
ישיבות ועדת ההשקעות יתקיימו אחת לחודש לפחות.				
מספרם של חברי ועדת ההשקעות הנוכחים בישיבה והמכונים גם כחברי ועדת השקעות של חברת ניהול השקעות אחרת, לא יעלה על שני שלישים מחברי ועדת ההשקעות הנוכחים באותה ישיבה.				