
המלצות להסדרת
שירותי קסטודי
בשוק ההון הישראלי

דו"ח הוועדה הבין-משרדית
לבחינת שוק הקסטודי בישראל
מוגש לשר האוצר
ד"ר יובל שטייניץ

2/8/2010

הערות הציבור

ניתן להעביר עד ליום 3 באוקטובר 2010
איש קשר: עו"ד סיימון ברון טל: 02-6556496 דואל: simonb@isa.gov.il

תוכן עניינים

3	1. הוועדה.....
3	מטרות.....
3	מגמות בינלאומיות בהסדרת קסטודי בעקבות המשבר הפיננסי העולמי..
5	המלצות.....
7	הרכב הוועדה.....
8	2. שירותי קסטודי - סקירה כללית
8	מאפיינים עיקריים של שירותי קסטודי
10	השאלת ניירות ערך
10	סיכונים ביחס לשירותי קסטודי
11	האבחנה בין ניירות ערך זרים לניירות ערך מקומיים
13	קסטודיאנס גלובליים
14	3. רגולציה בתחום הקסטודי באיחוד האירופי ובארצות הברית
14	האיחוד האירופי
21	ארצות הברית
27	4. קסטודי בישראל
27	הפרקטיקה הנוהגת בשוק
31	הרגולציה הקיימת בישראל
36	הצורך ברגולציה של שירותי קסטודי בישראל
39	5. המלצות
39	כללי.....
40	אובייקט ההסדרה – קסטודיאן, מתווך, וקסטודיאן צד ג'
43	מהותם המשפטית של יחסי קסטודי
46	אחריות בשל נזק או הפסד ללקוח עקב כשלים במשמורת
52	ביטוח
54	נספח 1: העקרונות להסדרת שירותי קסטודי בשוק ההון הישראלי - המלצותיה הוועדה הבין-משרדית

1. הוועדה

א. מטרות

ערב המשבר שפקד את השווקים הפיננסיים בעולם, הוקמה ועדה בין-משרדית בהשתתפות נציגים מרשות ניירות ערך, משרד האוצר, בנק ישראל, רשות המסים, ומשרד המשפטים (להלן: "הוועדה") על מנת לבחון את שירותי הקסטודי בישראל ולבדוק את הצורך בשיפור הרגולציה בתחום זה.

שירות קסטודי הינו שירות פיננסי אשר זכה בישראל לתשומת לב רגולטורית מועטה. זאת למרות שזהו שירות חיוני לפעילות שוק ההון. בקליפת אגוז, קסטודי הוא שירות של החזקת ניירות ערך עבור בעליהם באופן שמתעד את זכויות הבעלות של המשקיע ומגן עליהן, וכן מאפשר למשקיע ליהנות מפירותיה של בעלות זו. שירותי משמורת נאותים ואיכותיים בשוק ההון הם אבן יסוד לפעילות פיננסית תקינה, שכן מדובר בהבטחת הזכויות הבסיסיות ביותר של המשקיעים בשוק ההון (לנוכח העובדה שמשמורת הינו שירות אחד מן השירותים שמוצעים על ידי קסטודיאנס, בדו"ח זה נתייחס לשם הכולל של מתן השירות במילה הלועזית המקובלת בשווקים הבינלאומיים)

על הוועדה הוטל לאסוף מידע אודות שוק הקסטודי בישראל, להסיק מסקנות לגבי השאלה האם תחום זה, אשר כפוף כיום להסדרה מועטה, צריך להיות נתון להסדרה מקיפה יותר ובמקרה שאכן נדרשת הסדרה שכזו - לתת המלצות לגבי מהותה ותוכנה.

ב. מגמות בינלאומיות בהסדרת קסטודי בעקבות המשבר הפיננסי העולמי

הוועדה לא רק בחנה את מתן שירותי הקסטודי בישראל, אלא גם את שירותי הקסטודי של שווקים מפותחים בעולם, וזאת על מנת לבחון את הניסיון שהצטבר בשווקים שונים ולהשוותו לדגם הישראלי הקיים. בין היתר נשכרו שירותי ייעוץ מחברת Thomas Murray בבריטניה המתמחה בתחום הקסטודי הבינלאומי. דוח הוועדה כולל סקירה של מערכות הסדרה מקיפות של שירותי קסטודי במדינות מפותחות שונות, ורבות מהמלצות הוועדה מבוססות על סטנדרטים מקובלים בעולם.

במהלך עבודתה של הוועדה פרץ במלוא עוזו המשבר הפיננסי העולמי. שני אירועים מרכזיים מיקדו את תשומת הלב הרגולטורית בנושא קסטודי והעלו אותה לסדר עדיפויות גבוה עוד יותר בזירה הבינלאומית.

ראשית, הפגיעה בחוסנם וציבותם של מוסדות פיננסיים שונים העלתה את שאלת ההשלכות הפוטנציאליות על ערכם של נכסי הציבור. השאלה המרכזית שעולה בהקשר זה היא מידת החשיפה של הלקוחות לכך שנושי הבנק שנקלע לקשיים (או קרס) יוכלו להיפרע מנכסי לקוחות המוחזקים על ידי הבנק הקסטודיאן עבורם. במילים אחרות – האם קסטודיאן שנתן שירות קסטודי ללקוחות הקפיד על הפרדה נאותה בין נכסיו לבין נכסי הלקוחות (segregated accounts). מדובר באחת הדרישות הבסיסיות ביותר ביחס לפעילות קסטודיאן.

חשיבותה של שאלת זו בסדר העדיפויות הרגולטורי הומחשה בתגובתה של רשות הפיקוח הפיננסית הבריטית (FSA) לכשל שהתגלה בפעילותו של אחד הבנקים הבינלאומיים הגדולים שפועל באנגליה. באותו מקרה התגלתה פרקטיקה של אי הפרדה בין מזומנים של לקוחות לבין מזומנים של הבנק עצמו. ה-FSA מצא שמדובר בהפרה של אחד ההסדרים הבסיסיים ביותר ביחס לפעילות קסטודיאן והגיב בהשתתף הקנס הגבוה ביותר שהוטל אי פעם באנגליה על הפרה של כללי הרגולציה בשוק ההון (33 מיליון ל"שט).¹

שנית, גם גילוי פרשת מיידוף, ופרשיות דומות נוספות, הדגישו את חשיבות אכיפתן של החובות החלות על מתווכים בשוק ההון בהקשר של מתן שירותי קסטודי. במיוחד בכל המדובר לרישומים נאותים לגבי זכויות הבעלות בנכסים, ביצוע התאמות ברישום ואימות שוטף של רישומים אלה. גם כאן מדובר באחת החובות הבסיסיות במתן שירותי קסטודי (reporting and reconciliation). כידוע, תרמיות פנוי מבוססות בין היתר על חוסר התאמה בין מה שהמתווך הפיננסי (מנהל התיקים, מנהל ההשקעות או מנהל הקרן שמבצע את ההשקעה עבור הלקוח) מוסר ללקוח לגבי שווי והיקף הנכסים המוחזקים עבורו, לבין הנכסים המוחזקים במשמורת עבור הלקוח בפועל.

רשות ניירות ערך האמריקאית הגיבה ביחס למקרה זה, בין היתר, בהגברה **משמעותית ביותר** של ההסדרה והחובות המוטלות בקשר למתן שירותי קסטודי בראש ובראשונה באמצעות מנהלי השקעות. על פי התיקון הללו מחוייבים מנהלי תיקים לפעול אך ורק באמצעות קסטודיאן מורשה בלבד (qualified custodians). כמו כן הוחלו עליהם דרישות דיווח והתאמת רישומים מוגברות וחובת ביצוע פיקוח על מי שנותן להם שירותי קסטודי עבור הלקוחות. בנוסף לכך הכללים החדשים מחייבים מנהל השקעות, להעמיד את נכסי הלקוחות שבניהולו לבדיקה ואימות לפחות פעם בשנה בידי רואה חשבון מבקר חיצוני בלתי תלוי, אשר מוסמך ומחוייב לבצע אימות בין רישומי מנהל התיקים לבין הרישומים המקבילים אצל הקסטודיאן שעומו הוא מקושר ללא הודעה מראש ובמועדים משתנים במהלך השנה. במידה ומדובר בקסטודי עצמי או בקסטודי שמבצע על ידי גוף קשור, רואה החשבון המבקר הבלתי תלוי חייב להיות נתון לביקורת של המוסד לפיקוח על ביקורת רואי החשבון בארצות הברית (ה-PCAOB).²

גם חוק הרפורמה הפיננסית (Dodd Frank Financial Reform Bill) שאושר לאחרונה בקונגרס האמריקאי וכולל תגובה רגולטורית רחבה למשבר כולל התייחסות נוספת לתחום הקסטודי. החוק מוסיף פרק חדש לחוק יועצי השקעות אשר כותרתו "קסטודי של נכסי לקוחות", ומסמך את ה-SEC להוציא שורה של כללים במטרה להגן על לקוחות בהקשר זה.

¹ ה-FSA גם הקימה יחידה ייעודית חדשה שעניינה נכסי לקוחות. מטרתה של שיחידה:

"to enhance and strengthen the FSA's existing capabilities in the area of client money and assets. The unit consists of teams responsible for specialist supervision, policy, data analysis and risk management." (<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2010/089.shtml>)

² פירוט תקנת ה-SEC (Rule 206(4)-2) נמצא בהמשך הדו"ח בפרק המתאר את ההסדרה בארה"ב, תחת הכותרת יועצי השקעות

ג. המלצות

הוועדה הגיעה למסקנה כי נדרשת מסגרת מקיפה בחקיקה של הסדרת מתן שירותי קסטודי בישראל. חוסר בהסדרה מקיפה ברורה ואחידה של פעילות קסטודי בחקיקה פיננסית ראשית ומשנית מגביר את הסיכונים המשפטיים והתפעוליים ואת סיכוני האשראי הכרוכים בקסטודי, והסדרה כאמור תקטין סיכונים אלה.

עקרונות ההסדרה מפורטים בנספח 1 לדוח הוועדה. מדובר ברשימה מוצעת של עקרונות וסטנדרטים מוצעים ומומלצים שיחולו על פעילות קסטודי. נספח זה מגלם את "השורה התחתונה" של המלצות הוועדה ברמה הפרקטית.

המלצות הוועדה לגבי תכני ההסדרה של תחום זה נבעו מבחינת צרכיהם של משקיעים מקומיים וגלובליים ושל משתתפי שוק הפעילים בשוק ההון הישראלי על ידי הוועדה, בהשוואה לנורמות המקובלות בעולם בתחום זה.

הוועדה מצאה כי לגבי אחזקות הציבור בשוק המקומי אמנם קיימת הסדרה מכוח תקנון הבורסה, אולם נושא זה הנוגע לאחת ההגנות הבסיסיות והחשובות ביותר של נכסי הציבור זוכה בעולם כולו להתייחסות מפורשת של המחוקק, לרבות כלי אכיפה משפטיים ברורים ומוצקים.

הוועדה מצאה כי לגבי אחזקות המשקיעים הישראליים בחו"ל ההתייחסות הרגולטורית היא מועטה מדי. בשנים האחרונות קיימת מגמה גוברת של גיוון ופתיחת תיק ההשקעה של נכסי הציבור להשקעות בעולם כולו. לאור העובדה שאחוז הולך וגובר של אחזקות הגופים המוסדיים ולקוחות פרטיים מושקע בנכסים בשווקים זרים, ראוי כי הכללים והכללים לשמירה על נכסים אלה והבטחת זכויות הבעלות של הציבור בהם יעשו באופן ברור בחקיקה, הוועדה ממליצה שהסטנדרטים לגבי ההגנה על השקעות אלה תיקבע באמצעות הסדרה ברורה ובאופן מיידי.

הוועדה בעמדה כי ההסדרה המוצעת לא רק תגביר את אמון הציבור בשוק ההון בישראל, ותשפר את האטרקטיביות של השוק כלפי משקיעים מחו"ל. התברר כי קיומה של הסדרה בחקיקה מגובשת של שירותי קסטודי הינה אחד הקריטריונים החשובים של משקיעים זרים בבחירה להשקיע בשווקים זרים.

הוועדה צופה כי הסדרת הנושא בחקיקה אף תמקד תשומת לב ותשומות ראויות לנושא זה מצד שלושת המפקחים הפיננסיים בישראל (רשות ניירות ערך, אגף שוק ההון במשרד האוצר, הפיקוח על הבנקים), לטובת ציבור המשקיעים בישראל.

יודגש כי הוועדה בדרך כלל לא עסקה בנושא הפיקוח ותפקידי המפקח, והשאירה נושאים אלה לבחינה של כל אחד מהמפקחים. הוועדה נדרשה ורק להיבטים המהותיים - היינו התייחסות לסטנדרטים המומלצים ביחס לפעילות בשוק זה. הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל, רשות ניירות ערך ואגף הפיקוח על שוק ההון במשרד האוצר הם שיבחנו את הסדרת הסמכויות והתפקידים שלהם כמפקחים ביחס לתחומי פעילותם, ובכלל זה - מודל הרישוי, האכיפה והסנקציות שיוטלו על הפרת הסטנדרטים.

עם זאת, הוועדה ממליצה כי ככל שניתן, המפקחים יפעלו בתיאום ברוח המלצות הוועדה על מנת להבטיח כי שוק הקסטודי יפעל בהתאם לעקרונות זהים שכן הוא חוצה את תחום האחריות של המפקחים. בהתאם לכך, נספח 1 להמלצות הוועדה מפרט את העקרונות המומלצים ללא התייחסות כלל לשאלות הפיקוח וההסדרה של המפקחים. עם זאת ממליצה הוועדה כי פעילות כקסטודיאן בישראל תחייב אישור רגולטורי (הוועדה נמנעה מלקבוע את טיבו של אישור זה) ועמידה בתנאים ודרישות בכדי לספק שירות זה כנדרש, בדומה למתווכים אחרים בשוק ההון. כלי זה מאפשר פיקוח ובקרה על כך שהסטנדרטים המינימאליים נשמרים, ואף אכיפה במקרה והללו מופרים.

מובא להלן תקציר לגבי הנושאים שבהם עוסקות המלצות הוועדה, ועיקרי ההמלצות –

- **הגדרת שירותי קסטודי לצרכי הדו"ח** – המלצות הוועדה ממוקדות בהסדרת שירותי הליבה שעניינם הבטחת זכויות הבעלות והזכויות הנלוות לבעלות (להבדיל משירותים נלווים, כגון שירותים שעניינם מיקסום רווחים מהנכסים המוחזקים וכיו"ב). הוועדה מצאה לנכון להתרכז בשאלות הבסיסיות של שמירה על הנכסים.
- **הפרדת נכסים, רישום ותיעוד, דרישות לביצוע התאמות ודרישות דיווח** – הבטחת תיעוד ורישום אמין ומדוייק לאורך שרשרת משמורת הנכסים (מהמסלקה עובר דרך קסטודיאן צד ג', קסטודיאן, ומתווך ועד ללקוח הקצה) היא עיקרון יסודי במסגרת ההמלצות. הוועדה ממליצה על הטלת שורה של חובות שתכליתן לאפשר מעקב מתמיד אחר קיום הנכסים ואחר רישום זכויות הבעלות בהם. זאת כדי לאפשר ללקוח לבחון ולממש באופן סביר את הבעלות בנכס.
- **חלוקות (דיבידנד, זכויות, ריבית) והודעות** – משמורת נאותה משמעה הגנה לא רק על הבעלות עצמה, אלא גם על כל הזכויות הנובעות מן הבעלות. הוועדה ממליצה לחייב קסטודיאן או מתווך לוודא שהלקוח מקבל ויכול לממש את הזכויות הללו.
- **מינוי קסטודיאן צד ג' ופיקוח שוטף עליו** – לנוכח העובדה שבמקרים רבים הלקוחות אינם מתקשרים ישירות עם מי שמספק ישירות את המשמורת על הנכסים אלא עם גורם מתווך (הדברים נכונים גם בהשקעות מקומיות, ובדאי שהם נכונים ביחס להשקעות בחו"ל) חלק משמעותי מהמלצות הוועדה ממוקד בסטנדרטים המחייבים מתווכים ביחס למשמורת נאותה. מתווך נמצא בקשר ישיר עם הלקוח והוא הגורם המסדיר עבורו את המשמורת על הנכסים אצל גורם שלישי – הוא הקסטודיאן צד ג'. הוועדה ממליצה על הטלת שורה של דרישות מחייבות בכל הנוגע לבחירת הקסטודיאן צד ג', ולפיקוח השוטף עליו בכדי להבטיח כי יהיה מי שיבטיח את האינטרסים הבסיסיים של הלקוח בפני ספק השירות.
- **אחריות בגין כשל או נזק** – הוועדה עסקה בשאלת האחריות של קסטודיאן כלפי לקוח בשל נזק או כשל, וכן באחריותו של מתווך בגין כשלים שנגרמו על ידי קסטודיאן צד ג'. ביחס לאחרון מציעה הוועדה כלל אחריות שמאזן בין מכלול השיקולים הנוגעים לעניין.

- **ביקורת חיצונית** - הוועדה ממליצה על מינוי מבקר חיצוני בידי קסטודיאן או מתווך, בכדי לבחון את העמידה בדרישות ההסדרה המוצעות, ואת האפקטיביות של מערכות הבקרה של הארגון.

ד. הרכב הוועדה

יו"ר הוועדה - יעל אלמוג, יועצת בכירה ליו"ר ומנהלת מח' הבינלאומית, רשות ניירות ערך
מזכיר הוועדה - סיימון ברון, המחלקה הבינלאומית, רשות ניירות ערך
חברים לפי סדר הא"ב -
מרים אילני, משרד המשפטים
איילת גולן, יועצת
הילה גלזמן, אגף שוק ההון, משרד האוצר
ניר הלפרין, מנהל מחלקת שוק ההון, רשות המסים
עדו יד שלום, מנהל יחידת הסדרה, הפיקוח על הבנקים
דודו לביא, מנהל מחלקת השקעות, רשות ניירות ערך
רוגן מדר, מנהל המחלקה לפיקוח על השוק המשני, רשות ניירות ערך
דנה נויפלד, משרד המשפטים
ענת פייער, אגף שוק ההון, משרד האוצר
מיקי קהן, מנהל תחום יציבות פיננסית, בנק ישראל
אורלי קורן, סגנית מנהל המחלקה לפיקוח על השוק המשני, רשות ניירות ערך
שרה קנדלר, סגנית מנהל מחלקת השקעות, רשות ניירות ערך
דניאל רימון, משנה ליועץ המשפטי וממונה על חקיקה, רשות ניירות ערך
נעמה שגב, יחידת הסדרה, הפיקוח על הבנקים

2. שירותי קסטודי - סקירה כללית

שירותי קסטודי הינם מרכיב יסודי בתשתית שוקי ההון בעולם ורכיב מרכזי באטרקטיביות של השווקים הללו למשקיעים. מפרספקטיבה של השוק בכללותו, פעילות חלקה של הבורסה, הן של השוק הראשוני והן המשני, תלויה במידה רבה בפעילותם האמינה של הקסטודיאנס. מפרספקטיבה של המשקיע, בין אם הוא לקוח קמעונאי או מוסדי, קסטודיאנס מבטיחים שהבעלות על ניירות ערך הינה בעלת תוקף וניתנת למימוש כך שניתן ליהנות מהזכויות שמקנה בעלות זו.

אולם קסטודי הינה בעיקר פעילות תפעולית, נטולת "הזוהר" של חדר העסקאות, פעילות שאודותיה התחולל עד היום דיון ציבורי מועט ביותר. כתוצאה מכך, תחום המשמורת מקבל תשומת לב מוגבלת בשוק ואינו זוכה להערכה מספקת מצד משקיעים על אף שהוא חיוני לשמירת האינטרסים שלו.

א. מאפיינים עיקריים של שירותי קסטודי

ההגדרה המדויקת של מה נכלל בשירותי קסטודי התרחבה במידת מה בשנים האחרונות. מגמה זו היא תוצאה של מבחר הגדל והולך של שירותים נוספים המוצעים על ידי הבנקים הבינלאומיים הגדולים המספקים שירותי קסטודי ברחבי העולם. בנקים אלה, המוכרים כקסטודיאנס גלובליים, סיפקו את שירותי הליבה המסורתיים של הקסטודי והוסיפו שכבה נוספת של שירותים המיועדים בעיקר לשפר את איכות הניהול של ניירות ערך שהופקדו בידם על ידי לקוחותיהם ושל הכנסות שהופקו מאותם ניירות ערך.³

שירותים נוספים אלה אינם מהווים מרכיב בתפקיד הליבה המסורתי של שירותי קסטודי ולפיכך אינם מצויים בתחום בדיקתה של הוועדה. כאשר דוח זה מתייחס לשירותי קסטודי הוא מתייחס לשירותי ליבה מסורתיים של קסטודי בלבד. :

שירותי קסטודי לצרכי דוח זה:

- **משמורת (safekeeping)** – החזקה של ניירות ערך שנרכשו על ידי לקוחותיו של הקסטודיאן. משמורת היא השירות הבסיסי שנותן קסטודיאן, שממנו נובעים כל שירותי הליבה האחרים. מאפיין מרכזי של פרקטיקות משמורת נאותות הוא שניירות הערך מוחזקים עבור לקוחות בחשבונות נפרדים על מנת למנוע (1) ערבוב נכסים של לקוחות שונים; (2) ערבוב נכסים של לקוחות עם נכסי הקסטודיאן או המתווך הפיננסי; (3) ערבוב של נכסי הלקוחות עם נכסי הנוסטרו של הקסטודיאן צד ג' (כגון תת-קסטודיאן זר). המטרה היא להבטיח שרישומי הבעלות על ניירות הערך נשמרים באופן ברור (ב-קסטודיאן זר).

³ שירותים נוספים אלה כוללים ניהול יעיל של נכסים ומזומן, קביעת פרופיל הסיכון של תיקים ויכולות דיווח משופרות.

segregated accounts) ושנכסי הלקוח מופרדים מנכסי הקסטודיאן המופקד על החזקתם ושמירתם.

- **סליקה (settlement)** – העברה וקבלה של ניירות ערך ותקבילים במזומן הנובעים ממכירה או מרכישת אותם ניירות ערך. המטרה היא מצד אחד ליצור הפרדה מבוקרת בין פעולות הנוגעות למלאי ניירות הערך והכסף הקשורות לתנועות המסחר, ומצד שני לרכז את כל תנועות המסחר (המתבצעת בדרך כלל מול מספר ברוקרים שונים), ובתוך כך להגן על נכסי הלקוח. בתהליך הסליקה, הקסטודיאן מבצע התאמה בין פרטי הוראות המסחר של הלקוח לבין ביצוע ההוראה של הברוקר בזירת המסחר. רק לאחר אישור הקסטודיאן, העסקה תיסלק באמצעות המסלוקה והקסטודיאן ישחרר מחשבון הקסטודי של הלקוח את הכסף (בעסקת קנייה RVP) או את המלאי (בעסקת מכירה DVP) לידי הברוקר (העסקה בדרך כלל כוללת גם את עמלות הברוקר). בנוסף לכך, תפקידו של הקסטודיאן לנהל ולסלק העברות מלאי של ניירות ערך הנמצאים במשמרת (העברת מלאי מחשבון RF, DF) או תשלומים שונים שאינם בגין פעולות מסחר (כגון תשלומי מס, תשלומים לגורמי סליקה או מסחר שונים). בהתאם לנהלי הקסטודי, שירות זה אינו כרוך בתשלום נוסף (מעבר לעמלות פעולה בסיסיות). בשוק הקמעונאי בישראל יש מקרים רבים שבהם הברוקראז' והקסטודי יבוצעו על ידי אותו מוסד פיננסי (שהינו חבר בורסה וכן חבר מסלוקה) ללא הפרדה מעשית בין עסקי המסחר והמשמרת אולם שתי הפונקציות הינן נפרדות ומטרתן שונות.

- **טיפול באירועי חברה (asset servicing)** – כאשר לקוח מחזיק בניירות ערך אצל קסטודיאן, עשויים להתרחש אירועי הכנסה (income payments) אשר בגינם יהיה הלקוח זכאי לתשלומים שונים (לדוגמה, חלוקה של דיבידנדים או ריבית) או אירועים תאגידיים (voluntary and involuntary corporate actions) אשר בגינם יהיה הלקוח זכאי להטבות מסוימות (לדוגמה, פיצול נייר, והצעות רכש). כך ייתכן שתידרש החלטה מצד הלקוח (לדוגמה, החלטה כיצד ברצונו לטפל בהנפקת זכויות). בחלק מהמקרים הללו יש להביא לידיעת הלקוח את אותם אירועים על מנת להעניק לו הזדמנות לפעול (לדוגמה, הודעה על אסיפה כללית שנתית וזכויות הצבעה). קסטודיאן יהיה אחראי להבטיח שלקוחותיו יוכלו ליהנות מן התשלומים והזכויות הנובעות מן הבעלות על ניירות הערך.

- **שירותים נוספים** - בנוסף לשירותים אלה, לקסטודיאן ניסיון והכרות מעמיקה ב- market practice הנהוג בשווקים בינלאומיים והינו אחראי לעדכן את הלקוח בדבר שינויים מהותיים הקשורים לתנאי השוק, נהלי המסחר והסליקה, ובתחום המיסוי. קסטודיאן מטפל בדרך כלל בדרישות להחזרי מס או הפחתות מס כאשר ללקוח נוכה מס בגין ניירות ערך בעוד שחל עליהם פטור. המקרה השכיח ביותר שבו עולה סוגיה זו הוא ביחס לניירות ערך הנסחרים בשוק זר (ראה להלן פרק על שירותי קסטודי חוצי גבולות).

אלה הינם שירותי הקסטודי הליבתיים המופרים בשווקים מפותחים ברחבי העולם. כאשר הוועדה בחנה את שוק הקסטודי בישראל ובחנה את הצורך ברגולציה מלאה יותר של שוק זה, היא התמקדה בעיקר בשירותי ליבה אלה.

ב. השאלת ניירות ערך

בין שירותי הקסטודי, השאלת ניירות ערך היא מקרה מיוחד. למרות שאין היא מהווה שירות קסטודי ליבתי, זוהי פעילות המבוצעת על ידי קסטודיאנס עבור לקוחותיהם ולמעשה הינה בלתי נפרדת מתחום הקסטודי. חשוב אף יותר, השאלת ניירות ערך הינה פעילות המעוררת סוגיות רגולטוריות חשובות בנוגע להגנה על זכויות הבעלות של משקיעים מאחר שבמסגרתה קסטודיאנס מבצעים עסקאות בנכסיהם של לקוחות. מסיבות אלה, סוגיה זו נכללה בדיוני הוועדה והיא מטופלת בהמלצות הוועדה. לצרכי דוח זה, המונח השאלת ניירות ערך מובהר כדלהלן:

- **השאלת ניירות ערך** – בישראל וברוב שוקי העולם, מכירה בחסר של ניירות ערך מותרת רק אם המוכר שואל מראש את ניירות הערך הנמכרים בחסר. מכירה בחסר של ניירות ערך ללא השאלה מראש (המכונה לעתים קרובות naked short) אסורה לחלוטין בשווקים רבים או כפופה למגבלות מחמירות. מכירה בחסר של ניירות ערך היא פעילות שגרתית בשווקים רבים והצורך של מוכרים בחסר לשאול מראש מאפשר למשקיעים אחרים בעלי תיקים גדולים וסטטיים הזדמנות להרוויח הכנסה נוספת מהשקעותיהם. כאשר לקוח משאיל ניירות ערך, שאילולא כן היו מוחזקים בפקדון ניירות ערך אצל הקסטודיאן, הוא יכול לקבל עמלה מהשואל. תהליך זה מנוהל בדרך כלל על ידי הקסטודיאן אשר מארגן את עסקת ההשאלה.

ג. סיכונים ביחס לשירותי קסטודי

זיהוי סיכונים למשקיעים הוא חלק בלתי נפרד מבחינת תנאי השוק הקיימים כמו גם שאלה מרכזית ביחס לנחיצותה של רגולציה חדשה.⁴ בדרך כלל משייכים לשירותי קסטודי שלושה סוגים עיקריים של סיכונים -

סיכון תפעולי – הפסדים למשקיעים כתוצאה מליקויים במערכת הטכנולוגית, טעויות אנוש, ובמערכות הנהלים הפנימיות של קסטודיאנס שאצלם מופקדים הנכסים, כתוצאה מטיפול לא ראוי בעסקאות או מאי הפרדה בין ניירות ערך השייכים ללקוח לבין ניירות ערך אחרים.

נדרשות מערכות תפעוליות איכותיות בכדי להבטיח שכל הדיבידנדים, הריבית או תלוקות אחרות על ידי מנפיקים מגיעות לבעלים של ניירות הערך שלהם.

⁴ מנקודת מבטו של הקסטודיאן (בניגוד לזו של המשקיע) ניתן לזהות סוגים רבים של סיכונים בהקשר לאספקת שירותי קסטודי. סיכונים אלה חשובים מנקודת המבט של הפיקוח על יציבות הקסטודיאנס, בין אם הינם בנקים ובין אם לאו. ה-OCC United States Office of the Comptroller of the Currency, הארגון המעניק רישיונות לכל הבנקים הלאומיים בארה"ב וכן מסדיר את פעילותם ומפקח עליה, מזהה חמישה סוגים של סיכונים ביחס לשירותי קסטודי. בעוד שעבודת הוועדה התמקדה בהגנה על המשקיע, אותו היבט של הסוגיה הנוגע לפיקוח על היציבות של מוסדות פיננסיים חשוב בהקשר של האחריות הרחבה יותר של גופי הפיקוח המיוצגים בוועדה. גישתו של ה-OCC לקסטודי, לרבות פרופיל הסיכון שלו, מפורט בפרסום של ה-OCC, Custody Services – Comptroller's Handbook שאותו ניתן למצוא בכתובת <http://www.occ.treas.gov/handbook/custodyservice.pdf>.

הקסטודיאנס אמורים לסייע להעברת המידע על פעולות תאגידיות למחזיקים בניירות הערך שלהם. שירותים אלה דורשים גם הם מערכות תפעוליות חזקות ואיכותיות. כשל כלשהו במערכות אלה כרוך בפגיעה בזכויותיהם של משקיעים כבעלי ניירות ערך.

בנוסף, הקסטודיאן חייב לשמור על רמת נזילות גבוהה בכדי לכסות באופן זמני על חריגות כספיות שנוצרות בחשבונות של לקוחות במקרים של כשלים שנבעו מבעיות שנוצרו בתהליך הסליקה.

במקרה של חדלות פרעון של קסטודיאן קיים חשש שנושי הקאסטודיאן יבקשו להיפרע מנכסי הלקוחות המוחזקים על ידו. מסיבה זו, יש דרישה בסיסית להפרדה מהימנה וברורה בין נכסי הלקוח לבין נכסיו של הקסטודיאן.

סיכון אשראי –

ככל שגוברת המגמה של השקעות של ישראלים בשווקים זרים גובר הסיכון המשפטי הכרוך בפעילות זו. חשוב שמערכת המשפט באיזור השיפוט הזר תכיר במעמדם המשפטי של ניירות הערך כנכסים המוחזקים לטובת צד אחר וכן (שלא כמו מזומנים) שהללו אינם מהווים חלק מנכסי הקסטודיאן. נושא זה לא תמיד מוסדר באופן בהיר בחקיקה של שווקים שונים. בנוסף לכך, אין תמיד ודאות לגבי יכולת האכיפה של תנאים חוזיים בתחום השיפוט הזר. ניתן להפחית את הסיכון המשפטי על ידי דרישה שתנאים מסוימים לגבי אחריות צד ג' על נזקים שגרם ייכללו בחוזים המסדירים את ההתקשרות בין ספק השירות לבין צד ג'. אולם לא תמיד זה מבטיח הגנה מלאה. בכל מקרה, ניתן להטיל במקביל דרישות גילוי מחמירות על הברוקר או הקסטודיאן המקומיים ביחס לסיכונים הכרוכים בהשקעה במדינות זרות כדי שהמשקיע יהיה לכל הפחות מודע לסיכונים אלה לפני החלטה להשקיע באותם שווקים.

סיכון משפטי –

ד. האבחנה בין ניירות ערך זרים לניירות ערך מקומיים

כאשר בוחנים את תעשיית הקסטודי חשוב להבדיל בין ניירות ערך מקומיים לבין ניירות ערך זרים.

ניירות ערך מקומיים פירושם ניירות ערך הנסחרים בבורסה המקומית, למשל הבורסה לני"ע בתל אביב (להלן: "ניירות ערך מקומיים"). ניירות ערך זרים הם אלה אשר נסחרים בבורסה מחוץ לישראל. קסטודי של ניירות ערך מקומיים יכול להתבצע רק בישראל מכיוון שניירות הערך אינם "עוזבים" למעשה לעולם את חשבון הקסטודיאן המנוהל במסלקת הבורסה לניירות ערך. בדומה, ניירות ערך ברוב השווקים ברחבי העולם דורשים תמיד שהקסטודי יוסדר בתוך תחום השיפוט של הבורסה שבה נסחרים ניירות הערך.⁵

⁵ חריגה לכלל זה הינו המניות הדואליות הנסחרים בתל אביב וגם בארה"ב. מסלקת הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ מחזיקה בארה"ב, בחשבון הרשום על שם המסלקה ב - The Depository Trust Company מניות של חברות דואליות הנסחרות בתל אביב וגם בארה"ב.

לדוגמה, לבנק ישראלי עשוי להיות לקוח ישראלי המחזיק הן בניירות ערך ישראליים והן בניירות ערך שנרשמו למסחר בבורסה מחוץ לישראל. הלקוח הישראלי יראה את שתי האחזקות הללו בדוח מצב החשבון שלו ובמקרים רבים יראה בבנק הישראלי את הקסטודיאן של שתי האחזקות הללו. אולם תפקידו של הבנק הישראלי ביחס לכל אחת משתי האחזקות הללו שונה באופן יסודי.

במקרה של ניירות ערך ישראליים, הבנק הוא חבר בבורסה של תל אביב ובמסלוקה שלה.⁶ הבנק הוא המוסד שבו מוחזקים ניירות הערך עבור הלקוח, מבחינה משפטית. אכן, אחד ההיבטים החשובים של מבנה השוק בישראל הוא שהבעלות החוקית על ניירות הערך מוגדרת במדויק ברישומים של חבר הבורסה בתל אביב שבאמצעותו מוחזקים ניירות הערך עבור הלקוח.⁷

בנוסף, הבנק הישראלי הוא הגוף שאליה תשלח המסלוקה את כל החלוקות וההודעות לבעלי המניות מטעם החברות המנפיקות אותן לשם הפצתם בקרב בעלי המניות בפועל.

אולם כאשר אותו בנק ישראלי מחזיק ניירות ערך הנסחרים בשוק מחוץ לישראל עבור משקיע ישראלי, הבנק הישראלי אינו פועל למעשה כקסטודיאן באותו מובן. בתרחיש זה, הוא מהווה חוליה מקשרת בשרשרת הנמתחת החל מהלקוח הישראלי שלו בצד אחד, דרכו עצמו, ועד הברוקר הזר המבצע את עסקת המסחר והקסטודיאן בשוק הזר שבו ניירות הערך נסלקו. למרות שהשרשרת הינה שקופה ללקוח, במקרים רבים, יהיו מעורבים בה מספר מוסדות פיננסיים זרים (לדוגמה, הבנק הישראלי, הברוקר הזר, הסולק הזר (clearing agent), המסלוקה הזרה, הקסטודיאן הזר). בעיקר כאשר הבנק הישראלי השתמש בשירותיו של קסטודיאן גלובלי על מנת להסדיר קסטודי עם תת-קסטודיאן בשוק זר.

במקרה האחרון, תפקידו של הבנק הישראלי הוא, למעשה, להסדיר קסטודי של ניירות ערך על ידי צד ג' במדינה הזרה. האחריות העיקרית של הבנק הישראלי היא לוודא שהצד השלישי מחזיק בניירות הערך של הלקוח באופן המבטיח את מלוא זכויותיו, וכן, לדוגמה, מעביר לבנק הישראלי דיבידנדים או הודעות על פעולות תאגידיות המגיעות מן המנפיק וכן מידע חיוני על תנאי המסחר והסליקה בשוק הזר. צד שלישי זה יהיה, בדרך כלל, אחד משני סוגים של גופים: (1) קסטודיאן הפעיל (כחבר במסלוקת הבורסה) ישירות בשוק שבו ניירות הערך הזרים נסלקים או (2) קסטודיאן גלובלי ששכר את שירותיו של קסטודיאן מקומי בשוק שבו נסלקים ניירות הערך הזרים (המוכר כתת-קסטודיאן) על מנת לספק שירותי קסטודי.

הדוגמות שלעיל מתייחסות לבנק ישראלי אך, למעשה, שני התרחישים הללו חלים באותה מידה על חבר בבורסה בתל אביב שאינו בנק ("חבר שאינו בנק", "חש"ב) או חבר במסלוקת הבורסה בתל אביב שאינו בנק. חש"בים - למרות שהשוק מחשיב אותם באופן מסורתי כברוקרים, מספקים היום הלכה למעשה, את כל שירותי הליבה בתחום הקסטודי. בהמשך הדוח תידון השאלה האם מצב זה הינו רצוי.

⁶ יובהר כי המסלוקות אינן נחשבות קסטודיאן, קסטודיאן צד ג' או מתווך לצרכי הדו"ח וההמלצות שבנספח 1, והדו"ח וההמלצות שבנספח 1 אינם חלים עליהן.

⁷ ראה סעיף 177(1) בחוק החברות, 1999.

ה. קסטודיאנס גלובליים

שירותי קסטודי מצריכים, באופן יחסי, תמיכה טכנולוגית מאסיבית והקפדה ניכרת על נהלים טכניים. זוהי פעילות הכרוכה בעלות גבוהה מחד ובסיכון משמעותי לנותן השירות אם ייכשל במתן השירות ללקוחותיו מאידך. בנוסף, התחום מאופיין בתחרות עזה בין בנקים גלובליים גדולים, שכתוצאה ממנה שולי הרווח לעסקה נותרים נמוכים. מצב דברים זה גרם להתפתחות תופעה של ריכוזיות בתעשיית הקסטודי הגלובלית כך שהיא מוחזקת בידיהם של מספר קטן של מוסדות פיננסיים גלובליים שהצליחו לתפוס נפח עסקים הדרוש על מנת להפוך את ההכנסות המתקבלות ממתן שירותים אלה לאטרקטיביות, לנוכח הסיכונים המשמעותיים והעלויות הגבוהות.

בנקים בינלאומיים אלה ידועים כקסטודיאנס גלובליים. הם מתמחים בהחזקה של ניירות ערך עבור משקיעים ברוב שוקי העולם ולמעשה, מאפשרים אותה. מכיוון שכך, הם מהווים חלק מכריע בתשתית השוק של כל השווקים המפותחים וממלאים תפקיד חשוב בפתיחת שווקים מתפתחים.

כפי שהוזכר לעיל, קסטודיאנס גלובליים יכולים לפעול בשתי אלטרנטיבות. לפי המודל הראשון הקסטודיאן הגלובלי עצמו נכנס לשוק והופך בדרך כלל לחבר בבורסה ו/או במסלוקה בשוק זה.⁸ המודל השני הוא שהקסטודיאן הגלובלי הופך ללקוח של תת קסטודיאן בשוק הספציפי. במסגרת המודל הראשון, הקסטודיאן הגלובלי הוא המוסד המחזיק ישירות בניירות הערך של הלקוחות שלו בשוק זה. במסגרת המודל השני, הקסטודיאן הגלובלי הופך לחוליה מקשרת בשרשרת הבעלות המתוארת לעיל, כשהתת-קסטודיאן משמש כצד המחזיק בפועל בניירות הערך במסלוקה, בעוד שבספריו הוא מחזיק פיקדון ניירות ערך בשמו של הקסטודיאן הגלובלי.

שימוש בתמהיל של שני המודלים הללו מאפשר לקסטודיאנס גלובליים רבים להציע שירותי קסטודי במגוון רחב מאוד של מדינות ושווקים. בדרך כלל, מציע כל אחד מן הקסטודיאנס הגלובליים העיקריים שירותי קסטודי עבור ניירות ערך הנסחרים בשמונים עד מאה בורסות שונות ברחבי העולם.

באשר לרמת הריכוזיות בתעשייה זו, הנתונים הסטטיסטיים מדברים בעד עצמם. מחקר אודות שוק הקסטודי הגלובלי⁹ מצא שהקסטודיאנס הגלובליים מחזיקים תחת קסטודי בנכסים בשווי של כ-106 טריליון דולר אמריקאי. מתוך סכום זה, מחזיקים ארבעת הקסטודיאנס הגלובליים המובילים בנכסים בשווי של כ-62 טריליון דולר. עשרת הקסטודיאנס הגלובליים המובילים אחראים על אחזקתם של נכסים בהיקף של יותר מ-87 טריליון דולר.

⁸ חברותו של סיטיבנק במסלוקת הבורסה בתל אביב היא דוגמה לכך.

⁹ הנתונים פורסמו על ידי Globalcustody.net באתר החברה ב-2 ביולי, 2010.

3. רגולציה של תחום הקסטודי באיחוד האירופי ובארצות הברית

הפרק שלהלן מספק תמצית של המאפיינים העיקריים של רגולציה בתחום הקסטודי בשווקים מפותחים. אמנם, הסטנדרטים הללו קיימים בשווקים שהינם, בהיבטים מסוימים, מפותחים יותר מהשוק הישראלי. אולם בישראל בהיבטי פעילות רבים, השוק הוא משוכלל ומפותח. לפיכך, הוועדה מצאה כי נכון יהיה להתבונן בשווקים אלה, וברגולציה שמוטלת בהם על תחום הקסטודי, כבסיס להשוואה וכאמת מידה לרמת הרגולציה שעל שוק מפותח לקיים.

א. האיחוד האירופי

רגולציה של שירותי קסטודי באיחוד האירופי היא אחת מהסוגיות הרבות שבהן עוסקת דירקטיבת "שווקים ומכשירים פיננסיים" (דירקטיבת האיחוד האירופי EC/2004/39, להלן: "MiFID").

הרגולציה של שירותי קסטודי לפי MiFID היא נדבך אחד בתוך מסגרת קוהרנטית ויעילה של רגולציה של שירותי השקעה, שממוקדים בחובותיה של "חברת השקעה". הרגולציה מחולקת לרמות הסדרה. מאפייניה העיקריים מפורטים להלן.

רמה מס' 1 (כלומר, ראשית) של חקיקת ה-MiFID עוסקת בקצרה ב"משמורת על מכשירים פיננסיים וניהולם עבור לקוחות", כשהוראותיה העיקריות מופיעות להלן:

"An investment firm shall, when holding financial instruments belonging to clients, make adequate arrangements so as to safeguard clients' ownership rights, especially in the event of the investment firm's insolvency, and to prevent the use of a client's instruments on own account except with the client's express consent." (Article 13(7)).

לאחר מכן ישנה הוראה מקבילה הקשורה למזומנים של הלקוח:

"An investment firm shall, when holding funds belonging to clients, make adequate arrangements to safeguard the clients' rights and, except in the case of credit institutions, prevent the use of client funds for its own account." (Art. 13(8))

רמה מס' 2 (כלומר, משנית) של חקיקה מאמצת את הגישה הזו, הרחבה מאוד, ומפתחת עקרונות החלים על שירותי קסטודי. רמה מס' 2 של החקיקה בנושא זה היא דירקטיבת הוועדה האירופית מס'

2006/73/EC (להלן: "MiFID רמה 2"). כללי קסטודי מפורטים בסעיפים 16 עד 20 המתומצתים להלן. אלה מוזכרים להלן כ"כללי ה-MiFID".

MiFID רמה 2 מציינת שעל מדינות החברות באיחוד האירופי לדרוש שחברות השקעה יצייתו לדרישות שלהלן "למטרות הגנה על זכויות של לקוחות ביחס למכשירים פיננסיים וכספים (funds) השייכים להם" (סעיף 16). הסיכון הגדול ביותר לזכויות אלה הוא העדר הנזילות של הקסטודיאן וזוהי הסיבה לדגש הקפדני המושם על הפרדה של נכסים.

על פירמות השקעות:¹⁰

1. לשמור על הרישומים והחשבונות הדרושים על מנת לאפשר להן להבחין בין נכסים המוחזקים עבור לקוח אחד לבין נכסים המוחזקים עבור כל לקוח אחר, לבין נכסיהן שלהן

המטרה המרכזית של תקנות ה-MiFID היא לשמור על זכויות הבעלות על מכשירים פיננסיים של לקוחות. עיקרון זה הוא הבסיס לכל התקנות הבאות והדבר ברור מאוד בדרישה ראשונית זו. בתוך ספריה של פירמת ההשקעות עצמה, עליה להפריד באופן ברור בין החזקות האישיות של לקוחותיה השונים לבין (1) ניירות ערך בבעלות לקוחות אחרים ו(2) החזקות הנוסטרו של פירמת ההשקעות.

2. לבצע, על בסיס קבוע, התאמות בין הרישומים הפנימיים לבין הרישומים של צד ג' שעל ידו מוחזקים הנכסים

כאשר צד שאינו פירמת השקעות מחזיק בניירות הערך חשוב ביותר לוודא שהרישומים של פירמת ההשקעות מתאימים לאלה של צד ג'. הרישומים של פירמת השקעות הינם, מבחינה תפעולית, חסרי משמעות במידה רבה אלא אם כן הם מותאמים להחזקות האמיתיות המוגנות על ידי הקסטודיאן או המסלקה.

3. להבטיח שמכשירים פיננסיים של לקוחות המופקדים אצל צד ג' ניתנים לזיהוי בנפרד מהמכשירים הפיננסיים השייכים לפירמת ההשקעות וממכשירים פיננסיים השייכים לאותו צד ג'.

תקנה זו מתייחסת גם היא להפרדה של החזקות אך כאן המיקוד הוא על הספרים של קסטודיאן צד ג' בניגוד לפירמת ההשקעות. נדרשת הפרדה בין שלוש קבוצות של ניירות ערך:

- אלה המופקדים על ידי פירמת השקעות אצל קסטודיאן צד ג' בשם לקוחות פירמת ההשקעות;
- החזקות הנוסטרו של פירמת השקעות שאותן הפקידה אצל קסטודיאן צד ג'; וכן

¹⁰ תקנות ה-MiFID, "פירמת השקעות" הינה מונח המתייחס לכל הישויות תחת פיקוח. כאן היא עשויה, תלוי בהקשר, להתייחס לקסטודיאן או לישות (לדוגמה, ברוקר או קסטודיאן) המסדיר קסטודי עם צד ג' לטובת הלקוח שלו.

- החזקות המוחזקות על ידי הקסטודיאן צד ג' עבור עצמו.

יש לציין כי אין כל דרישה שפירמת השקעות תחזיק עבור כל אחד מלקוחותיה תת חשבון נפרד אצל הקסטודיאן. פירמת ההשקעות רשאית, אם כן, להחזיק מכשירים פיננסיים השייכים ללקוחות שונים בחשבון יחיד המוחזק אצל הקסטודיאן. חשבון כזה מוכר בדרך כלל כחשבון אומניבוס (omnibus account).

לפיכך, ההתאמה הדרושה בהתאם לתקנה הקודמת היא בין חשבון או חשבונות אומניבוס שכאלה לבין חשבונות לקוח שונים מופרדים המנוהלים בספרים של פירמת ההשקעה.

4. להבטיח שכספי הלקוחות מופקדים בחשבון נפרד מהכספים השייכים לפירמת ההשקעות.

גם כאן, פירמת ההשקעה תפעל כלל באמצעות חשבון מזומנים אומניבוס שבו כספים השייכים ללקוחות מרובים מוחזקים יחדיו. חשבון זה יהא מופרד מחשבונות בהם מוחזקים כספים השייכים לפירמת ההשקעות.

5. לקבוע הסדרים על מנת להפחית ככל האפשר את הסיכון להפסד של נכסי לקוחות או של זכויות הקשורות לאותם נכסים, כתוצאה משימוש לא נאות בנכסים, תרמית, ניהול כושל, רישום לוקה בחסר או רשלנות.

זוהי הדרישה מרחיקת הלכת ביותר מבין הדרישות המפורטות ברמה 2 של MiFID. על ידי הכללה הן של נכסי הלקוחות והן של הזכויות של לקוחות הנובעות מאותם נכסים, הדרישה מקיפה את שני סוגי שירותי הליבה של הקסטודי – סילוק עסקאות ושירותי נכסים. בפרט, הכללת ניהול כושל ברשימה זו מטילה רמה גבוהה של אחריות על פירמות השקעה על מנת לוודא שהן וכל קאסטודיאן צד ג' שעמם יתקשרו יספקו את כל השירותים הדרושים על מנת להבטיח שהמשקיע יקבל את כל פירות השקעתו.

לאחר שרמה 2 של ה-MiFID קבעה את העקרונות הללו, היא ממשיכה ומפתחת היבטים מסוימים של ביצוע העקרונות הלכה למעשה על ידי פירמות השקעה.

מינוי של קסטודיאנס והשגחה מתמשכת על ידי פירמת ההשקעה

בתוך כללי ה-MiFID, מוענקת תשומת לב מיוחדת לתהליך של מינוי קסטודיאן והבטחה שהוא מחוייב לסטנדרטים הנדרשים על בסיס קבוע. סעיף 17 דורש שפירמת השקעה -

"exercise all due skill, care and diligence in the selection, appointment and periodic review of the third party and of the

arrangements for the holding and safekeeping of those financial instruments".

תקני ה-MiFID דורשים תהליך בחירה שהינו גם פעיל וגם מתועד היטב של קסטודיאן צד ג' והשגחה מתמדת על הסדרי הקסטודי על מנת להבטיח עמידה בסטנדרטים.

בביצוע תהליכים אלה, על פירמת ההשקעות להביא בחשבון את המומחיות ואת המוניטין של אותו צד ג' בשוק כמו גם דרישות משפטיות או דפוסי פעילות בשוק הקשורים להחזקה של מכשירים פיננסיים העשויים להשפיע לרעה על זכויות הלקוחות.

בנוגע לקסטודיאנס בשווקים שבהם אין רגולציה או שהרגולציה הינה חלקית (לדוגמה, שווקים צומחים או לא מפותחים מסוימים) תקנות ה-MiFID נוקטות גישה ריאלית, כשהן חותרות להבטיח התערבות רגולטורית רבה ככל האפשר מבלי לחסום את כניסתם של משקיעים לשווקים אלה. כאשר פירמת השקעה מסדירה קסטודי עבור ניירות ערך של לקוחות במדינה שאינה המדינה שלה וכאשר משמרת על ניירות ערך כפופה לרגולציה, על פירמת ההשקעה להפקיד את ניירות הערך של הלקוח אצל ספק שירותים הכפוף לאותה רגולציה.

אולם, אם אין כל רגולציה רלוונטית במדינה כזו, פירמת השקעה **מנועה** מלהחזיק בניירות ערך באותה מדינה אלא אם כן חל אחד מן התנאים שלהלן:

על פי מהותם של ניירות הערך, הדרך היחידה להשלים את העסקה היא להפקידם באותה מדינה; או הלקוח ביקש בכתב שניירות הערך יופקדו אצל צד שלישי באותה מדינה. (חלופה זו זמינה רק ללקוחות שאינם קמעונאים).¹¹

כללים דומים מאוד לאלה החלים על המינוי וההשגחה המתמדת של קסטודיאנס של ניירות ערך חלים ביחס למזומנים של לקוחות.

יש להפקיד מזומנים של לקוחות בבנק או בקרן כספית (money market fund). על קרנות כספיות לציית לדרישות מחמירות על מנת שיהיו כשירות לצורך זה. עליהן להיות מדורגות על ידי סוכנות דירוג אשראי אחת לפחות ולקבל את דירוג האשראי הגבוה ביותר האפשרי מכל סוכנויות הדירוג שדירגו אותה. אולם יש לאפשר ללקוחות להתנגד להפקדת כספם בקרנות כספיות.

בנוגע לבנקים, חלה אותה דרישה, כלומר שעל פירמת השקעה להפעיל את כל המיומנות, הזהירות והשקדנות הנדרשות בבואה לבחור בנק שיחזיק את המזומנים של לקוח.¹²

¹¹ על פי ה-MiFID, ישנן שלוש קבוצות של משתתפי שוק: (1) צדדים נגדיים כשירים, (2) לקוחות מקצועיים ו-3) לקוחות קמעונאיים. צדדים נגדיים כשירים כוללים פירמות השקעה, בנקים, חברות ביטוח, קרנות נאמנות והנהלותיהן, חברות, קרנות פנסיה וחברות הניהול שלהן, מוסדות פיננסיים המפוקחים על ידי האיחוד האירופי, ממשלות לאומיות, בנקים מרכזיים ואירגונים על-לאומיים. לקוחות מקצועיים כוללים צדדים נגדיים כשירים ומשקיעים מוסדיים אחרים לצד תאגידים המקיימים קריטריונים פיננסיים מסוימים. לקוח קמעונאי הוא כל לקוח שאינו לקוח מקצועי.

שימוש במכשירים פיננסיים של לקוחות

אחת הסוגיות המרכזיות בתחום הקסטודי היא האיסור החל על פירמת השקעות להשתמש במכשירים הפיננסיים של הלקוחות עבור חשבונה שלה כל עוד הם נמצאים תחת קסטודי, מבלי לקבל רשות לכך מן הבעלים. סוגיה זו כה חשובה עד שהיא מהווה אחת משני הסיכונים המוזכרים בתקנה 13(7) של MiFID רמה 1.¹³

דוגמה טובה לפעילות כזאת תהיה השאלת מניות שנוטל קסטודיאן מהמכשירים הפיננסיים של לקוח ללא קבלת הרשאה מהלקוח. פעילויות אחרות עשויות להיות שימוש של חברת ההשקעות במכשירים פיננסיים של הלקוח כעירבון למחויבויותיה שלה, או שימוש בהם לטובת לקוחות אחרים של חברת ההשקעות שניירות הערך שלהם מוחזקים על ידי אותו קסטודיאן.

MiFID רמה 2 אוסר על השימוש במכשירים פיננסיים של לקוח עבור חשבון של פירמת השקעות או של לקוח אחר אלא אם כן הלקוח נתן את הסכמתו המפורשת מראש לכל לכל תנאי העסקה. במקרה של לקוח קמעונאי, יש לאשר הסכמה זו על ידי חתימת הלקוח או מנגנון מקביל.

בנוסף להוראה זו, קובע MiFID רמה 2 אמצעי הגנה נוספים ביחס לשימוש בניירות ערך של לקוחות המוחזקים אצל הקסטודיאן בחשבון אומניבוס. היעדר ההפרדה של נכסי לקוח יוצר סיכון מוגבר שפירמת ההשקעות תשתמש בכספי הלקוח שלא לטובת הלקוח-הבעלים. חשבונות אומניבוס מגבירים סיכון זה הן במונחים של הקלות בה יכולה פירמת ההשקעות לעשות שימוש לרעה מכוון בכספים והן במונחים של שימוש לרעה בלתי מכוון כתוצאה מרשלנות תפעולית.

ההגנה הנוספת שמעניקה MiFID רמה 2 כוללת דרישה לקיום אחד מן התנאים הבאים:

א. על כל לקוח שמכשיריו הפיננסיים מוחזקים בחשבון אומניבוס להסכים לתנאים שנקבעו לשימוש בנכסים בהרשאה (כלומר, אין להשתמש בנכסים כלשהם בחשבון האומניבוס עד אשר כל הבעלים הסכימו לתנאים שנקבעו); או

לפירמת ההשקעות צריכות להיות מערכות מוכחות המבטיחות כי נעשה שימוש רק במכשירים פיננסיים שבעליהם הסכימו לתנאים שנקבעו.

ב-MiFID רמה 2 מושם גם דגש על החשיבות של ניהול רשומות טוב ביחס לשימוש בנכסי לקוח, בפרט כדי להבטיח הקצאה מדויקת של הפסד כלשהו בין נכסים בחשבון אומניבוס.

¹² החריג לכלל זה הוא שפירמת השקעות משתמשת בבנק מרכזי על מנת להחזיק בכספי לקוחות, שאז הדרישות לגבי רמת הזהירות אינן חלות.

¹³ ראה עמ' 11 לעיל.

דוחות של רואי חשבון מבקרים חיצוניים

חלופה (ב) לעיל ביחס לשימוש בנכסי לקוח הינה דוגמה טובה לתופעה הרווחת בכל תקנות ה-MiFID. פירמת השקעות רשאית לציית לרגולציה על ידי כך שתוודא שברשותה בקרות ומערכות פנימיות.

מנקודת מבטו של רגולטור לאומי שמטרתו לפקח על השוק, השאלה היא כיצד יוכל לפקח ביעילות על המערכות הפנימיות של כל פירמות ההשקעות. הזמן והמשאבים העומדים לרשות הרגולטור אינם מאפשרים בדיקה בשטח, על בסיס מתמשך, של המערכות של כל אחת מפירמות ההשקעות.

פיתרון ה-MiFID, לפחות ביחס לנושא הקסטודי, הוא יצירה של דרישה לדוח ביקורת על הציות של הפירמה לסעיפים 13(7) ו-13(8) של MiFID. יש להפיק דוח כזה לפחות אחת לשנה על ידי מבקרים חיצוניים, וכך להבטיח שפירמת ההשקעות מסוגלת להוכיח באופן אובייקטיבי שהיא מצייתת לתקנות ה-MiFID.

גילוי של מידע ללקוחות קמעונאיים

בנוסף לתנאים המפורטים לעיל, תקנות ה-MiFID מכילות גם דרישות מקיפות לגילוי של מידע. התקנות ב-MiFID רמה 2 העוסקות בנושא זה מתמקדות בלקוחות קמעונאיים ודורשות שיינתן גילוי, בין היתר, לסוגיות שלהלן:

- שניירות ערך ו/או מזומנים יוחזקו על ידי צד שלישי (לדוגמה, קסטודיאן זר) – כאשר זהו המקרה.
- רמת האחריות של פירמת ההשקעות (בהתאם לחוק הלאומי החל) על פעולות או מחדלים כלשהם של קסטודיאן צד ג' המחזיק את ניירות הערך או את המזומנים.
- ההשלכות של חוסר נזילות של קסטודיאן צד ג' על הלקוח.
- שניירות הערך יוחזקו בחשבון אומניבוס על ידי צד שלישי (כאשר זהו המקרה) ואזהרה בולטת אודות הסיכונים.
- שאין זה אפשרי תחת החוק הלאומי החל (כאשר זהו המקרה) שמכשירים פיננסיים של לקוח המוחזקים אצל צד שלישי יהיו ניתנים לזיהוי בנפרד מ(1) המכשירים הפיננסיים הקנייניים של אותו צד ג' או (2) של פירמת ההשקעות ואזהרה בולטת על הסיכונים הנובעים מכך.
- שניירות הערך יוחזקו בהתאם לחוק של מדינה אחרת ושבהתאם לכך, הזכויות של הלקוח עשויות להיות שונות.
- קיומם ותנאיהם של זכויות בניירות ערך (כגון שיעבוד, זכות קיזוז או עכבון) כלשהם בניירות הערך שיש לפירמת ההשקעות או שעשויים להיות לה על המכשירים הפיננסיים של הלקוח.
- אם הלקוח מוכן להתיר לפירמת ההשקעות להשתמש במכשירים הפיננסיים של לקוח לצורך חשבון הנוסטרו שלה (לרבות השאלה של ניירות ערך), על פירמת ההשקעות לספק ללקוח הקמעונאי מידע ברור ומלא על המחויבויות והאחריות של פירמת ההשקעות, לרבות התנאים של השבה (restitution) של ניירות ערך והסיכונים הכרוכים בכך.

ישויות הכפופות לכללי הקסטודי

תקנות ה-MiFID בנוגע לקסטודי המפורטות לעיל סייעו לוועדה לבנות תמונה ברורה של הגבולות והמטרות של הרגולציה של תחום הקסטודי באיחוד האירופי. אולם ה-MiFID סייע גם בהצגת דגם של היישום של התוכן הרגולטורי המתואר לעיל בשוק וכיצד הרגולטור מפקח על פעילות קסטודי.

הוועדה מצאה ש-MiFID מרשים במיוחד באופן שבו הוא מתייחס לשוק. כללי ה-MiFID מספקים גישה קוהרנטית ויעילה, שהינה ממוקדת-לקוח מאוד.

כפי שניתן לראות בבירור בחלק הקודם, הרגולציה של האיחוד האירופי מבחינה בכל מקום בין פירמת ההשקעות, שאיתה יש למשקיע יחסים חוזיים (בהקשר זה בדרך כלל ברוקר ו/או קסטודיאן), והקסטודיאן צד ג' שבו משתמשת פירמת ההשקעות על מנת להחזיק בניירות הערך של הלקוח (בדרך כלל בתחום שיפוט זר) ושעימו אין ללקוח יחסים חוזיים כלשהם.

הנטל הרגולטורי נופל על הישות המעניקה שירות קסטודי ישירות ללקוח או המסדירה שצד שלישי יספק את שירות הקסטודי. אין הוא נופל על הקסטודיאן צד ג'. כך נכנסת הרגולציה לשוק בנקודה שבה המשקיע הישראלי בא במגע ישיר עם השוק, כלומר, כאשר הוא מתקשר בחוזה עם ספק שירות ישראלי. המשקיע מרוויח מכך במידה רבה, מכיוון שיש לו היתרון של יחסים חוזיים ישירים עם החברה שחייבת לעמוד בכל כללי הרגולציה.

אחת התוצאות של גישה זו היא שקסטודיאנס צד ג' הממוקמים בתחומי שיפוט שונים מחויבים לציית לרגולציה המקומית של פירמות ההשקעה על מנת למשוך אליהם את העסקים שמציעה פירמת ההשקעות.

הרשאת קסטודיאנס

לאחר שנקבע ב-MiFID כי פירמת השקעות תישא במלוא נטל האחריות לשמירה על ניירות הערך והמזומנים של הלקוח, היא גם קובעת את הקריטריונים שעל פיהם רשאים רגולטורים לאומיים להעניק הרשאה לפירמות השקעות לספק שירותי קסטודי, כלומר – דרישות להענקת רשיונות (או הרשאה).¹⁴

דרישות ההרשאה שלהן אינן ספציפיות לשירותי קסטודי. במקום זאת, ה-MiFID דורש שישות כלשהי שברצונה לקבל הרשאה לשירות השקעה כלשהו צריכה לציית לאותן דרישות. למעשה, קסטודי אינו מוגדר על ידי ה-MiFID כשירות השקעה, אלא נכלל בקבוצה המשנית המוכרת כ"שירותים נוספים" (ancillary services). אולם כל פירמה שברצונה להעביר שירותים נוספים למדינות אחרות החברות באיחוד האירופי חייבת לקבל הרשאה כפירמת השקעה לכל דבר ולפיכך עליה לעמוד בדרישות הבאות:¹⁵

¹⁴ דוח זה עושה שימוש בשפת ה-MiFID שאינה משתמשת במונח "licensing" ("רישוי") אלא מתייחס ל-"authorization" ("הרשאה") של פירמות.

¹⁵ הוועדה של רשויות ניירות ערך אירופיות (Committee of European Securities Regulators – CESR) (גוף המסונף לאיחוד האירופי ומורכב מכל רשויות ניירות הערך באיחוד האירופי שלהן מעמד רשמי בניסוח ופרשנות של חקיקה של האיחוד האירופי העוסקת בהשקעות, ניירות ערך ותעשיית השירותים הפיננסיים)

- על ההנחלה ובעלי המניות של הפירמה לציית לסטנדרטים של נאמנות וכשירות (fit and proper) (מוניטין טוב וניסיון הולם) (סעיפים 9 ו-10).
- על הפירמה להיות חברה בקרן לפיצוי משקיעים (Investor Compensation Scheme) (סעיף 11).
- לפירמה צריך להיות הון התחלתי מספיק (סעיף 12).
- לפירמה צריכים להיות נהלים פנימיים על מנת להבטיח את הדברים הבאים (סעיף 13):
 - ציות של ההנהלה וצוות העובדים ל-MiFID.
 - מניעה של ניגוד אינטרסים.
 - מערכות ומשאבים מתאימים על מנת לספק שירותי השקעה רציפים וקבועים.
 - כאשר מבצעים מיקור חוץ של פונקציות קריטיות, שלא מתהווה סיכון תפעולי נוסף מוגזם.
 - נוהלי חשבונאות מתאימים, נוהלי הערכת סיכונים טובים, נוהלי בקרה פנימית טובים.
 - שמירה על רישום של כל השירותים והעסקאות.
 - סידורים מתאימים להחזקה של נכסים ומזומנים של לקוחות.16

ב. ארצות הברית

הסדרת תעשיית ניירות ערך בארה"ב נמצאת באחריות ה-SEC (Securities Exchange Commission). המקור העיקרי להסדרת קסטודי בארה"ב הוא תקנה (rule) 17f של ה- Investment Company Act 1940. תקנה (rule) 17f(a)(1) מכילה את הדרישה שחברת ניהול ההשקעות הרשומה (להלן: "חברת השקעות") רשאית להפקיד את ניירות הערך שלה ולהחזיקם רק אצל ישויות מורשות מסוימות הכפופות לפיקוח ולהשגחה רגולטוריים, בעיקר בנק או חבר בבורסת ניירות ערך לאומית.¹⁷

מקור נוסף לרגולציה על שירותי קסטודי הינו תקנה (Rule) 206(4)-2 של ה- Investment Advisers Act 1940. כלל זה תוקן באופן משמעותי עקב פרשת מיידוף ופרשות דומות בארה"ב וחל על יועצי השקאות שאחראים על קסטודי של נכסי לקוחותיהם.

תקנות אלו נלקחו על ידי הוועדה כנקודת ההשוואה והמחקר הטובה ביותר לצורך הבנה של הפרמטרים של רגולציה של שירותי קסטודי בארה"ב. תקנה (f) 17 הינו המקום העיקרי ברגולציה בארה"ב שבה ניתן

הבהירה נקודה זו ופרסמה הוראות שפירושו ש-MiFID אינו חל על פירמה שברצונה לספק שירותים נוספים במדינת האם שלה בלבד. במקרה כזה, רגולטורים לאומיים רשאים לקבוע באופן עצמאי את דרישות ההרשאה שיחולו (כמו גם, באופן כללי, את כללי הקסטודי). בפועל, שוקי האיחוד האירופי העיקריים כופים דרישות דומות או פשוט מחילים את תקנות ה-MiFID על קסטודיאנס שהינם פעילים רק בתחום השיפוט שלהם.

¹⁶ אלה הם סעיפים 13(7) ו-8 המצוטטים בעמוד 11 לעיל.

¹⁷ בעוד שתקנה (rule) 17f מציעה מערכת קוהרנטית של רגולציה של תחום קסטודי, יש להזכיר שהיא מתייחסת ספציפית להחזקה של נכסים של קרנות השקעה (כגון קרנות נאמנות) ולפיכך ניתן לצפות כי הרגולציה תיטה לגישה זהירה ומחמירה יותר הודות להעדפה הכללית שנוקטים משקיעים קמעונאיים כלפי קרנות כגון אלה.

למצוא מסגרת שיטתית של רגולציה העוסקת ספציפית בשירותי קסטודי. תקנה 2(4)-206 מוסיף כמה נקודות חשובות בנוגע לבדיקות הרישומים של הקסטודיאן והמתווך (היועץ בהקשר זה).

שירותי משמורת מקומיים

תקנה (Rule) 17f-1 כוללת את הכללים הבסיסיים החלים על הפקדה והחזקה של ניירות ערך על ידי חברות השקעות אצל חברים בבורסות ניירות הערך הלאומיות (כלומר, ברוקרים וסוחרים הזכאים להוציא לפועל עסקאות בבורסה).¹⁸

הדרישות העיקריות של תקנה (rule) 17f-1 הם כדלהלן:

- אין להפקיד או להחזיק ניירות ערך אצל חברים בבורסה אלא אם כן הדבר נעשה בהתאם לחוזה בכתב שאושר על ידי רוב חברי הדירקטוריון של חברת ההשקעות, אשר יאושרר בידי הדירקטוריון פעם בשנה.
- יש להחזיק ניירות ערך בהתאם לדרישות הבאות, ואת אלה יש להבטיח בחוזה עם הקסטודיאן:
 - יש להפריד בכל עת בין ניירות הערך והשקעות דומות המוחזקים בקסטודי לבין ניירות הערך וההשקעות של אדם אחר כלשהו ויש לסמנם בדרך שתזהה אותם בבירור כרכוש של חברת ההשקעות בספריו של הקסטודיאן.
 - לקסטודיאן לא יהיו כל זכות או סמכות להמחות, למשכן, להבטיח או לממש בכל דרך ניירות ערך כלשהם, למעט בהתאם להוראה של חברת ההשקעות.
 - ניירות ערך לא יהיו כפופים לשיעבוד או לחיוב מכל סוג שהוא לטובת הקסטודיאן או נושים או גורמים כלשהם שלהם תביעות כלשהן כלפי הקסטודיאן או באמצעותו.
 - קיומם של ניירות ערך ונכסי ההשקעה יאומתו על ידי בדיקה תקופתית שנתית או חצי שנתית על ידי רואה חשבון בלתי תלוי מטעם חברת ההשקעות, וייבחנו על ידי רואה חשבון לפחות עוד פעם אחת במהלך כל שנת כספים, במועד שייבחר על ידי רואה החשבון. אישור מטעם רואה חשבון המצהיר שנערכה בדיקת הנכסים והמתאר את המהות וההיקף של בדיקה זו, יועבר ל-SEC מייד לאחר כל בדיקה.
 - ניירות ערך יהיו ונכסי השקעה יהיו נתונים בכל עת לבדיקה על ידי ה-SEC באמצעות עובדיו או סוכניו.

קסטודי מחוץ לארה"ב

תקנה (Rule) 17f-1 גם קובעת דרישות ביחס לניירות ערך המוחזקים אצל קסטודיאנס מחוץ לארה"ב. הללו נכללים בעיקר בתקנה (rule) 17f-5 ומתמצתים להלן:

¹⁸ מצב זה הוא המקביל ביותר למצב בישראל שבו משקיע מקומי רכש ניירות ערך בבורסה בתל אביב והללו מוחזקים בקסטודי על ידי חבר במסלוקת הבורסה.

חברת השקעות רשאית להפקיד ולהחזיק בעצמה את ההשקעות שלה בשווקים זרים אצל קסטודיאן מחוץ לארה"ב, או רשאית להתיר לנותן שירות בארה"ב (לדוגמה, בנק או יועץ השקעות) להסדיר קסטודי שכזה מחוץ לארה"ב. על חברת ההשקעות או נותן השירות שלה (תלוי מי מהם נוטל על עצמו אחריות זו) לוודא ששירותי קסטודי של השקעות מחוץ לארצות הברית ממלאים אחר הדרישות שלהלן:

- הקסטודיאן הזר חייב להיות (1) בנק או חברת נאמנות המצויה תחת פיקוח בתחום השיפוט הזר; או - (2) חברה בת בשליטה של בנק אמריקאי או חברת אחזקות של בנק אמריקאי.
- יש לנקוט בזהירות ראויה ביחס להשקעות הזרות מחוץ לארצות הברית. בכלל זה יש לבחון את כל הגורמים הרלוונטיים, לרבות:
 - דפוסי הפעילות של הקסטודיאן הזר, נוהליו והבקורות הפנימיים, לרבות, שיטת הרישום של רשומות קסטודי ודפוסי אבטחת המידע;
 - האם לקסטודיאן הזר יש את הכוח הפיננסי הנדרש על מנת לספק הגנה ראויה להשקעות זרות;
 - המוניטין והמעמד הכלליים של הקסטודיאן הזר; וכן
 - האם לחברת ההשקעות יש סמכות שיפוטית כלפי הקסטודיאן הזר והאם היא מסוגלת לאכוף החלטות משפטיות כנגד הקסטודיאן הזר, כגון מתוקף קיומם של משרדים בארצות הברית או הסכמה להמצאת כתבי דין בארצות הברית.
- ההסדר עם הקסטודיאן הזר חייב להיות מוסדר בחוזה כתוב שחברת ההשקעות או ספק השירות האחראי להסדיר קסטודי גלובלי קבעו כי הוא מספק ומבטיח הגנה ראויה. על החוזה לכלול את ההוראות הבאות:
 - שיפוי של הסדרי ביטוח שיגנו כראוי על חברת ההשקעה כנגד סיכון של הפסד ההשקעות הזרות;
 - קביעה כי ההשקעות בשוק הזר לא ישמשו את הקסטודיאן הזר או את נושיו על מנת לממש זכות חיוב, שיעבוד או תביעה או זכות כלשהם, מכל סוג שהוא, למעט תביעה לתשלום עבור שירותי קסטודי או ניהול. ביחס להפקדות במזומן, החוזה יכלול קביעה כי ההשקעות בשוק הזר לא ישמשו את הקסטודיאן הזר לצורך שעבודים או זכויות לטובת נושים של הקסטודיאן הנובעים במקרה של פשיטת רגל, חוסר נזילות או חוקים דומים;
 - הבטחה כי הבעלות בנכסים בשוק הזר תהא ניתנת להעברה חנם באופן חופשי וללא תשלום, למעט תשלום תמורת שירות קסטודי או ניהול;
 - הבטחת שמירת רישומים מתאימים המזהים את ההשקעות הזרות בשוק הזר כשייכות לחברת ההשקעות או כמוחזקות על ידי צד שלישי לטובת חברת ההשקעות;
 - קביעה כי רואי החשבון הבלתי תלויים של חברת ההשקעות יקבלו גישה לאותם רישומים או אישור על תוכנם של הרישומים; וכן
 - הבטחה כי חברת ההשקעות תקבל דוחות תקופתיים בנוגע למשמורת על ההשקעות בשוק הזר, לרבות, הודעה על העברה כלשהי אל חשבון חברת ההשקעות או ממנו או אל חשבון של צד שלישי המכיל נכסים המוחזקים לטובת חברת ההשקעות, או ממנו.
- במקום המפורט לעיל, בחלקו או במלואו, החוזה יכול שיכיל הוראות שונות, אם בהערכה כוללת החוזה מספק את אותה רמת זהירות או גבוהה ממנה בנוגע להגנה על ההשקעות בשוק הזר..
- על חברת ההשקעות או ספק השירותים המקומי שלה להקים מערכת שמחוייבת לבצע את המפורט להלן -
 - ביקורת לגבי נאותות השמירה על השקעות בשוק הזר אצל קסטודיאן זר מסוים

- ביוקרת לגבי ביצוע ויישום החוזה עם הקסטודיאן הזר.
- אם הסדר עם קסטודיאן זר אינו מקיים עוד את הדרישות דלעיל, על חברת ההשקעות למשוך את ההשקעות הזרות מן הקסטודיאן הזר בהקדם האפשרי הסביר.

מסלוקות זרות

תקנה (Rule) 17f-1 עוסקת בסוגיה של הסיכון הכרוך במסלוקות בתחומי השיפוט הזרים. ביחס לכך יש לבחון, מלבד הקסטודיאן הזר, גם את המסלקה שבה הקסטודיאן הזר מחזיק את פיקדון ניירות הערך שלו.¹⁹

הדרישה הרגולטורית הבסיסית היא שעל הסדרי קסטודי לספק "אמצעי הגנה סבירים כנגד סיכון הקסטודי הכרוך בהחזקה של נכסים" במסלקה זרה. דרישה זו כוללת את המפורט להלן:

- על הקסטודיאן שאיתו התקשרה חברת ההשקעות האמריקאית לשם מתן שירותי קסטודי (מוגדר כ"קסטודיאן ראשוני" בתקנה (Rule)) לספק ניתוח של סיכונים הקסטודי בהפקדת ניירות ערך במסלקה זרה.
- על החוזה בין חברת ההשקעות לבין הקסטודיאן הראשוני לכלול דרישה כי הקסטודיאן יבחן באופן תקופתי את את הסיכונים בכרוכים בפעילות מול המסלקה הזרה ויודיע לחברת ההשקעות על כל שינוי בהיקף החשיפה לסיכונים אלה.
- אם הסדר הקסטודי חדל לספק את אמצעי ההגנה המוזכרים לעיל, יש למשוך את ניירות הערך מן המסלקה הזרה בהקדם האפשרי הסביר.

יועצי השקעות²⁰

פרשת מיידוף ותרמיות פונזי נוספות שנחשפו במהלך ובעקבות המשבר הפיננסי בשוק האמריקאי, הביאו את ה- SEC להחמרה משמעותית ביותר בדרישות המוטלות על יועצי השקעות על פי ה- Investment Advisers Act בכל הנוגע למשמורת על נכסי לקוחות. הנושאים העיקריים שתוקנו הם רמת הפיקוח של ה- SEC, רמת הדיווח ללקוחות והוספת דירושתי ביקורת נרחבות של רואה חשבון בלתי תלוי על יועץ ההשקעות.

הכללים החדשים כלולים בתיקון שאומץ לאחרונה ביחס לתקנה (rule) 206(4) שכותרתו "Custody of Funds or Securities of Clients by Investment Advisers".

עיקרי השינויים שהתקבלו בעקבות התיקון הינם:

- יועץ השקעות שבאחריותו לדאוג גם למשמורת על נכסי לקוחותיו חייב לוודא כי הללו מוחזקים בחשבונות נפרדים אצל מי שהוא qualified custodian. בכלל מונח זה נכללים: בנק, ברוקר דיילר

¹⁹ בישראל מדובר במסלוקת הבורסה בתל אביב.

²⁰ המונח יועץ השקעות בחקיקה האמריקאית הוא רחב יותר מהמונח המקביל בישראל וכולל גם את מי שבישראל מקובל להגדיר "מנהל תיקים".

- מורשה, או מוסד פיננסי זר העוסק דרך קבע במשמורת על נכסים פיננסיים עבור לקוחות, בתנאי שהנ"ל מפריד בין נכסי הלקוחות לנכסיו שלו.
- יועץ השקעות חייב להודיע ללקוחותיו על שם המקום או המוסד שבו נשמרים הנכסים, כתובת המוסד והאופן שבו הנכסים והמזומנים נשמרים.
 - בעת משלוח דו"ח מצב חשבון ללקוח, יועץ השקעות חייב לכלול הודעה המציעה ומפצירה בלקוח להשוות את הדו"ח שהוא מקבל מיועץ ההשקעות לדו"ח המתקבל ישירות מהקסטודיאן.
 - יועץ ההשקעות חייב לוודא כי הקסטודיאן שולח ללקוח דו"ח על מצב החשבון שלו לפחות פעם ברבעון.
 - רואה חשבון חיצוני בלתי תלוי חייב לבצע בדיקה לפחות פעם בשנה שבמסגרתה יאמת את רישומי יועץ ההשקעות לאחזקה והמשמורת בפועל של הנכסים. חוזה ההתקשרות בין יועץ ההשקעות לבין המבקר החיצוני יעניק יחייב את רואה החשבון לבצע את הבדיקה והאימות ללא התראה מוקדמת ובמועדים משתנים בלתי קבועים במהלך השנה.
 - רואה החשבון שביצע בדיקה כאמור מחוייב לשלוח דו"ח בדיקה ל- SEC תוך 120 יום לאחר הבדיקה ולדווח בה על מהות הבדיקה. אם התגלתה אי התאמה במהלך הבדיקה הוא חייב לדווח עליה ל- SEC בתוך יום אחד בלבד. אם הוחלט על סיום הקשר בין רואה החשבון ליועץ ההשקעות הוא מחייב לדווח על כך ל- SEC תוך 4 ימים תוך פירוט סיבת סיום ההתקשרות וכל עניין מהותי הנוגע לכך.
 - כאשר יועץ ההשקעות הוא הקסטודיאן (למשל – במקרים של ברוקר דילר) או כאשר יועץ ההשקעות והקסטודיאן הם צדדים קשורים (למשל – הם שייכים לאותה קבוצת אחזקות) רואה החשבון החיצוני חייב להיות רואה חשבון המבוקר על ידי ה- PCAOB.

השאלת ניירות ערך

- ה-OCC קבע את הדרישות שבנקים שהינם קסטודיאנס ימלאו בהקשר לעסקאות שבהן הם מלווים ניירות ערך שהם מחזיקים תחת קסטודי עבור לקוחות.²¹ הנקודות העיקריות הן כדלהלן:
- על המדיניות של הקסטודיאן בנוגע להשאלת ניירות ערך להיות מאושרת על ידי הדירקטוריון שלו.
 - יש להשלים הסכמים כתובים עם כל הלקוחות בנוגע להשאלה של ניירות הערך שלהם על ידי הקסטודיאן לפני התקשרות בעסקאות השאלה.
 - על הסכמים כתובים אלה לקבוע בבירור את החובות והאחריות של הבנק כסוכן ההשאלות של הלקוח. לכל הפחות, על ההסכם להתייחס לסוגיות הבאות -
 - סוגים מקובלים של בטוחות ודרישות מזומנים;
 - השקעה מחדש של בטוחות במזומן;
 - מחירון;
 - אישור לוויים;
 - שיפוי, אם קיים;²²

²¹ ראה את פרסום ה-OCC Custody Services – Comptroller's Handbook, שאותו ניתן למצוא ב- <http://www.occ.treas.gov/handbook/custodyservice.pdf>. למרות שה-OCC עוסק בעיקר בפיקוח על היציבות הפיננסית של בנקים, המסמך מכיל הוראות שתכליתן לוודא שבנקים יצייתו למחויבויות הרגולטוריות שלהם גם בהקשרים נוספים.

- סיום השאלה; וכן
- אירועי כשל פירעון.
- יש לסנן לווים על בסיס הלימות ההון שלהם, מצבם הכספי, המוניטין ופרופיל הסיכון הכללי שלהם.²³

²² בנוגע לזכות שיפוי - יודגש כי ה-OCC קובע ש"נהוג שבנקים יציעו שיפוי כנגד כשל פרעון של מלווה" בעוד ש"שיפוי כנגד סוגים אחרים של סיכון, כמו סיכון סילוק, נהוג פחות". לפיכך, סוגיה זו אינה דרישה רגולטורית בארה"ב ומותרים אותה ליחסים החוזיים בין הצדדים ולדפוס הפעילות הסטנדרטי הנהוג בשוק.

²³ הדבר מוצג כהגנה כנגד סיכון המוניטין לקסטודיאן אם הלווה כשל בפירעון, אולם הדבר גם רלבנטי גם כאמצעי להפחתת הסיכון ללקוח של הקסטודיאן במונחים של הקטנת הסבירות שהלווה לא ישיב את ניירות הערך של הלקוח.

4. קסטודי בישראל

בפרק זה נעסוק בסקירת הפרקטיקות הנוהגות בשירותי קסטודי בשוק ההון הישראלי הן ביחס לניירות ערך מקומיים והן ביחס לניירות ערך זרים המוחזקים עבור משקיעים ישראלים. בהמשך נתאר את רמת ההסדרה הקיימת ביחס לקסטודי בישראל.

נדגיש כבר עתה כי ממיפוי הרגולציה המקומית וכן ממפגשים שקיימה הוועדה עם נציגי השוק, עולה כי פעילות הקסטודי בארץ איננה מוסדרת באופן מספק בחקיקה ראשית או משנית, וכי העדר ההסדרה יוצר פתח לשונות בטיב השירותים הניתנים למשקיעים בישראל בתחום זה. הדבר נכון הן לגבי ניירות ערך ישראלים (בבעלות משקיעים ישראלים וזרים) והן לגבי ניירות ערך זרים בבעלות משקיעים ישראלים. החוסר בהסדרת תחום פעילות הקסטודי עלול להביא לכך שמשקיעים חשופים לאפשרות שהשירות ניתן להם ללא הגנות בסיסיות.

א. הפרקטיקה הנוהגת בשוק

ניירות ערך הנסחרים בבורסה בתל אביב

כללי - המסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ("להלן - "הבורסה") מוגבל לחברי בורסה. לפיכך, לקוח המעוניין לסחור בניירות ערך, חייב לבצע את העסקה באמצעות חבר בורסה. חבר בורסה שאינו חבר מסלקת הבורסה רשאי להשתתף במסחר בבורסה כפוף לכך שערך הסדרים לסליקת עסקאותיו עם חבר מסלקת הבורסה. בבורסה חברים כיום 28 חברים, אשר מתוכם 22 הינם חברים במסלקת הבורסה.

סליקת ניירות הערך הנסחרים בבורסה מתבצעת על ידי מסלקת הבורסה לניירות ערך בתל - אביב בע"מ ("להלן - "מסלקת הבורסה" או "המסלקה"), כאשר סליקת המלאי מתבצעת במסלקה ואילו הסליקה הכספית הנובעת מסליקת המלאי, מתבצעת בבנק ישראל, על פי הוראות המסלקה. לפיכך, חבר מסלקה שאינו בנק, חייב להתקשר עם חבר מסלקה שהינו בנק על מנת לסלוק באמצעותו את הסליקה הכספית שלו. כיום, 12 חברים מבין חברי מסלקת הבורסה הינם בנקים (ובכלל זה בנק ישראל).

חבר מסלקה חייב להיות חבר בורסה. חברי הבורסה וחברי המסלקה כפופים לתקנון הבורסה ולהנחיות על פיו ("להלן - "תקנון הבורסה"), וכן לחוקי העזר של מסלקת הבורסה ("להלן - "חוקי העזר").

חוקי העזר כוללים, בין היתר, הוראות בדבר רישום ניירות ערך במסלקה, ניהול חשבונות המלאי של החבר במסלקה, סליקת המלאי, הסליקה הכספית והטיפול באירועי חברה (מימוש זכויות הנלוות לניירות ערך).

להלן מפורטים עיקרי הדברים הרלבנטיים לדו"ח זה, אשר מעוגנים בהוראות הקבועות בחלק ב' של חוקי העזר.

כפי שצוין לעיל, על חברי הבורסה חלות גם הוראות תקנון הבורסה. התייחסות להוראות אלה ככל שהן רלבנטיות לדו"ח זה, מופיעה בהמשך בנפרד.

רישום ניירות ערך במסלוקת הבורסה - כל ניירות הערך של חברה הנסחרים בבורסה, רשומים בספריה על שם אחת מארבע החברות לרישומים, אשר הינן חברות בת של בנקים חברי מסלוקה²⁴.

כאשר חברה לרישומים מקבלת תעודת נייר ערך או מכתב הקצאה שהוצאו על שמה, עליה להפקיד את תעודת נייר הערך או את מכתב ההקצאה כאמור, בבנק מרכז (בנק חבר מסלוקה המרכז החוקת ניירות ערך הרשומים על שם חברה לרישומים), ולרשום בספריה את ניירות הערך לזכות המסלוקה. על החברה לרישומים להעביר למסלוקה "הוראת הפקדה" בגין ניירות הערך האמורים, לזכות חבר מסלוקה או מספר חברי מסלוקה.

בהתאם לחוקי העזר, הבנק המרכז והחברה לרישומים פועלים כנאמנים עבור המסלוקה, ומחוייבים לקיים את חוקי העזר.

עם קבלתה של הוראת ההפקדה מהחברה לרישומים, רושמת המסלוקה את ניירות הערך לזכות חשבון המלאי המתנהל במסלוקה על שם חבר המסלוקה, הזכאי לניירות הערך, על פי הודעת החברה לרישומים (פרק ג' לחלק ב' של חוקי העזר).

בהתאם לחוקי העזר, ניירות הערך של לקוחות חבר מסלוקה (וכן של לקוחותיו של חבר בורסה שאינו חבר מסלוקה הסולק באמצעות חבר המסלוקה), נרשמים במסלוקה על שם חבר המסלוקה, המשמש כנאמן ללקוחותיו. החבר אינו רשאי לשעבד את ניירות הערך של הלקוח אלא אך ורק בגין אשראי או שירות שמותר לחבר לתת ללקוח וכן אינו רשאי לגרוע בדרך כלשהי מזכויות לקוחותיו (פרק ב' לחלק ב' של חוקי העזר).

ניהול חשבונות המלאי של החבר במסלוקה - חשבון המלאי של חבר מסלוקה מנוהל במסלוקה. את חשבון המלאי חייב החבר להפריד לחשבונות משנה - חשבון משנה נפרד לפעילות החבר עבור לקוחותיו וחשבון משנה נפרד לפעילות הנוסטרו של החבר (פרק ד' לחלק ב' של חוקי העזר).

חבר בורסה שאינו חבר מסלוקה (להלן - "חבש"ח") אינו מנהל כאמור חשבונות במסלוקה ולכן הוא חייב להתקשר בהסכם סליקה עם חבר מסלוקה. חבר המסלוקה אחראי כלפי המסלוקה לסליקת כל עסקאותיו של החבש"ח עימו יש לו הסכם סליקה (פרק א' לחלק ב' של חוקי העזר).

כפי שיפורט בהמשך, חבר בורסה שאינו חבר מסלוקה, חייב מכוח הוראות תקנון הבורסה להפריד את נכסיו מנכסי לקוחותיו ונכסי הלקוחות צריכים להיות מוחזקים בחשבון נפרד עבור כל לקוח. כן חייב חבר המנהל תיקי ניירות ערך של לקוחות אצל חברים אחרים להודיע לבורסה בכתב מיהם חברי הבורסה אצלם הוא פועל ולערוך מעקב אחר הפעולות בחשבון ותיעוד שלהן. התייחסות להוראות תקנון הבורסה ככל שהן רלבנטיות לדו"ח זה, מופיעה בהמשך בנפרד.

²⁴ כפי שצוין לעיל, המסלוקה מחזיקה מניות שנסחרות בבורסה תל אביב, של חברות דואליות הנסחרות גם בארה"ב, בחשבון הרשום על שם המסלוקה ב - The Depository Trust Company (להלן DTC). שר האוצר, בתוקף סמכותו לפי סעיף 1 לחוק ניירות ערך, קבע כי לענין מניות המוחזקות לזכות המסלוקה בחשבון הרשום על שמה ב - DTC, החברה שעל שמה רשומות אותן מניות במרשם בעלי מניות בארצות הברית, אשר פועלת מטעם ה-DTC, היא חברה לרישומים (פרק ט"ו לחלק ב' של חוקי העזר).

סליקת מלאי וסליקה כספית - הליך הסליקה (מלאי וכסף) מעוגן בחוקי העזר של המסלקה (פרק ה' ופרק ו' לחלק ב' של חוקי העזר), ועיקריו נזכרים להלן.

כל פעולה במלאי מתבטאת בשינוי הרישום בחשבון המלאי של החבר במסלקה. לדוגמא אם לקוח של חבר א' מכר בעסקה בבורסה נייר ערך ללקוח של חבר ב', תחייב המסלקה את חשבון המלאי שמנהל חבר א' עבור לקוחותיו ותזכה במקביל את חשבון המלאי שמנהל חבר ב' עבור לקוחותיו.

כל הזיכויים והחייבים במלאי נעשים על ידי רישום בלבד (book entry).

הסליקה הכספית של חבר מסלקה שהינו בנק מתבצעת על ידי חיוב וזיכוי חשבוננו של החבר בבנק ישראל, על פי הוראת המסלקה.

כפי שכבר צוין, כיוון שרק לבנקים יש חשבונות בבנק ישראל, חייב כל חבר מסלקה שאינו בנק (להלן - "חמש"ב") להתקשר בהסכם עם חבר מסלקה שהינו בנק, ולבצע באמצעותו את הסליקה הכספית בבנק ישראל.

המסלקה מדווחת לחברים בסוף כל יום עסקים, אילו פעולות בוצעו בחשבונות המלאי שלהם במסלקה, ומהי היתרה העומדת לזכותם בכל אחד מניירות הערך הרשומים במסלקה.

על החבר לבדוק שהנתונים המופיעים בכל דיווח נכונים, עליו להודיע למסלקה על כל נתון שאינו תואם את המידע שבידו, ולדאוג לשינויו או להשלמתו, במידת הצורך.

טיפול באירועי חברה - כחלק מהשירותים הניתנים על ידה לחבריה, מטפלת המסלקה באירועי חברה שונים.

כל הזכויות, בשל ניירות הערך הרשומים לזכות המסלקה בחברה לרישומים, כמפורט לעיל, נסלקות באמצעות המסלקה.

חבר מסלקה אשר מזוכה בזכות כלשהי בשל נייר ערך הרשום לזכותו במסלקה, מחוייב להעבירה ללקוח הזכאי לה.

ההליכים הקשורים בטיפול באירועי חברה שונים, לרבות החובות הולדות על חברי הבורסה מול לקוחותיהם, מפורטים בפרק ט' לחלק ב' של חוקי העזר.

משקיעים זרים בישראל

משקיעים זרים יכולים לפעול בשוק המקומי בשתי דרכים: באופן ישיר דרך גופים מקומיים (שאו התיאור לעיל הוא התיאור הרלבנטי), או באמצעות קסטודיאנס גלובליים. הללו נוכחים בשוק הישראלי באמצעות השימוש בגופים ישראלים – בעיקר בנקים ישראלים המעניקים שירותי קסטודי כתת-קסטודיאנס בישראל.

כאשר משקיעים מחוץ לישראל פועלים באלטרנטיבה השניה, הרי שברוב המקרים יפעלו באמצעות הבורקרים המקומיים שלהם, אשר ייכנסו להסכם עם קסטודיאן בישראל או יפנו לקסטודיאן גלובלי.

קסטודיאן גלובלי זה ייכנס להסדר תת-קסטודי עם אחד מן הבנקים הישראליים או, לחילופין, עשוי להיות חבר בבורסה בתל אביב ובמסלוקת הבורסה ולפיכך יוכל לפעול בשוק במישרין.

בשל ההיקפים הגדולים של ניירות ערך המוחזקים בישראל על ידי קסטודיאנס זרים וגלובליים בשם לקוחותיהם הלא ישראליים, ניכרת השפעה גוברת של קסטודיאנס גלובליים על הסטנדרט של שירותי הקסטודי המסופקים על ידי התת-קסטודיאנס הישראליים שלהם. על הקסטודיאנס הגלובליים לוודא שהתת-קסטודיאנס בישראל עומדים בסטנדרטים הנדרשים, זאת על מנת לציית לרגולציה שאליה הם כפופים בתחומי השיפוט שלהם (ראה לעיל- הפרק הקודם). הקאסטודיאנס הגלובליים מבצעים מעת לעת הערכות לשירותים הניתנים על ידי הבנקים המקומיים, על מנת שיתאימו לדרישות הרגולציה המחייבות את הקאסטודיאנס בחו"ל.

מסיבות מסחריות ברורות, הקסטודיאנס הישראליים נאלצו לציית לסטנדרטים הללו של שווקים מפותחים על מנת לשמר את הקשר העסקי עם הקסטודיאנס הגלובליים.

באופן כללי, ניתן לומר שבנקים ישראליים הצליחו להעלות את הסטנדרטים של הקסטודי בישראל במהלך עשר עד חמש עשרה השנים האחרונות על מנת לעמוד בסטנדרטים הנדרשים על ידי קסטודיאנס גלובליים. על ידי כך, הם איפשרו את רוב ההשקעה הזרה בבורסה בתל אביב.

מאידך, יש להדגיש כי לנוכח העדר רגולציה על שירותי קסטודי בישראל, הקסטודיאנס הזרים נדרשים לבדיקה והערכה מתמדת לגבי איכות השירות המקומי, על מנת להצדיק המשך התקשרות עם גוף מקומי. ברור כי לו היתה הסדרה ברורה ומקיפה של תחום שירותי הקסטודי בישראל, הדבר היה מגביר את בטחון ההשקעה של זרים בישראל, ומגדיל את האטרקטיביות של השוק המקומי.

משקיעים ישראליים בחו"ל

משקיעים ישראליים פועלים בחו"ל בכמה אופנים:

- התקשרות עם ברוקר ישראלי (בנק או שאינו בנק) לרכוש ניירות ערך בשוק מחוץ לישראל אשר מקושר עם קסטודיאן גלובלי.
- התקשרות עם ברוקר ישראלי המקושר לברוקר זר אך שאינו מקושר עם קסטודיאן גלובלי.
- התקשרות ישירה עם קסטודיאן גלובלי.

במסגרת מיפוי השוק הישראלי הועדה מצאה כי מרבית המשקיעים המוסדיים בישראל אינם נוהגים להתקשר עם קסטודיאן גלובלי באופן ישיר (למעשה – למעט גוף אחד, אף גוף מוסדי לא התקשר עם קסטודיאן גלובלי). גופים שונים העידו בפני הוועדה כי הם פועלים בחו"ל באמצעות ברוקרים רבים, אשר מספקים גם את שירותי הקסטודי, ללא הסדר אחיד. ההסבר היה העובדה שהתקשרות עם קסטודיאן גלובלי כרוכה בהוצאה כספית נוספת, וכן שיש חסמי כניסה של גודל להתקשרות כזו (לדוגמה, 250 מ' דולר שווי שוק).

בהקשר זה הוועדה נתקלה במספר מקרים שהעידו על כך שרמת שירותי הקסטודי בגין השקעה של משקיעים ישראליים בחו"ל אינה אופטימלית. כך למשל, באחד המקרים, ברוקר ישראלי פעל עבור גוף

מוסדי במדינה באסיה והשקיע עבור הגוף בנייר ערך מקומי, ללא הסדרת שירותי קסטודי נפרדים. התברר כי בשל אי ההפרדה כאמור, היה כשל בהעברת דיבידנד ללקוח שהיה זכאי לכך (הגוף המוסדי) במשך 3 שנים.

בנוסף התברר כי ערב קריסת בנק ההשקעות בר סטרנס, מספר גופים מוסדיים מקומיים החזיקו אחזקות בניירות ערך באמצעות ברוקר זה, וערב קריסתו נעשה מאמץ לחלץ את האחזקות. לועדה דווח כי במהלך הניסיון לחלץ את האחזקות התברר כי לנוכח העובדה שלא מדובר בגוף המתמחה בשירותי קסטודי אלא בשירותי מסחר היה קושך רב בתהליך שחרור האחזקות הללו. ארוע זה המחיש את הסיכון הכרוך בהשקעה שאיננה מסדירה באופן ברור את נושא המשמורת.

ב. הרגולציה הקיימת בישראל

דרישות הבורסה לניירות ערך בתל אביב:

כללי - הוראות תקנון הבורסה או ההנחיות על פיו (להלן - "תקנון הבורסה") כוללות, בין היתר, הוראות בדבר תנאי כשירות ונוהל קבלת חברים, חובות חברי הבורסה כלפי הבורסה, כללי התנהגות של חברי הבורסה כלפי לקוחותיהם ופיקוח ובקרה על קיום הוראות תקנון הבורסה על ידי חבריה.

עיקרי הדברים הרלבנטיים לדו"ח זה, אשר מעוגנים בחלק הראשון של תקנון הבורסה מפורטים להלן. לצורך זה מובאת בתמצית התייחסות להוראות תקנון הבורסה המסדירות את כללי ההתנהגות של חברי הבורסה בכל הקשור למשמורת של ניירות ערך ולהוראות המסדירות את תנאי הכשירות לחברות בבורסה. חלק מההוראות המפורטות להלן חלות רק על חברי בורסה שאינם בנקים. בכל מקום שבו חלה הוראה רק על חבר בורסה שאינו בנק (להלן "חש"ב"), מצוין הדבר במפורש.

להלן הוראות תקנון הבורסה בכל הקשור למשמורת של ניירות ערך:

- חבר הבורסה יחזיק בנכסי לקוחו בנאמנות עבור הלקוח (פרק ה' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חבר הבורסה ינהל חשבון נפרד לכל לקוח (פרק ה' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חבר הבורסה יחזיק את נכסיו, הן אלה שנסחרים בישראל והן אלה שנסחרים מחוץ לישראל, בנפרד מנכסי לקוחותיו (פרק ה' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חש"ב חייב להחזיק את יתרות המזומן של הלקוח בחשבון נאמנות לקוחות בתאגיד בנקאי, בנפרד מחשבונו העצמי (פרק ה' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חש"ב לא ילווה את יתרות המזומנים של לקוחו ולא ישעבדן לטובת צד שלישי. (פרק ה' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חש"ב חייב שיהיו ברשותו מנגנון, אמצעים טכניים וכוח אדם מקצועי המאפשרים לו בין השאר, לקיים את חובותיו כלפי לקוחותיו (פרק א' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).

- ההתקשרות בין חבר הבורסה לבין לקוחו חייבת להיות בכתב, והיא חייבת לכלול הוראות לעניין החזקת ניירות הערך של הלקוח ברשות החבר, הוראות לעניין ניהול החשבון הכספי של הלקוח, פרטים לעניין סוגי השירותים השונים שיקבל הלקוח מחבר הבורסה, כגון: ביצוע הוראות קניה ומכירה שינתנו לחבר על ידי הלקוח, שירותי יעוץ וניהול התיק על-פי שיקול דעת חבר הבורסה, לפי הענין, ופרטים לעניין סוגי המכשירים הפיננסיים השונים לגביהם מבקש הלקוח לקבל שירותים מהחבר (פרק ה' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חש"ב חייב לשלוח הודעה בכתב על פעולה שבוצעה עבור הלקוח, וכן לשלוח ללקוחו דין וחשבון על רשימת ניירות הערך המוחזקים בחשבונו של הלקוח ועל היתרה בחשבונו (פרק ה' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חבר המנהל תיקי ניירות ערך של לקוחות אצל חברים אחרים חייב להודיע לבורסה בכתב מיהם חברי הבורסה אצלם הוא פועל ולנהל תיעוד של הפקודות והפעולות שבוצעו בחשבון הלקוח המנוהל אצל חבר אחר, אשר יאפשרו מעקב אחר הפקודות והפעולות בחשבון. כמו כן יגרום החבר המנהל את תיקי ניירות הערך לכך שבמסמכי ההתקשרות של החבר האחר עם הלקוח תצוין העובדה שהחשבון מנוהל על ידו (פרק ה' להנחיות לפי החלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חש"ב חייב לבצע התאמות בין מלאי ניירות הערך והנכסים הפיננסיים שלו ושל לקוחותיו, שמופיעים בספריו, לבין מלאי ניירות הערך והנכסים הפיננסיים כאמור, הרשומים לזכותו או לחובתו, אצל ברוקרים אחרים, במסלקות, בתאגידי בנקאיים, או אצל כל גורם אחר (פרק ה' להנחיות לפי החלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חש"ב חייב לנהל מערכת חשבונות שתכלול מערכת חשבונות לקוחות אשר תאפשר מעקב אחר כל רישום למקורותיו. עדכון חשבונות הלקוח יבוצע מדי יום לאחר תום המסחר בבורסה. מערכת החשבונות תפיק דו"חות תנועה מיידיים ללקוחות על פעילותם ודו"חות חודשיים על יתרותיהם.
- מערכת חשבונות לקוחות תכלול, בין היתר, רשימת מנהלי תיקים, כאשר לכל מנהל תיקים יוקצה מספר מזהה, וכן תיעוד ודו"חות שונים ממוינים לפי נייר ערך ולפי לקוח, כגון, דו"ח תנועה יומי, דו"ח תנועה בריכוז חודשי, דו"ח ריכוז הוראות וביצועים יומי, דו"ח יתרות יומי, דו"ח תשואה רבעוני, דו"ח יומי של יתרות מכירות בחסר, דו"ח יומי של אשראי שניתן ללקוח וכן דו"ח יומי של אשראי שניתן ללקוח ללא בטחונות מלאים.
- החשבונות העצמיים (נוסטרו) וחשבונות של צדדים קשורים ינוהלו כתת קבוצה נפרדת במערכת החשבונות שניתן לאתרה ולזהותה בקלות.
- תיקון, שינוי או ביטול רישומים ייעשה בדרך שתאפשר קריאת הרישום המקורי. אין למחוק רישומים קודמים ואין לבצע "ריצות מתקנות" המבטלות "ריצות שגויות" (פרק ד' לחלק הראשון של תקנון הבורסה ופרק ד' להנחיות על פי החלק הראשון של תקנון הבורסה).
- לחש"ב חייבת להיות מערכת מרכזית אשר כוללת, בין השאר, את כל הפעילות והיתרות בניירות ערך, לרבות בניירות ערך שאינם נכללים בהגדרה של סעיף 1 לחוק ניירות ערך, כל הפעילות והיתרות בנכסים פיננסיים לרבות מזומנים וכל הפעילות והיתרות ביחידות השתתפות בקרנות נאמנות, וזאת לכל חשבון בנפרד.

בנוסף, תקנון הבורסה מסדיר את תנאי הכשירות לחברות בבורסה והוא כולל, בין היתר, את ההוראות הבאות:

- חבר הבורסה חייב להיות חברה שהתאגדה ונרשמה בישראל²⁵ (פרק ב' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).
- תקנון הבורסה קובע דרישות שונות לענין מנהלים בכירים ובעלי שליטה בחבר הבורסה המתייחסות לשם הטוב שלהם (fit and proper tests) ולידע המקצועי שלהם (know how). בנוסף, חייב החבר בדיווח לבורסה על מינוי ועל פרישה של מנהלים בכירים (פרק ב' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).
- העברת בעלות בחש"ב מחייבת אישור של דירקטוריון הבורסה במקרים המפורטים בתקנון הבורסה (פרק ב' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חבר הבורסה יבטח את עצמו בביטוח נאות הכולל את פעילותו בעסקי ניירות ערך. לגבי חש"ב נקבעו הוראות המפרטות את תחומי הכיסוי המינימליים אותם חייב הביטוח לכסות. בין השאר נדרש חש"ב לערוך ביטוח אחריות מקצועית, המורחב לכסות את חבות החש"ב בגין הפסדים שיגרמו ללקוחותיו עקב אי יושר מצד הפועלים מטעמו וביטוח נאמנות המכסה את חבות החש"ב כנגד מעילות של מנהליו או עובדיו (פרק א' לחלק הראשון של תקנון הבורסה ופרק ב' להנחיות על פי החלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חש"ב חייב להיות בעל הון עצמי מזערי, כאשר נכסים בסכום השווה להון העצמי המזערי, יהיו בכל עת חופשיים מזכויות כלשהן של צד שלישי. החש"ב חייב להיות בעל הון חוזר חיובי, בגובה מחצית ההון העצמי המזערי. החש"ב חייב להחזיק בכל עת בנכסים נזילים החופשיים מזכויות כלשהן של צד שלישי בגובה מחצית ההון העצמי המזערי²⁶. ההנחיות לפי החלק הראשון לתקנון מפרטות את דרך חישוב ההון של החש"ב, אילו נכסים יכללו בחישוב וכיצד ישוערכו (פרק א' לחלק הראשון של תקנון הבורסה ופרק ב' להנחיות על פי החלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חבר הבורסה חייב לעמוד בדרישה של מספר לקוחות מזערי ובדרישה של שווי כולל מזערי של תיקי ניירות הערך של לקוחותיו (פרק ב' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).
- חש"ב נדרש למנות ועדת ביקורת, מבקר פנימי, קצין ציות, בקר סיכונים ובקר אשראי שתפקידם לפקח על כל היבטי הפעילות של החש"ב לרבות עמידתו בכללים בעניין החזקת נכסי לקוחותיו. בנוסף, נאסר על מנכ"ל חש"ב לכהן כיו"ר הדירקטוריון ואין להקנות ליו"ר הדירקטוריון סמכויות של המנכ"ל. כמו כן, דירקטוריון חש"ב יכלול לפחות שלושה דירקטורים, כאשר לפחות אחד מהם הוא דירקטור מן החוץ (פרק ב' לחלק הראשון של תקנון הבורסה).

²⁵ תקנון הבורסה קובע חריגים לענין בנק בינלאומי מהשורה הראשונה וחברות מרחוק.

²⁶ בתקופה הקרובה מתכננת הבורסה לערוך רפורמה מקיפה בכל הקשור לדרישות ההון החלות על החברים.

נוהל בנקאי 461

המקור העיקרי של רגולציה העוסק כיום יותר מכל בפעילות קסטודיאן הוא נוהל בנקאי תקין מס' 461 (להלן: "נוהל 461"). נוהל זה פורסם על ידי המפקח על הבנקים וכאמור אינו חל על חש"בים במסלוקת הבורסה.

נוהל 461 מכיל מספר כללים בסיסיים לניהול ניירות ערך המוחזקים על ידי בנקים ישראליים למען לקוחות..

הסוגיות הרלוונטיות לקאסטודי שבהן הוא עוסק מתומצתות להלן.

סעיף 9 דורש מבנקים לתעד אילו לקוחות מחזיקים בבעלותם אילו ניירות ערך.

"מערכת החשבונות תיתן ביטוי למלאי ניירות ערך המוחזק עבור הלקוחות, מקום הימצאם של הניירות ופירוט בעלי הפקדונות. כן יונפקו דוחות המשקפים את ריכוז הפעולות בחשבונות בודדים".

סעיף 2(ה) מתאר באופן כללי נהלים בקשר למתן שירות ביחס לנייר הערך, אלא שההוראה כללית ולא מפורטת.

"נוהלי התאגיד הבנקאי יבטיחו מעקב ובקרה אחר פדיונות של אגרות חוב שהופקדו, מלוות, פרסים שעלו בגורל, ריביות ודיבידנדים שתשלומם הוכרז".

סעיף 10 דן בסוגיה של בנקים המחזיקים ניירות ערך אצל קסטודיאנס אחרים.

"(א) (1) תאגיד בנקאי המחזיק ניירות ערך למשמרת אצל אחרים, יחתום על הסכם בכתב עם השומר, בו יפורטו תנאי ההתקשרות.

(2) האמור בפסקה (1) לא יחול על החזקה של תאגיד בנקאי בניירות ערך למשמרת אצל אחרים, אם נעשתה באמצעות מסלוקת הבורסה לניירות ערך בישראל.

(ב) בניהול חשבונות ניירות ערך למשמרת המוחזקים אצל אחרים, יקפיד התאגיד על הפרדה מלאה בין ניירות ערך המוחזקים עבור לקוחותיו לבין ניירות ערך שהם בבעלותו. באחריות התאגיד הבנקאי המפקיד לוודא כי הבחנה זו ברורה גם למוסד המחזיק את ניירות הערך. מחזיק ניירות ערך ינהל חשבונות נפרדים עבור התאגיד הבנקאי המפקיד ועבור לקוחותיו. בכל מקרה יש למנוע שעבוד ניירות הערך של הלקוחות, למעט זכות שעבוד של ניירות ערך שנרכשו, להבטחת סילוק תמורתם למחזיק".

נוהל 461, בנוסחו הנוכחי, איננו מכסה את כל הסוגיות והנושאים המוסדרים בשווקים מפותחים בעולם בתחום הקסטודי.

חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות וניהול תיקי השקעות

סעיפים 22 ו-23 לחוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות וניהול תיקי השקעות, 1995. מסדירים באופן כללי ביותר הוראות מחייבות לגבי מנהלי תיקים. מנהלי תיקים אינם מחזיקים אצלם את ניירות הערך, כך שהם אינם קסטודיאנס כשלעצמם, אולם הם מחויבים לתבטיח הסדר משמורת מינימאלי אצל הקסטודיאן – שהוא ברוב המקרים הבנק, כמפורט להלן.

22. החזקה של נכסי הלקוח

מנהל תיקים-

- (1) יחזיק ניירות ערך ונכסים פיננסיים של לקוחותיו בנפרד מאלה שלו;
- (2) יחזיק ניירות ערך ונכסים פיננסיים של כל לקוח בנפרד, יקבל החלטה על ביצוע עסקה לגבי כל לקוח בנפרד וינהל רישומים לגבי כספים, ניירות ערך ונכסים פיננסיים של כל לקוח בנפרד, אולם רשאי מנהל תיקים לבצע את העסקאות עבור לקוחותיו בהוראה במרוכז;
- (3) ינהל עבור לקוח חשבון כספי, חשבון ניירות ערך ונכסים פיננסיים בתאגיד בנקאי, בבנק מחוץ לישראל, אצל חבר בורסה, או אצל מי שרשאי לפי דין במדינה שבה הוא פועל לנהל בעבור לקוח חשבון כספי, חשבון ניירות ערך או נכסים פיננסיים;
- (4) יבצע עסקאות עבור לקוחותיו בנפרד מאלה שהוא מבצע לחשבונו;
- (5) יזכה ויחייב אצלו את חשבונות הלקוח ביום ביצוע העסקה.

23. איסור שימוש בנכסי לקוח

- (א) לא ישתמש מנהל תיקים בכספים, בניירות ערך או בנכסים פיננסיים שללקוח, אלא לצורך ביצוע עסקאות עבור אותו לקוח ובהתאם להסכם שנערך עמו ולייפוי הכוח שקיבל ממנו.
- (ב) לא יבצע מנהל תיקים עסקה עם לקוח ולא יפיק טובת הנאה מנכסי לקוח, אלא אם כן הסכים הלקוח מראש בכתב לאותה עסקה או לאותה טובת הנאה.

קופות גמל וחברות ביטוח

גם תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח וגם חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) קובעים כללים בסיסיים לגבי שמירת נכסים. תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויותיו), התשס"א 2001 קובעות בתקנה 23(ה):

23(ה) מבטח רשאי להפקיד כספים בפיקדון בבנק או החזיק ניירות ערך במשמורת בבנק או אצל חבר בורסה או במוסד כספי שאישר המפקח, ובלבד שניתנה התחייבות מוחלטת, בלתי חוזרת ובלתי מותנית, להחזרת הפיקדון או ניירות הערך.

חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) התשס"ה 2005 קובע בסעיף 28(ב) וסעיף 29:

28(ב) חברה מנהלת תנהל את חשבונות ניירות הערך של קופות הגמל שבניהולה אצל מי שהוא חבר בורסה בהתאם לתקנון הבורסה כמשמעותו בסעיף 46 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח 1968, או אצל גופים אחרים שיאשר הממונה, ובכפוף להוראות שייתן בעניין זה.

29. הממונה רשאי לתת הוראות לעניין החזקת נכסי קופת גמל ורישומים.

קרנות נאמנות

לפי תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים) התשנ"ה 1994 האחראיות לדואג למשמורת הולם נופל על מנהל הקרן:

4א מנהל קרן לא יקנה ולא יחזיק נכס בקרן שבניהולו אלא אם הוא מופקד באופן השומר, להנחת דעתו ולהנחת דעת הנאמן, על זכות הקרן לנכס ולזכויות הנובעות ממנו.

ג. הצורך ברגולציה של שירותי קסטודי בישראל

הועדה מצאה כי לאור הסטנדרטים הנוהגים בתחום זה בעולם נדרשת רגולציה מקיפה יותר של שירותי קסטודי בישראל.

אין פירוש הדבר שלא ניתן למצוא בשוק המקומי גופים המספקים שירותי קסטודי המשתווים לסטנדרטים בינלאומיים. באופן כללי, הקסטודיאנס העיקריים בישראל אכן מצייתים לסטנדרטים בינלאומיים בסיסיים בשווקים מפותחים. הדגם התפעולי היעיל המשמש את הבורסה בתל אביב ואת מסלקת הבורסה והאמינות הבסיסית של תשתית השוק הישראלי הבטיחו שמשקיעים בניירות ערך ישראליים לא ספגו הפסדים הנובעים מבעיות הקשורות לקסטודי. אחת הסיבות לכך היא הדרישות המקיפות שמציבה הבורסה לניירות ערך בתל אביב, הנוגעות לסטנדרטים הבסיסיים שמצויים לרוב בחקיקה ראשית ומשנית בשווקים מפותחים בעולם. לדעת הוועדה, אלו ככל הנראה הסיבות העיקריות לכך שתחום זה לא היה כפוף לבחינה רגולטורית קפדנית בעבר ושהרגולציה הקיימת לא נבחנה קודם לכן.

אולם ללא קשר למצב הדברים בפועל, היעדרה של הסדרה של תחום זה על דרך חקיקה ראשית ומשנית, לרבות מערכת אכיפה הכרוכה בכך על ידי הרגולטורים הפיננסיים המקומיים פירושו שבשוק המקומי אין

אבטחה מקסימלית של זכויות המשקיעים ביחס לאחזקות בשוק המקומי. בנוסף, הועדה מצאה כי במיוחד חסרים אמצעי אבטחה רגולטורים לגבי החזקות מחוץ לישראל. נראה כי יש לפעול באופן ברור על מנת לחזק את הרגולציה ולמסד את אופן הפעילות הרצוי בשוק ההון הישראלי.²⁷ כמו כן נדרש להסדיר באופן ברור לא רק את נורמות ההתנהלות בשוק אלא גם את האחריות המשפטית הכרוכה בהפרת נורמות אלה.

הפערים בין אמצעי הבטיחות שהוצבו בשווקים מפותחים לבין היעדר מסגרת רגולטורית מסודרת של הגנה על משקיעים בישראל הדגישו בבירור היכן טמונים הסיכונים העיקריים עבור משקיעים ישראלים וכמובן, המחישו את הצעדים שנקטו על ידי רגולטורים בשווקים מפותחים על מנת לתקנם.

בנוסף לצורך להנהיג את אותם סטנדרטים רגולטוריים לכלל המשתתפים בשוק הישראלי, אופיים הגלובלי הגובר של שווקי ההון בעולם מביא לכך שמחסור ברגולציה מקיפה יותר הפך לבעייתי במישור נוסף: חסם כניסה מפני השקעות זרות בישראל. אמנם, קסטודיאנס גלובלים רבים שוכנעו כי הסטנדרטים המקומיים מספקים. ואולם, משקיעים זרים שעליהם חלה רגולציה קפדנית בתחום ההשקעה בשווקים זרים - כגון מנהלי קרנות זרים - נרתעים לעתים מלהשקיע בישראל מסיבה זו. ואמנם, בפגישות שוטפות שמתקיימות עם נציגי קאסטודיאנס גלובליים עם רגולטורים מקומיים בעיה זו דווחה על ידם. במילים אחרות, בעידן הגלובלי, שבו לכל יעד השקעה יש תחליף, שוק ההון הישראלי חייב לשמור על התחרותיות שלו, בין היתר על ידי רגולציה המבטיחה את זכויות המשקיעים הזרים בו מבחינת רמת השירותים המסופקים להם.

ביחס לכך הועדה שמעה ממוסדות מקומיים הפועלים כתת-קסטודיאנס בישראל (ולפיכך עליהם לציית לרגולציה אמריקאית ולרגולציה של האיחוד האירופי המוטלת עליהם מכוח חוזה על ידי קסטודיאנס גלובליים) כי יש לקדם את המהלך לאימוצה של רגולציה ישראלית ברורה בתחום הקסטודי שתעמוד בקנה אחד עם סטנדרטים בינלאומיים. המוסדות הללו נדרשים כיום לשכנע מוסדות זרים שהשוק הישראלי והם עצמם מציינים לסטנדרטים בינלאומיים. קיומה של רגולציה ברורה בתחום הקסטודי, שלה יהיו כפופים, תהפוך את המטלה הזו לקלה יותר להשגה.

ככלל, נציגי הקסטודיאנס בישראל כמו גם נציגיהם של מוסדות פיננסיים חשובים המשתמשים בשירותיהם של קסטודיאנס הן בישראל והן בחו"ל נטו לבטא תמיכה ברורה בגיבוש רגולציה על מנת להבטיח שירותי קסטודי בהירים ומוסדרים היטב בישראל.

משתתפי השוק שהביעו תמיכה חזקה בהסדרת הרגולציה היו מוטרדים מהמשמרת על ניירות ערך המוחזקים על ידי מוסדות ישראלים אחדים עבור לקוחותיהם הן בשוק הישראלי והן בחו"ל. אולם החששות התמקדו יותר בניירות ערך המוחזקים בחו"ל. השוק הגלובלי אינו מוגבל עוד לקומץ שווקים מפותחים, אלא כולל היום - במישרין או בעקיפין - חשיפה להחזקות במדינות רבות, לרבות שווקים צומחים שבהם איכות הקסטודי אינה ודאית. במקרים מסוימים, ישנם חששות כי מוסדות פיננסיים ישראלים פועלים בחו"ל באמצעות גורמים זרים שאינם מבצעים משמרת נאותה. חשיפת משקיעים ישראלים גם לשווקים אלה מחייבת הגנה על זכויותיהם בכל הנוגע לקבלת שירותי משמרת נאותים.

²⁷ אין פירוש הדבר שחש"בים אינם מפרידים בין נכסי לקוחות, אולם אין כל דרישה רגולטורית ברורה לעשות כן.

- בפרט חסרות בחקיקה הדרישות הבאות ביחס לאחזקות ישראלים בחו"ל -
- דרישה שהקסטודיאן הזר יפריד בין נכסי לקוחות לנכסי הנוסטרו שלו;
 - דרישה שהקסטודיאן הזר יפריד בין הנכסי הגוף הישראלי ונכסי לקוחות אחרים;
 - דרישה שהקסטודיאן הזר לא יטיל שעבוד, עכבון, עיקול או זכות דומה על נכסים שהוא מחזיק עבור משקיעים ישראלים;
 - דרישה לקביעת קריטריונים לגבי אופן בחירת הקסטודיאן הזר, כגון איתנותו ואיכות הרגולציה הזרה שהוא כפוף לה;
 - דרישה כי הקסטודיאן הזר שומר מסמכים ומספק מידע אמין לגבי פעולות וחשבונות;
 - הבטחת גישה של הגוף הישראלי לרשומות הקסטודיאן הזר;
 - ביצוע התאמות תקופתיות בין ספרי הגוף הישראלי וספרי הקסטודיאן הזר;
 - חיוב התקשרות בחוזה בכתב עם הקסטודיאן הזר (חשבי"ס בלבד, בנקים כן חייבים);
 - קביעת רמת האחריות של הקסטודיאן הזר לגבי הפסדים הנובעות מפעולותיו;
 - דרישה כי הקסטודיאן הזר לא ישתמש ולא יבצע עסקאות בנכסים שהוא מחזיק עבור משקיעים ישראלים ללא הסכמתם וללא קביעת תנאי השימוש.
- המלצותיה הרגולטוריות של הוועדה בעקבות האמור לעיל יפורטו איפוא בפרק הבא.

5. המלצות רגולטוריות

א. כללי

נקודת המוצא להמלצות הועדה היא כי הרגולציה אמורה להיטיב עם שוק ההון – היינו, להגביר את כושר התחרותיות של השוק המקומי ולעודד משיכת השקעות לשוק והגדלת היקפי העסקים, תוך הבטחת יציבות וביטחון לגבי פעילות זו.

רגולציה משיגה מטרות משולבות אלה על ידי יצירת שוק מאורגן היטב ויציב הפועל בתוך מערכת חזקה, ברורה וגמישה של נורמות משפטיות.

מנקודת מבטו של המשקיע, ההסדר הרגולטורי צריך לספק ודאות חוקית ותפעולית בנוגע לבעלות על ניירות ערך וליכולת ליהנות מהפירות של אותם ניירות ערך. במילים פשוטות - על הרגולציה לספק הגנה יעילה על המשקיע.

ההסדר המוצע יחול בראש ובראשונה על השוק המקומי - היינו השקעות בניירות ערך ישראלים. בנוסף לכך על ההסדר לספק הגנה על זכויותיהם של משקיעים ישראלים המחזיקים בניירות ערך מחוץ לישראל. לציבור הישראלי יש אחזקות ניכרות בשווקים שונים מסביב לעולם בין אם בעקיפין, באמצעות משקיעים מוסדיים כמו קרנות נאמנות, קרנות פנסיה וחברות ביטוח, או ישירות - על ידי השקעה קמעונאית ותאגידיית באותם שווקים. למרות שהחזקות הללו אינן מקושרות ישירות עם שוק ההון הישראלי, לדעת הוועדה יש להגן עליהן משתי סיבות. ראשית, דרישות סטטוטוריות להגנה על האינטרסים של משקיעים אינן מבחינות בין השקעות ישראליות ללא ישראליות - המיקוד הוא במשקיעים הישראליים. שנית, השקעות המוחזקות מחוץ לישראל מייצגות סכומים ניכרים שיש לנהלם בביטחה לטובת הכלכלה הישראלית כולה.²⁸

להלן הנושאים העיקריים שהועדה מתייחסת אליהם בהמלצותיה -

- המלצה להסדרה מקיפה ברורה ואחידה של פעילות קסטודי בחקיקה פיננסית ראשית ומשנית אשר תיושם בידי שלושת המפקחים הפיננסיים בישראל (רשות ניירות ערך, אגף שוק ההון במשרד האוצר, הפיקוח על הבנקים), ותתייחס בעתיד גם לכלי אכיפה משפטיים ברורים ומוצקים.
- המלצה להתייחסות לשאלת האחריות החל על הפרת חובות קסטודיאן או קסטודיאן צד ג' הגורמות נזק ללקוחות.
- המלצה לאימוצם של הסדרי רישוי או רישום רגולטורי בדומה למתווכים אחרים בשוק ההון. כלי זה יאפשר פיקוח ובקרה על כך שהסטנדרטים המינימאליים נשמרים, ואף אכיפה במקרה והללו מופרים.

²⁸ דוח של בנק ישראל מן העת האחרונה מעריך את שווי המניות ואגרות החוב המוחזקות כעת על ידי הציבור הישראלי מחוץ לישראל ב-165 מיליארד ש"ח (ראה <http://www.bankisrael.gov.il/press/eng/091116/091116r.htm>).

- ביחס לניירות ערך זרים המוחזקים על ידי ישראלים התמלצה המרכזית היא להסדיר את הסטנדרטים שיחולו על משמורת נכסים אלה בחו"ל. המלצות הוועדה מתייחסות בפירוט לקסטודיאן הזר – לסטנדרטים המינימאליים שאליהם הוא מחויב, להסדרת מערכת הבחירה וההתקשרות עימו וכן הפיקוח עליו, ולהסדרת נושא האחראיות שלו ושל המתווך שעומד מולו במקרה של נזק למשקיע.

ב. אובייקט ההסדרה – קסטודיאן, מתווך, וקסטודיאן צד ג'

השאלה המקדמית הראשונה ביחס להסדרת תעשיית הקסטודי מחייבת התמקדות בהגדרת אובייקט ההסדרה: מי הם ספקי השירותים הפיננסיים שיהיו כפופים לכללים. ברוב השירותים הפיננסיים, קל לזהות את ספק השירות ולפיכך ברור יחסית על מי חלה הרגולציה. כשמדובר בתחום הקסטודי, יש מקרים רבים שבהם ספק השירות הסופי, הישות המחזיקה בפועל את ניירות הערך, אינו ספק השירות שאיתו יש ללקוח קשר ישיר וייתכן אף כי אינו ישות ישראלית או אינו כפוף לרגולציה ישראלית. מורכבות זו היא האתגר המרכזי בעיצוב הכללים שיחולו במסגרת ההמלצות.

ייתכנו מספר תרחישים אופייניים:

הלקוח פותח פיקדון ניירות ערך בבנק ומבצע את הוראות העסקה דרך הבנק. זהו הדגם המשמש לעתים קרובות משקיעים קמעונאיים המשקיעים באמצעות סניף הבנק המקומי שלהם. הבנק אף משמש כברוקר עבור הלקוח והוא מעביר את ההוראות לחדר העסקאות המרכזי של הבנק.²⁹ בדגם הזה, הבנק שאיתו יש ללקוח יחסים חוזיים הוא גם הקסטודיאן, הכפוף להסדרה המוצעת.

הלקוח פועל באמצעות חש"ב (חבר במסלוקה) אשר מחזיק עבורו גם את ניירות הערך הנרכשים. גם במקרה זה החש"ב הוא הקסטודיאן ויש להסדיר את שירותי הקסטודי שמספק החש"ב בעצמו.

הלקוח פותח פיקדון ניירות ערך ישירות אצל חבר מסלוקת הבורסה (למשל בנק) אך לאחר מכן משתמש בשירותי הברוקראז' של חברי בורסה אחרים שונים. בתרחיש זה, הלקוח ייתן לכל הברוקרים שבאמצעותם הוא פועל הוראה קבועה לסלק את אותן העסקאות בחשבון הקסטודי שלו אצל חבר מסלוקת הבורסה. גם במקרה זה יתקיימו יחסים חוזיים בין הלקוח לבין הקסטודיאן חבר המסלוקה, והרגולציה של שירותי קסטודי תחול ישירות על הקסטודיאן.

הלקוח מתקשר עם ברוקר אשר מבצע עבורו את ההוראות, אך ברוקר זה אינו חבר מסלוקת הבורסה והלקוח לא הסדיר מראש את נושא הקסטודי בעצמו, ולא פתח חשבון קסטודי אצל חבר המסלוקה.³⁰ בתרחיש זה, ללקוח אין יחסים עסקיים ישירים עם הקסטודיאן שלו. הברוקר אינו יכול להחזיק

²⁹ תרחיש זה מטפל גם בשימוש במערכות מבוססות-אינטרנט של הבנקים לשם מסחר במניות.

³⁰ כיום ישנם שני בנקים וארבעה חש"בים בבורסה בתל אביב שאינם חברי מסלוקת הבורסה ולפיכך עליהם להסדיר קסטודי עבור השקעות לקוחותיהם אצל חבר מסלוקת בורסה. אולם חברות אחרות שאינן חברות בבורסה רשאיות גם הן לפעול כברוקרים ולהעביר הוראות לחברי בורסה לשם הוצאתן לפועל.

בניירות הערך של הלקוח בעצמו (מכיוון שאינו חבר במסלקת הבורסה) ועל כן עליו להשתמש בחשבון קסטודי שאותו הוא מחזיק בשמו שלו אצל חבר מסלקה. סביר שהלקוח אינו מודע להסדרים שהברוקר ביצע על מנת להחזיק בניירות הערך של הלקוח ובוודאי שאין לו יחסים עסקיים חוזיים או ישירים עם חבר המסלקה. בהקשר של המלצות הועדה - הברוקר במקרה זה הוא **המתווך** - ישות אשר התקשרה ישירות עם הלקוח והסדירה עבורו את שירותי הקסטודי. מעמדו של חבר המסלקה כלפי הלקוח הוא של **קאסטודיאן צד ג'**.

לקוח ישראלי משקיע בניירות ערך זרים. במקרה זה היעדר קשר ישיר עם הקסטודיאן הסופי הוא הנורמה. קיימים מספר תרחישים בסיסיים:

- אם הברוקר הישראלי שאצלו מבצע המשקיע הישראלי את הוראותיו ביצע הסדרים לקסטודי של נכסים בתחום השיפוט הזר באמצעות קסטודיאן גלובלי או במישרין דרך קסטודיאן מקומי, הברוקר הישראלי יעביר את העסקה לברוקר בשוק הזר ויורה לו לסלק את העסקה בחשבון הקסטודי המקומי שלו. כאשר הברוקר הישראלי הינו בנק, הוא אכן נדרש על ידי נוהל בנקאי תקין 461 למנות קסטודיאן צד ג' זר.³¹ במקרה זה, על אף שהבנק ייחשב בעיני הלקוח כקסטודיאן, ועל אף שהוא מספק במצבים אחרים שירותי קסטודי בעצמו ללקוח - הרי בהקשר של המלצות הועדה הוא **קסטודיאן הפועל כמתווך**, המתקשר עם **קסטודיאן צד ג'** בחו"ל.

- כאשר הלקוח הישראלי משתמש בשירותיו של ברוקר ישראלי שאינו בנק, אין כיום דרישה כלשהי מהברוקר הישראלי למנות קסטודיאן מקומי בתחום השיפוט הזר. על פי המלצות הועדה אם הברוקר הישראלי ממנה קסטודיאן בשוק הזר הרי הוא עצמו **מתווך**. כאשר הברוקר הישראלי שאינו בנק, לא התקשר עם קסטודיאן בשוק הזר, הוא יפעל באמצעות הברוקר הזר. ברוקר זר זה ישמור על ניירות הערך על ידי החזקת ניירות הערך בפוזיציות המסחר שלו עצמו. בפועל, בהרבה מקרים העסקאות אינן נסלקות כלל אלא נרשמות ברישומים הפנימיים של הברוקר הזר. פרקטיקה כזו לא תעמוד עוד בדרישות החדשות המחייבות התקשרות שמבטיחה שמירה נאותה של אחזקות הלקוחות.

כאשר הלקוח הישראלי פותח בעצמו במישרין חשבונות ברוקראז' ו/או קסטודי בחו"ל יהיו לו יחסים עסקיים ישירים עם הקסטודיאן הזר. אם מדובר בלקוח קמעונאי הרי שהמלצות הועדה איננה כוללות הסדרה של מצב זה, ומדובר בהחלטה המסורה בלעדית לשיקול דעתו של הלקוח. בכל מקרה כאשר מדובר בקסטודיאן זר המספק שירותים ללקוח ישראלי, הקסטודיאן הזר אינו כפוף לרגולציה ישראלית או לפיקוח מצד רשות ישראלית. כיצד ניתן להבטיח איפוא שהשירות שיינתן לישראלים יענה על סטנדרטים מינימאליים? המלצת הועדה היא להתמקד במתווך או בקסטודיאן הישראלי ולהפוך אותו לאחראי על שמירת ניירות הערך הזרים של הלקוח. כך יוטל הנטל הרגולטורי על ישות ישראלית על אף שהיא איננה הגוף האחראי ישירות לשמירה על ניירות הערך, אלא היא קשורה בגוף זה במישרין או בעקיפין בקשר חוזי.

³¹ ראה סעיף 10 של נוהל ניהול בנקאי תקין מספר 461 שהוזכר בעמ' 28 לעיל.

הדרך שבה הוועדה מציעה להתמודד עם בעיה זו היא לקבוע נורמות נאותות ביחס לבחירה ולהתקשרות עם הקסטודיאן צד ג' ופיקוח עליו באופן שוטף, וכן התייחסות בהסכמים שהברוקר או הקסטודיאן הישראלי חותם עליהם עם הישויות הזרות שבהן הוא משתמש על מנת להסדיר קסטודי. חוזה זה או שרשרת זו של חוזים הם הכלי שבעזרתו על הבנק או הברוקר הישראלי להבטיח שהוא מצייט לרגולציה של שירותי קסטודי שלה הוא כפוף בישראל.³²

דגם זה הוא למעשה, באופן כללי, הגישה שננקטה על ידי האיחוד האירופי, ארצות הברית ושווקים מפותחים אחרים. למעשה, זוהי הסיבה ששירותי קסטודי המוצעים על ידי בנקים ישראליים הגיעו לרמה טובה תוך כעשור. קסטודיאנס זרים נדרשו בעצמם על ידי הרגולציה המקומית שלהם להבטיח שההוראות של הרגולציה הזרה יישמרו בחוזיהם עם קסטודיאנס ותת-קסטודיאנס ישראליים.

כאשר הוועדה בחרה בגישה זו, היא גם הביאה בחשבון את החשיבות בקיומה של רגולציה מקומית אשר תהיה מתואמת עם רגולציה מקבילה בשווקים החשובים בעולם. נקודה זו הובהרה לוועדה על ידי תת-קסטודיאנס מקומיים אשר הדגישו שעל מנת לשמור על ההשקעה בבורסה של תל אביב מחו"ל ולהגדילה חשוב שאנשי המקצוע הארדאים על ציות לרגולציה בתוך מוסדות גלובליים שדרכם מתועלת רוב ההשקעה, יחוו בנוח עם רגולציה ישראלית.

לפיכך, הוועדה נקטה גישה מוטת צרכן, המתמקדת בהגנה על המשקיע. המבנה הרגולטורי שאליו חתרו המלצות הוועדה מתמקד בנקודת המגע בין המשקיע לבין שוק ההון. במלים אחרות, על הנטל הרגולטורי ליפול בראש ובראשונה על המוסד שאיתו למשקיע-הלקוח יש יחסים חוזיים.

לגישה זו היתרון שהיא ממקדת בבירור את האחריות בישות המוכרת למשקיע ושאינה יש למשקיע יחסי עבודה. אולם ישות זו עשויה שלא להיות תמיד הקסטודיאן עצמו. אכן, כשמדובר בניירות ערך זרים יהיה זה הקסטודיאן לעתים רחוקות מאוד.

גופי ניהול השקעות: ביחס למנהלי קרנות נאמנות, מנהלי קופות וקרנות פנסיה וכיו"ב עולה השאלה איזה נורמות וסטנדרטים יש להטיל עליהם בכל הנוגע למשמורת נכסי הציבור, ועד כמה להרחיק בהטלת אחריות עליהם ביחס לכשלים במשמורת על הנכסים.

גופים אלה מתמחים בניהול השקעות ובכל הנוגע למשמורת נכסים, הם משתמשים בספקי שירותים חיצוניים. ברור כי מנקודת ראותם של הלקוחות, ומנקודת ראות רחבה של טובת השוק והכלכלה, הרי לנוכח היקפי האחזקות של גופים מנהלים יש להכפיף את הגופים המנהלים לחובות קפדניות ביחס לשמירת ניירות הערך של הציבור. בסופו של דבר יש לשאוף לכך שכל הנכסים שנמצאים באחריות הגוף המנהל יהיו שמורים על ידי קסטודיאן בישראל או בחו"ל תוך שמירה על סטנדרטים נאותים של משמורת. אין כל סיבה להבחין בין נכסים המוחזקים בידי גוף מנהל עבור לקוחות לבין נכסים המוחזקים עבור לקוח בודד.

יחד עם זאת ולאור השוונת הגדולה שיש בין גופים שונים עמדו לנגד עיני הוועדה שתי אלטרנטיבות :

³² התרחישים הללו מעלים את השאלה של רמת האחריות שבה מחויב הברוקר או הקסטודיאן הישראלי כלפי לקוח הישראלי ביחס למעשי עוולה או רשלנות מצד הקסטודיאן הגלובלי. פרק 6 להלן עוסק בסוגיה זו.

אלטרנטיבה ראשונה - הכללת גופים מנהלים בהגדרת "מתווכים" לצורך המלצות הועדה: גישה זו תוביל לכך שהגופים המנהלים יהיו אחראים ישירות בכל החובות המוטלות על מתווך ביחס לשירותי קסטודי (לרבות אחריות במקרה של נזק). חובות אלה יכללו ביצוע בדיקות קפדניות עצמיות בבחירת קאסטודיאן צד ג', דרך התקשרות בחוזה מפורט המבטיח התייחסות ועמידה בכל דרישות ההסדרה המוטלות על פי המלצות הועדה, וכלה בפיקוח תקופתי על יישום הסטנדרטים בידי הקסטודיאן צד ג'.

אלטרנטיבה שנייה - הטלת חובות כלליות של הסדרת שירותי קסטודי לנכסים המנוהלים, אך מתן אפשרות לגוף המנהל להסתמך על גוף חיצוני מקצועי לצורך עמידה בחובותיו.

הועדה החליטה כי לאור השונות הגדולה בין סוגי הגופים המנהלים, הועדה לא תמליץ על ההסדרה הספציפית שיטיל כל רגולטור על הגופים המפוקחים על ידו, אלא תסתפק בגיבוש מסגרת כללית של כללים. כל רגולטור יתאים את המסגרת הכללית והעקרונות הכלולים בה לצרכים הספציפיים של הגופים המפוקחים על ידו וללקוחות שמקבלים את השירות מגופים אלה. עם זאת הועדה ממליצה כי ביחס לכך יהיה תיאום בין המפקחים על מנת למנוע ארביטראז' רגולטורי ביחס לסוגיה זו.

ג. מהותם המשפטית של יחסי קסטודי

הגדרת המהות המשפטית של היחסים בין קסטודיאן לבין לקוחו משליכה על סוגיות שקשורות במשמורת, בין היתר על זכויות הבעלות של הלקוח ועל החובות של הקסטודיאן.

אחת האלטרנטיבות היא לראות ביחסי קסטודי יחסי נאמנות (ר' חוק הנאמנות התשל"ט-1979). אולם ישנם הבדלים יסודיים בין יחסי נאמנות לבין יחסי קסטודי. ישנן הוראות רבות בחוק הנאמנות שאינן מתאימות כלל למהות היחסים בין לקוח וקסטודיאן - לדוגמא: סמכותו של נאמן לבצע פעולות בנכסי הלקוח שאינן בהתאם להוראה הישירה של הלקוח. (הגדרת נאמנות בסעיף 1 לחוק הינה: "נאמנות היא זיקה לנכס שעל פיה חייב נאמן להחזיק או לפעול בו לטובת נהנה או למטרה אחרת".) הפרקטיקה היא כי אין בידי הקסטודיאן סמכות כלשהי לבצע פעולה כלשהי בנכסי לקוח למעט בהוראת הלקוח. הזכות והחובה, בנסיבות מסוימות, של נאמן לפעול בנכסי הלקוח לא מתאימה להיקף החובות המקובלות של קסטודיאן.

ואמנם על פי טענה שהועלתה על ידי גופים המשמשים קסטודיאנס גלובליים הפעילים בישראל הרי חוק הנאמנות רחב מדי בהיקפו מכדי שניתן יהיה להחילו על יחסי קסטודי. אכן, דומה כי חוק הנאמנות הישראלי מטיל מערכת של זכויות וחובות הן על הקסטודיאן והן על הלקוח שהינה הרבה מעבר לכוונותיהם של שני הצדדים.

בעייתיות נוספת העולה מסיווג היחסים כיחסי נאמנות נובעת מכך שלמרות שיחסי נאמנות מכירים בלקוח כמוטב הסופי, לעיתים הנאמן עשוי להיחשב כבעלים החוקי בישראל. הקסטודיאנס הגלובליים מעוניינים שבעלות הלקוחות בנכסים תהיה בעלות בלעדית וברורה. הדבר גם נדרש לעתים קרובות באופן מפורש על ידי רגולציה זרה שלהם הם כפופים. לכן קסטודיאנס גלובליים אחדים חשים אי נוחות לנוכח הרעיון שישות אחרת תוכר כבעלים החוקי של ניירות הערך של לקוחותיהם. אין הם שוקלים הסדר מעין זה בחוזהם שלהם מול הלקוחות.

גם האפשרות לרדת לנכסי הנאמנות כתוצאה מחוב כלפי הנאמן לא מתיישבת עם פרקטיקה מקובלת בתחום הקסטודי (סעיף 3(ב) לחוק - אין לרדת לנכסי הנאמנות אלא בשל חובות המוטלים עליהם או הנובעים מפעולות הנאמנות).

גם אם נטענת הטענה כי חוק הנאמנות עשוי לחול על יחסי קסטודי בישראל מתוקף מהותם של היחסים, בין אם הצדדים עצמם מתארים אותם ככאלה במפורש ובין אם לאו, יש להבהיר כי יחסי קסטודי אינם הסדר נאמנות טיפוסי כמתואר בחוק הנאמנות. אלו יחסים הקרובים יותר למה שמוכר בתחומי שיפוט שבהם חל המשפט המקובל כ-bare trust או simple trust. זהו, ביסודו, הסדר נאמנות שבו ניטלה מן הנאמן סמכות כלשהי מלבד להחזיק את נכס הנאמנות עבור המוטב. לנאמן אין כל שיקול דעת או חובות נוספות בקשר לנכס הנאמנות ולהכנסה כלשהי או הון כלשהו שנוצר מנכס הנאמנות.

אלטרנטיבה נוספת היא לראות ביחסים יחסי שליחות על פי חוק השליחות התשכ"ה-1965. הסדר זה מבטיח את שימור הבעלות באופן ברור בידי של הלקוח ומפחית את המחויבויות של הקסטודיאן המבוססות על נאמנות. ואולם היחסים בין השולח (principal) לשלוח כפי שנקבעו בחוק השליחות הינם יחסים שבהם השלוח מחליף את ה"שולח" על בסיס ייפוי כוח. הדבר שונה באופן יסודי ממהותם של יחסי קסטודי. קסטודיאן אינו מתיימר לעמוד במקום הבעלים על מנת לבצע פעולות משפטיות או מסחריות.

אלטרנטיבה נוספת ניתן למצוא במסגרת חוק השומרים, תשכ"ז-1957. על פי החוק שומר שכר הינו מי שאיננו הבעלים של הכנס: "השומר נכס המקבל תמורה בעד השמירה או שיש לו בשמירתו טובת הנאה אחרת לעצמו, ואיננו שואל, הוא שומר שכר" (סעיף 1(ג)). חוק זה מסדיר גם את היחסים בין שומר לבין שומר משנה, אשר הנכסים הועברו לשמירתו ברשות או שלא הלקוח. החוק מסדיר את היחסים עם שומר המשנה (ומספק הסדר אפשרי גם ליחסים בין קסטודיאן לתת-קסטודיאן).

אף אחת מן המערכות הרגולטוריות הזרות שהוועדה בחנה לא התייחסה לקסטודיאנס כ"נאמנים" של נכסי לקוחותיהם. הגישה הכללית בשווקים מפותחים שונים היא פשוט לתאר את החובות והמחויבויות של הקסטודיאן מבלי להתייחס לשאלת היחסים המשפטיים המדויקים ביניהם או המכניזם המשפטי שעל פיו הבעלות על נכסי לקוח נותרת נפרדת מן הקסטודיאן.

ראוי לציין שעל פי כל ההסדרים, נדרש חוזה כתוב בין הקסטודיאן לבין הלקוח. **יוצא איפוא שאיכותם הבסיסית של יחסי הקסטודיאן – לקוח היא בראש ובראשונה חוזית.** מעבר לכך הרגולציה אף פעם אינה מגדירה מפורשות את מהות המשפטית של יחסי הקסטודי.

במקרים מסוימים (המערכות האוסטרליות והצרפתיות הינן דוגמאות ראויות לציין) רגולציה או הנחיות שפרסם הרגולטור מתייחסות לקסטודיאנס או לתת-קסטודיאנס במפורש כ"agents" (סוכן). אבל למרות השימוש במונח זה אין להניח בודאות כי הסיווג הוא של יחסי נאמנות או שליחות. הגישה הנהוגה היא פשוט לתאר את היחסים הבסיסיים בין קסטודיאן לבין לקוח ואת האחריות של הקסטודיאן.

להלן דוגמאות אחדות להצהרות שבהן משתמשות רגולציות בנושא שירותי קסטודי בתחומי שיפוט שונים ביחס לבעלות בנכסים ובשאלת האחריות:

אנגליה - מתוך ה-FSA Handbook (נכסי לקוח 6.2.1):

A firm must, when holding safe custody assets belonging to clients, make adequate arrangements so as to safeguard clients' ownership rights, especially in the event of the firm's insolvency.

ארה"ב - מתוך SEC Rule 17f-1 (במסגרת ה-Investment Company Act 1940):

The securities and similar investments held in such custody shall at all times be individually segregated from the securities and investments of any other person and marked in such manner as to clearly identify them as the property of such registered management company, both upon physical inspection thereof and upon examination of the books of the custodian.

אוסטרליה - מתוך ה-Regulatory Guide 133 של ה-ASIC (השקעות מנוהלות: הסדרי נכסי קרן):

.RG 133.5

We expect that in most cases, the standards will be met by the responsible entity [i.e. the scheme's manager] appointing a third party custodian. We have not attempted to prescribe detailed requirements which custodians must meet. Instead, in RG 133.6–RG 133.13 we have set out what we consider are the minimum outcomes which a custodian must achieve, whether the custodian is the responsible entity or its agent.

.RG 133.12

A responsible entity and any of its agents must hold scheme property in a way which ensures that those assets are clearly identified as scheme property and held separate from the property of the responsible entity and property of any other scheme

צרפת - מתוך ה-General Rulebook של ה-AMF (ספר III – ספקי שירות, פרק II – קסטודיאנס):

סעיף 322-2

העקרונות התפעוליים עבור חשבונות לקוח במכשירים פיננסיים מפורטים בהסכם בין הקסטודיאן לבין בעל החשבון.
הסכם זה מזהה את הזכויות והמחויבויות של הצדדים השונים. הוא קובע את האופן שבו בעל החשבון מקבל זוחות המציגים את מהותם ומספרם של המכשירים הפיננסיים המוחזקים בחשבון.

סעיף 4-322

על הקסטודיאן לקיים את המחויבויות הבאות בכל הנסיבות:

- 1 הקסטודיאן עושה ככל יכולתו על מנת לשמור על המכשירים הפיננסיים שתחת קסטודי ולמטרה זו, מבטיח שכל המכשירים הפיננסיים והתנועות המשפיעות עליהם נרשמים בספרים תוך התאמה מוחלטת לכללים ולנהלים החלים עליהם. הקסטודיאן גם עושה ככל יכולתו על מנת לקדם את מימוש הזכויות הקשורות למכשירים הפיננסיים שתחת הקסטודי שלו.
- 2 אין הקסטודיאן רשאי לעשות שימוש כלשהו במכשירים הפיננסיים ובזכויות הנלוות שתחת הקסטודי שלו, או להעביר את הבעלות עליהם, ללא ההסכמה המפורשת של הבעלים. הקסטודיאן מארגן את הנהלים הפנימיים שלו כך שיוודא שתנועה כלשהי המשפיעה על נכסים פיננסיים שהוא מחזיק בקסטודי לטובת צדדים שלישיים נתמכת על ידי עסקה המתועדת כיאות בחשבון צד ג'.

בעוד שהגישה הרגולטורית בשווקים אלה הינה מעשית מאוד, היא אינה עונה על השאלה האם היחסים הללו יאופיינו או לא יאופיינו כיחסי נאמנות על ידי בתי המשפט בתחומי השיפוט שלהם.

הוועדה בחרה בגישה פונקציונלית – הועדה ממליצה לנסח באופן בהיר ופונקציונלי כמו ברוב השווקים המפותחים את הכללים החלים על קסטודיאן ביחס ללקוח. בהמלצות הועדה נמנעה משימוש במונחים "נאמן" או "שלוח" או "שומר" ופשוט לתאר את החובות והמחויבויות של הקסטודיאן. בנוסף לכך הועדה ממליצה כי יחסי מתווך/ קסטודיאן ולקוח יוסדרו מראש בחוזה בכתב המגדיר את המחויבויות על פי החוזה.

ד. אחריות בשל נזק או הפסד ללקוח עקב כשלים במשמורת

ביחס לאחריות יש להבחין בין שלוש שאלות משנה:

1. מהו היקף האחריות שיש להטיל על קסטודיאן ביחס לנזקים שנגרמו ללקוח עקב כשל בשירותי הקסטודי?
2. מהו היקף האחריות שיש להטיל על קסטודיאן ועל מתווך ביחס לנזקים שנגרמו על ידי כשל בשירותי קסטודי שניתנו על ידי קסטודיאן צד ג' שעימו התקשר הקסטודיאן או המתווך?
3. מהו היקף האחריות קסטודיאן צד ג' כלפי קסטודיאן או מתווך וכיצד ראוי להסדיר זאת?

שאלת האחריות היא שאלה מורכבת ביחס לשירותי קסטודי.

מחד, מהות ההתקשרות נועדה להבטיח שמירה נאותה על הנכסים עצמם ועל הזכויות הנובעות מהם, ולכן נזקים שנגרמים עקב כשלים בשירותי קסטודי נוגעים למהות הבסיסית של היחסים, ואין המדובר בעניין

משני שנוצר אגב קשר חוזי. הלקוח מצפה להתקשר עם גורם מקצועי שהתמחותו הבסיסית והעיקרית היא במשמורת נכסים.

הדברים נכונים גם כאשר הלקוח מתקשר עם מתווך אשר משתמש לצורך משמורת בשירותי צד ג'. הלקוח מסתמך על המתווך אשר הינו הגורם המקצועי, לבצע בחירה נאותה של ספק שירותי קסטודי, ולבצע על ספק זה פיקוח נאות. במיוחד נכונים הדברים כאשר ההשקעה מבוצעת בחו"ל וספק שירותי המשמורת לא נמצא בתחומי השיפוט. במקרה כזה לא רק שאין כל קשר ישיר בין הלקוח לקאסטודיאן צד ג', אלא גם קשה לתבוע אותו במקרה של נזק. במצב כזה בודאי חשוב להסדיר את היקף האחריות של המתווך המקומי.

בהקשר זה, כדי לייצר תמריצים לעמידה ושמירה על הסטנדרטים הנאותים למשמורת, אין ספק כי ככל שכלל האחריות יהיה מחמיר יותר הוא יהווה תמריץ אפקטיבי ביותר להבטיח כי השירות יינתן ברמה הגבוהה ביותר. קביעת נורמות וסטנדרטים להתנהלות קסטודיאן או מתווך שאין בצידה הטלת אחריות על הפרת אותן נורמות פוגעת במטרות ההסדרה.

מאידך, מוצדק להטיל אחריות על ספק שירות ככל שהוא יכול ומסוגל לספק את השירות. אם טיבו של השירות מחייב התקשרות עם צד ג' (כגון – השקעה בחו"ל) קיימת שאלה מוצדקת האם ניתן לחייב את המתווך בכל כשל, הגם שהוא עצמו לא סיפק את השירות וגם איננו מסוגל לספק את השירות.

לנוכח מורכבות הנושא הועדה התלבטה בין הפתרונות האפשריים להסדרת שאלה זו. הברירה היתה בין האלטרנטיבה להשאיר את הנושא כולו לטיפול בד"ר הכללי, או לחלופין האפשרות לקבוע הסדר ספציפי.

מבדיקה השוואתית עולה כי בדרך כלל אין סדרה פרטנית של אחריות הקסטודיאן, וכי הנושא מוסדר בד"ר הכללי.

על אף זאת, לאחר התלבטות החליטה הועדה להציע הסדר ספציפי. ההסדר מופיע בהמלצות הועדה ומוצע להתייחס אליו כנקודת מוצא לדיון בשאלה זו במהלך יישום החלטות הועדה. עיקרו של ההסדר -

על פי המלצת הועדה נכון להטיל אחריות מלאה לאובדן נכסי לקוח או נזקים והפסדים לנכסים אלה עקב כשלים במשמורת שסיפק קסטודיאן ללקוח. עם זאת, הועדה מציעה להטיל אחריות מצומצמת יותר לגבי כשלים שנגרמו בידי קסטודיאן צד ג' ובלבד שהוכח כי מדובר בכשלים שמתווך סביר לא יכול היה לצפות אותם, וגם לא יכול היה למנוע את תוצאותיהם. צמצום האחריות יהיה רק במקרה בו הוכח כי המתווך עמד בחובות הזהירות המוטלות עליו לעניין הבחירה והפיקוח על הקאסטודיאן צד ג' וכן כי עמד בכל החובות המוטלות עליו להזהיר את הלקוח מפני הסיכונים הכרוכים בהשקעה הכרוכה בכך.

הועדה ממליצה לשקול בהמשך לכך האם לאור אימוץ כלל שלפיו ישנה אחריות מצומצמת לגבי נזקים שנגרמו כתוצאה ממעשים או מחדלים של קסטודיאן צד ג', הרי שכלל מצומצם זה יחול אך ורק במצבים שבהם לא ניתן לספק משמורת אלא באמצעות שימוש בצד ג' (למשל – משמורת בחו"ל).

נציין כי במהלך דיוני הועדה עלתה שאלה האם יש מקום לקבוע כללים מיוחדים לגבי אחריות קסטודיאן צד ג' כלפי הלקוח במקרה של נזק כתוצאה ממעשים או מחדלים של אותו קסטודיאן צד ג' (לנוכח הגבלת

האחריות (כאמור). הוועדה ממליצה שלא לקבוע כללים מיוחדים וכי הדין הכללי יחול על מצבים אלה. הסיבה לכך היא כי הדגש של הוועדה, בדומה להסדרים בחו"ל, לבחון ולהסדיר את היחסים הישירים של הלקוח עם הגורם המקצועי בשוק ההון, כי גורם זה הוא הגורם המקצועי העומד מול הלקוח, והוא זה שצריך לתת מענה לצרכיו. ברור כי הסדרת יחסים אלה לא גורעת מכל אחריות אחרת לפי הדין הכללי. גישה זו היא גם הגישה המקובלת בשווקים בחו"ל לגבי שאלת אחריות קסטודיאן צד ג' כלפי הלקוח.

רקע משפטי לשאלת האחריות של קסטודיאן כלפי נזקי הלקוח –

להלן נפרט מקצת מן העקרונות ששימשו בסיס לגיבוש המלצות הוועדה.

המקורות המשפטיים שיכולים לסייע בהתייחסות לסוגיית האחריות בדין הכללי נובעים בין השאר מן האופציה לסווג את היחסים המשפטיים בין לקוח כקסטודיאן כסוג של נאמנות. ניתן ללמוד לצורך השוואה מחקיקה בעניין נאמנים המסדירה את נושאי האחריות לנזק. סעיפים 12(א) ו-12(ב) לחוק הנאמנות קובעים –

"(א) נאמן אחראי לנזק שנגרם לנכסי הנאמנות או לנהנים עקב הפרת חובתו כנאמן; על אחריותו לאבדנם ולנזקם של נכסי הנאמנות המוחזקים בידו יחולו הוראות חוק השומרים, תשכ"ז–1967; לענין זה יראו את הנאמן כשומר ואת הנהנים כבעלי הנכסים.

(ב) בית המשפט רשאי לפטור נאמן מאחריותו, כולה או מקצתה, אם פעל בתום לב ונתכוון למילוי תפקידיו".

על פי הסדר זה אחריות הנאמן בגין הפרת חובותיו ניתנת להפחתה על ידי בית המשפט. אחריות לאובדן או נזק לנכסים מוסדרת לפי חוק השומרים.

סעיף 2 לחוק השומרים קובע את "אחריות השומרים". לגבי שומר חינוך, מוטלת אחריות בשל רשלנות של השומר. לגבי שומר שכר רף האחריות צריך להיות מוגבר (שהרי בניגוד לשומר חינוך – יש לשומר שכר טובת הנאה מן השמירה ועל כן הוא חב באחריות גבוהה יותר):

"שומר שכר אחראי לאבדן הנכס או לנזקו, זולת אם נגרמו עקב נסיבות שלא היה עליו לחזותן מראש ולא יכול היה למנוע תוצאותיהן; אך כשהמטרה לשמור על הנכס היתה טפלה למטרה העיקרית של החזקתו, פטור השומר אם אבדן הנכס או נזקו נגרמו שלא ברשלנותו".

סעיף 7 לחוק השומרים מסדיר את האחריות של השומר כאשר הוא מוסר אותו לשומר משנה:

"(א) שומר שמסר את הנכס לשומר-משנה, רואים את מעשיו ומחדליו של השומר המשנה כמעשיו ומחדליו של השומר, ושומר המשנה אחראי גם כלפי בעל הנכס באותה מידה שהוא אחראי כלפי השומר.

(ב) הוראות סעיף קטן (א) יחולו בין אם מסירת הנכס היתה ברשות בעל הנכס

ובין אם היתה שלא ברשותו, ובלבד שאין בהן כדי לגרוע מאחריותו של השומר לפי סעיף 3 או לפי כל דין אחר".

הנקודות העולות מהסדרים אלה –

ראשית, ביחסי לקוח קסטודיאן שמירת הנכס איננה טפלה למטרה העיקרית של האחזקה, אלא המטרה המרכזית בה, ולכן רף האחריות המתאים הוא הרף המחמיר יותר. היינו יש לחייב את הקסטודיאן על נזק לא רק במקרים שכרוכים ברשלנותו בלבד. לכן ההגנה שתוכר היא רק ההגנה לפיה רק כאשר מדובר בנסיבות שלא יכול היה לחזות מראש וגם לא יכול היה למנוע אותן – הוא לא יישא באחריות. השאלה היא האם במקרה של יחסי מתווך שאיננו קסטודיאן ללקוח ניתן להטיל רף אחריות זהה. ניתן לענות על כך בחיוב שהרי ניהול כספי אחרים טומן בחובו ציפיה של הלקוחות שבין כלל השירות אחת ההגנות הבסיסיות היא הגנה על הנכסים.

שנית, ההסדר בחוק השומרים מבהיר כי אותו כלל אחריות חל גם כאשר הנכס נמסר על ידי השומר לשומר משנה ומעשי ומחדלי שומר המשנה מיוחסים לשומר עצמו. בהקשר שלנו: ביחס לאחריות לגבי נזק שנגרם בידי קסטודיאן צד ג' – הרי שהטלת אחריות על מתווך ביחס למעשים ומחדלים של קסטודיאן צד ג' הגיונית בנסיבות העניין מאחר שהיא מתמרצת את המתווך לבחור באופן נאות ולפקח על הקסטודיאן צד ג' שאליו הוא קשור. ההגנה שניתנת בסעיף לפיה הקסטודיאן לא יחוב בשל נסיבות שלא יכול היה לחזות מראש או למנוע את תוצאותיהן נראית כמתאימה גם ביחס למעשים או מחדלים של קסטודיאן צד ג'. יודגש כי ישנם חברים בוועדה שסברו כי יש לתת אפשרות להגנה רחבה יותר במצבים אלה, היינו כי האחריות במקרים אלה תהיה מצומצמת יותר. הוועדה משאירה עניין זה בצריך עיון.

שלישית, ביחס לאחריות ישירה של קסטודיאן צד ג' כלפי הלקוח - ניתן לטעון כי האחריות הישירה של שומר המשנה כלפי בעל הנכס יכולה להיות בעייתית ביותר כאשר מדובר בקסטודיאן צד ג' שאיננו מצוי בתחומי השיפוט של מדינת ישראל.

הדן ההשוואתי:

MiFID - לא עוסקת ישירות בשאלת האחריות. כל חבר באיחוד האירופי רשאי להחליט בסוגיה לגבי מדינתו שלו.

צרפת - ההסדר מצוי בספר III של הרגולציה הכללית של ה-Autorit? Des March?s Financiers (AMF, רשות ניירות הערך הצרפתית). נקבע בו מפורשות שהאחריות של הקסטודיאן כלפי הלקוח שלו אינה מושפעת או מופחתת כתוצאה משימוש בקסטודיאן צד ג' (סעיף 41-322):

"The liability of the custody account-keeper to the holder of a financial-instrument account is not affected by the appointment of another custody account-keeper as agent"

יחד עם זאת כלל זה איננו חל כאשר מדובר בלקוח "כשיר" אשר משקיע מחוץ לצרפת –

"However when a custody account keeper holds financial instruments under foreign law in custody for the account of a qualified investor The custody account keeper may agree to share liability with that investor"

במילים אחרות – האחריות על כשלים שכרוכים בהשקעה בחו"ל מופחתת לנוכח העובדה שהמשקיע בחר במודע השקעה בשוק זר עם הגנות מופחתות ועל כן מצטמצמת אחריות הקסטודיאן .

אוסטרליה - ביחס לקרנות השקעה מנוהלות, ההוראות הרלוונטיות כלולות הן בחקיקה הראשית Australian Securities and Corporations Act, 2001) והן בהנחיות שפורסמו על ידי ה- (ASIC) Investments Commission . מנהלי הקרנות מוגדרים בחוק כ"ישות האחראית" והקסטודיאן (בניגוד לקסטודיאן צד ג') מוזכר כ"agent".

סעיף 601FB(2) של ה-Corporations Act קובע:

"The responsible entity has power to appoint an agent, or otherwise engage a person, to do anything that it is authorised to do in connection with the scheme.

For the purpose of determining whether:

(a) there is a liability to the members;

the responsible entity is taken to have done (or failed to do) anything that the agent or person has done (or failed to do) because of the appointment or engagement, even if they were acting fraudulently or outside the scope of their authority or engagement. "

הנחיות ה-ASIC מתייחסות להסכם בין הקסטודיאן (שאליו מתייחסים בהנחיות כאל השלוח) והקסטודיאן צד ג' (שאליו מתייחסים בהנחיות כאל התת-קסטודיאן):

"The agreement should also cover the liability of the sub-custodian to the responsible entity and the agent when acts or omissions of the sub-custodian make them liable."³³

נקודת המוצא של הנחיות ה-ASIC היא שהפעולות או המחדלים של התת-קסטודיאן יהפכו את הישות האחראית (הקרן) או את ה-agent (הקאסטודיאן) לאחראי – גם אם מדובר בתרמית מצד התת

33 ASIC Regulatory Guide 133 - Managed investments: Scheme property arrangements.

קאסטודיאן. הרגולטור האוסטרלי דורש ששאלת האחריות של התת-קסטודיאן תוסדר בחוזהו עם הקסטודיאן או המתווך.

גם כאן יש להדגיש שרמת ההגנה הגבוהה והטלת כלל אחריות מחמיר קשורים בכך שהלקוח הוא "קרן" השקעה מנוהלת" שזוכה להגנה מיוחדת בחוק.

לגבי אחריותו של קסטודיאן צד ג' כלפי מתווך, לרבות קסטודיאן הפועל כמתווך:

לנוכח החשיפה המשפטית כאמור לעיל, של מתווך לכשלי קסטודיאן צד ג', שיטות משפט שונות מתייחסות להסדרת היחסים ביניהם.

אנגליה – (FSA) Financial Services Authority), מתייחס לנושא על דרך הדרישה כי הסוגיה תטופל בחוזה. בהנחיות לשוק קובע ה-FSA:

"A firm should consider carefully the terms of its agreements with third parties with which it will deposit safe custody assets belonging to a client. The following terms are examples of the issues firms should address in this agreement:...

(8) the provisions detailing the extent of the third party's liability in the event of the loss of a safe custody asset caused by the fraud, wilful default or negligence of the third party or an agent appointed by him." (CASS 6.3.3).

ה-FSA אינו מציין שעל קסטודיאן צד ג' להיות אחראי, אלא רק שיש לקבוע את היקף אחריותו בחוזה. הנחיות אלה חלות על כל ההסכמים מסוג זה עם קסטודיאנס צד ג' (ולא רק כאשר מדובר בנכסי קרנות). הקביעה כי הנושא יידון בחוזה בין הצדדים נובעת ככל הנראה מן העובדה שמדובר בשני צדדים מתוחכמים. בנסיבות אלה, ניתן לצפות שכל צד יבין באופן מלא את החשיפות המשפטיות שלהן הוא חשוף.

ארה"ב - ה-SEC, הקסטודיאן נדרש להכניס לחוזהו עם התת-קסטודיאן הוראות ספציפיות המספקות לקסטודיאן אפשרות תביעה כלפי התת-קסטודיאן בגין הפסדים של נכסי לקוחות:

- (i) The contract must provide:
 - (A) For indemnification or insurance arrangements (or any combination) that will adequately protect the Fund against the risk of loss of Foreign Assets held in accordance with the contract; (Rule 17f-5(c)(2))

הרגולציה האמריקאית מתירה גמישות מסוימת לגבי השגת מטרה זו -

- (ii) The contract may contain, in lieu of any or all of the provisions specified in paragraph (c)(2)(i) of this section, other provisions that the Foreign

Custody Manager³⁴ determines will provide, in their entirety, the same or a greater level of care and protection for the Foreign Assets as the specified provisions, in their entirety.

אולם רמת האחריות של התת-קסטודיאן כלפי הקסטודיאן אינה פוחתת בשל גמישות זו.

הדין האמריקאי הינו המחמיר ביותר ביחס לדינים האחרים שנסקרו. הדרישה היא כי הקסטודיאן צד ג' לא רק יישא באחריות כלפי הקסטודיאן או המתווך אלא גם יספק להם שיפוי.³⁵ אולם יש לציין שתקנה 17f (Rule) מתייחסת לנכסים המוחזקים על ידי חברת השקעות למען משקיעים בקרן ואינה חלה על כל המצבים.

על בסיס המפורט לעיל הועדה החליטה להמליץ כי יחסי המתווך (לרבות קסטודיאן הפועל כמתווך) עם קסטודיאן צד ג' יוסדרו בחוזה אשר יתייחס בין היתר גם לאחריותו של קסטודיאן צד ג' כלפי המתווך במקרה שמעשיו או מחדליו גרמו נזק ללקוח. גישה זו מותירה לצדדים נהל מו"מ על שאלת חלוקת האחריות ויש להם גמישות ביחס לכך. מומלץ על ידי הוועדה כי החוזה יקבע הסדר ברור וודאי.

ה. ביטוח

ביחס למי שיוכר בהסדרה כקסטודיאן מקומי, ממליצה הוועדה כי אחד מתנאי קבלת הרישיון/ההיתר לפעילות יהיה קיומו של ביטוח או אמצעי חלופי המבטיח את יכולתו לעמוד בנזקים שייגרמו לנכסים שבמשמורתו (הדיון בנושא אחריות הקסטודיאן – בסעיף הבא).

ביחס לנכסים המוחזקים על ידי קסטודיאן צד ג' בשוק זר: כפי שצויין בפרק הסוקר את הדין ההשוואתי, בארצות הברית מוטלת דרישה לקיומו של כיסוי ביטוחי מפני הפסד שקשור באחזקת ניירות ערך זרים. תקנה 17f-7 (Rule) דורשת שהחוזה בין הקרן האמריקאית לבין הקסטודיאן **הזר** יכלול:

"indemnification or insurance arrangements (or any combination) that will adequately protect the Fund against the risk of loss of Foreign Assets held in accordance with the contract".

כלל זה מותיר למנהל הקרן (הפועל לעתים רבות דרך הקסטודיאן הגלובלי שלו) שיקול דעת ליצוק תוכן למונח "הגנה ראויה". הפרקטיקה היא שהקסטודיאן הגלובלי של הקרן מבטיח שכל מי שמשמש כנת

³⁴ The Foreign Custody Manager is not the foreign sub-custodian but the US custodian responsible for arranging foreign custody.

³⁵ שיפוי הינו מחמיר יותר מהוראה חוזית פשוטה על אחריות במובן שהוא גם כולל הבטחה לתשלום. הכוונה הרגולטורית עשויה להיות ששיפוי יוכל להוות את הבסיס לזכות קיזוז על מזומנים או נכסים כלשהם של הקסטודיאן צד ג' אשר בחזקת הקסטודיאן.

קסטודיאן שלו מחזיק בפוליסות ביטוח (לדוגמה, ביטוח שיפוי מקצועי) שתת הקסטודיאן עצמו הוא המוטב - אין זה נהוג בשוק כי הקסטודיאן הגלובלי יהיה המוטב על פי פוליסת הביטוח.

בניגוד לכך, גישת ה-MiFID באיחוד האירופי היא פחות מחייבת ומותירה מרחב שיקול דעת רחב יותר. סעיף 16(1)(f) של MiFID רמה 2 דורש שפירמות השקעות -

"introduce adequate organisational arrangements to minimise the risk of the loss or diminution of client assets, or of rights in connection with those assets, as a result of misuse of the assets, fraud, poor administration, inadequate record-keeping or negligence "

הוועדה, נקטה בגישת ביניים בין שתי הגישות הללו:

על פי ההמלצות (סעיף 7) מתוודך ישראלי חייב לקבוע כללים בבחירת קסטודיאן צד ג' שאצלו יפקיד נכסי לקוחות, ואחד מהם הוא האיתנות הפיננסית של המועמד לתפקיד הקסטודיאן צד ג', לרבות, לדוגמה, כל הכיסויים הביטוחיים או הערבויות שהוא המוטב שלהם. לפיכך, בעוד שביטוח הוא בוודאי יסוד שיש לשקול בהקשר של היציבות של הקסטודיאן צד ג', מקורות אחרים של יציבות הינם תקפים באותה מידה וניתן לסמוך עליהם במקום ביטוח כאשר מגבשים מסקנה באשר ליציבות. אין זה דרישה הכרחית שלקסטודיאן צד ג' בשוק זר יהיה כיסוי ביטוחי, אף כי זהו אחד האמצעים המקובלים.

בנוסף לכך כאמור לעיל, הוועדה ממליצה על הטלת אחריות על המתוודך ביחס להפסדים הנגרמים כתוצאה מפעילות קסטודיאן צד ג', כאשר הוא יכול להוכיח תנאים מסוימים לשלילת אחריות זו. הוועדה מאמינה כי הטלת האחריות תחייב את המתוודך בהתקשרות עם קסטודיאן צד ג', למצוא פתרונות מתאימים לחלוקת האחריות כאמור.

יש לציין כי הפרקטיקה המקובלת בקרב קסטודיאנס גלובליים היא לבטח את פעילות הסליקה והמשמרת (הביטוח מופעל פר עסקה) – למרות שהקסטודיאן בדרך כלל לא חושף ללקוחותיו את היקף הביטוח.

נספח 1

עקרונות להסדרת שירותי קסטודי בשוק ההון הישראלי

המלצות הוועדה הבין-משרדית

נספח זה לדוח העיקרי מפרט את המלצות הוועדה לרגולציה של שירותי קסטודי בשוק ההון הישראלי.

הגדרות

מכשירים פיננסיים המצויים בבעלות באחזקה בניהול או בניהול אדמיניסטרטיבי של לקוח של קסטודיאן או של מתווך; ³⁶	"נכסי לקוח" (client assets)
מזומנים המצויים בבעלות, בניהול או בפיקוח של לקוח של קסטודיאן או מתווך;	"מזומנים של לקוח" (client cash)
ישות אשר מספקת משמרת על נכסי לקוח בתוך המערכות והרישומים שלה; ³⁷	"קסטודיאן" (custodian)
ישות אשר בוחרת קסטודיאן צד ג' ומפקידה נכסי לקוח אצל קסטודיאן צד ג' שכזה; ³⁸	"מתווך" (intermediary)
ישות שאצלה מפקיד המתווך נכסי לקוח לצורך משמורת, בין אם ישות כזו הינה קסטודיאן או מתווך; ³⁹	"קסטודיאן צד ג'" (third party custodian)

³⁶ הלקוח עשוי להיות הבעלים הישיר של נכסי הלקוח או, לחליפין, עשוי להיות קרן, מנהל תיקים, מתווך, קסטודיאן גלובלי או סוג אחר של ספק שירותים. לפיכך, הנוסחה "בבעלות, באחזקה בניהול או בניהול אדמיניסטרטיבי" משמשת הן כאן והן בהגדרה של מזומנים של לקוח. לעניין המשמעות של ניהול וניהול אדמיניסטרטיבי, ניהול משמעו ניהול עם שיקול דעת של המנהל, ניהול אדמיניסטרטיבי משמעו ניהול ללא שיקול דעת של המנהל.

³⁷ הנקודה המרכזית כאן היא שקסטודיאן יכול לספק שירותי משמורת במישרין, ללא הצורך להפקיד את נכסי הלקוח אצל קסטודיאן צד ג'. בשוק הישראלי, חברי מסלקת הבורסה בתל אביב הינם הישויות היחידות העונות להגדרה זו. יובהר כי המסלקה אינה נחשבת קסטודיאן, קסטודיאן צד ג' או מתווך וההמלצות שבנספח זה אינם חלים עליה.

³⁸ המונח מתווך עשוי, תלוי בנסיבות, להתייחס לברוקר, אשר לאחר שקיבל הוראת רכישה, בוחר את הקסטודיאן שיחזיק את נכסי הלקוח שנרכשו, או עשוי להיות הישות אשר - למרות שהינה קסטודיאן - אינה מתכוונת להחזיק בעצמה את נכסי הלקוח הספציפיים שנרכשו, אלא במקום זאת בוחרת קסטודיאן צד ג' שיעשה כן. דוגמה שכיחה למקרה האחרון היא כאשר קסטודיאן או ברוקר ישראלי מקבל הוראה לרכוש ניירות ערך שאינם ישראליים עבור לקוח שלו ומסדיר קסטודי בתחום שיפוט זר.

לפיכך, המונח מתווך מכסה כל ישות שהינה אחראית להסדרת קסטודי של נכסי לקוח עם קסטודיאן צד ג'. כפי שמורה ההגדרה, על מנת שההגדרה תחול, דרושות שתי פעולות – (i) בחירה של קסטודיאן צד ג' ו(ii) הפקדה של נכסי הלקוח אצלו. במקרים שבהם לקוח נותן לישות הוראה להפקיד נכסי לקוח אצל קסטודיאן צד ג' ספציפי (כלומר, הלקוח מבצע את הבחירה בעצמו), כללים אלה אודות קסטודי לא יחולו ביחס לנכסי לקוח כלשהם שעליהם חלה הוראה כזו.

"מכשיר פיננסי" (financial instrument)

ניירות ערך כמוגדר בסעיף 1 של חוק ניירות ערך התשכ"ח-1968 וכן יחידות של קרן סגורה כמוגדר בחוק השקעות משותפות בנאמנות התשנ"ד-1994 וכן כל חוזה או הסדר אחרים, בין אם הוכנסו למסחר ובין אם לא, ובין אם סולקו פיזית או במזומן ובין אם לא, פעולה הדורשת תשלום של כסף על ידי צד אחד לצד אחר ואשר נועדה ליצור הטבה או תשואה פיננסית לאחד הצדדים או להגן על אחד הצדדים נגד סיכון פיננסי, לרבות על ידי התייחסות לנכס בסיס, לשער ריבית, לשער חליפין, למדד או לסחורה (commodity).

לקוח שאיננו לקוח כשיר

לקוח שאינו מנוי ברשימת הלקוחות הכשירים בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995.

משמורת על נכסי לקוחות

1. קסטודיאן או מתווך המספק, או המסדיר, משמורת על נכסי לקוחות ו/או על מזומנים של לקוחות, יפעל בכדי לוודא שיובטחו ויישמרו זכויות הבעלות בנכסים ובמזומנים של הלקוח, וכן שיובטחו ויישמרו הזכויות הנובעות מן הבעלות בנכסים ובמזומנים ובכלל זה, שיתקבלו דיבידנדים, תשלומי ריבית, הודעות וזכויות שונות המגיעות ללקוח מכוח בעלותו בנכסים ובמזומנים.
2. קסטודיאן או מתווך המספק, או המסדיר, שירותי קסטודי יעמיד בין היתר מערכות ארגוניות שתכליתן למזער אבדן, נזק או פגיעה בנכסים ובמזומנים, או בזכויות הנובעות מן הבעלות בנכסים.
3. קסטודיאן או מתווך רשאי לספק שירותי משמורת רק ללקוחות שאיתם חתם על חוזה/מסמך בכתב המסדיר את היחסים המשפטיים ביניהם, ובכלל זה קובע את הזכויות, החובות והאחריות של כל צד בהתאמה לכללים והדרישות כמפורט בנספח זה.

הפרדת נכסים, רישום, ניהול חשבונות והתאמות

4. הקסטודיאן או המתווך לא יערב בספריו -
 - א. נכסים של לקוח אחד עם נכסים של לקוח אחר; וכן -
 - ב. נכסי לקוח עם נכסי הקסטודיאן או המתווך.

³⁹ הקסטודיאן צד ג' עשוי כשלעצמו להיות (i) קסטודיאן המספק בעצמו שירותי קסטודי או (ii) מתווך המפקיד את נכסי הלקוח אצל ישות אחרת. הדוגמה השכיחה ביותר לאירוע שבו הקסטודיאן צד ג' הינו מתווך תהיה כאשר מדובר בקסטודיאן גלובלי המחזיק נכסי לקוח אצל תת-קסטודיאן בתחום שיפוט זר.

5. על קסטודיאן או מתווך לנהל רישומים וחשבונות אשר מפרידים באופן ברור בין נכסי לקוחות שונים ומאפשרים לו לזהות ללא דיחוי את הנכסים המוחזקים עבור כל אחד מהלקוחות.
6. על קסטודיאן לבצע התאמות שוטפות בין הרישומים שהוא מנהל ביחס לנכסי לקוח לבין הרישומים המנוהלים אצל מסלקה או גורם אחר שאצלו מוחזקים נכסי לקוח. על מתווך, לרבות קסטודיאן שפועל כמתווך, לבצע התאמות שוטפות בין הרישומים שהוא מנהל ביחס לנכסי לקוח לבין הרישומים המנוהלים אצל קסטודיאן צד ג' שבאמצעותו מוחזקים נכסי לקוח.
7. על קסטודיאן או מתווך לעגן וליישם נהלים פנימיים שמטרתם להבטיח קיומם של סטנדרטים גבוהים של רישום וניהול ביחס לנכסי לקוח וביחס למזומנים של לקוח על מנת למנוע ככל שניתן את האפשרות לנזק ללקוח עקב כשל או רשלנות.

מזומנים של לקוח

8. בסמוך לאחר קבלת מזומנים מלקוח, קסטודיאן או מתווך יבטיחו שהם מופקדים בבנק (כמוגדר בחוק הבנקאות (רישוי) התשמ"א-1981) או, במקרה שהמזומנים של הלקוח מוחזקים בקשר לעסקה בניירות ערך מחוץ לישראל, גם בבנק מורשה בתחום שיפוט שמחוץ לישראל.
9. כאשר קסטודיאן או מתווך מפקיד מזומנים של לקוח בבנק בהתאם לאמור לעיל, הוא יוודא שכספי הלקוח מוחזקים בחשבון נפרד ממזומנים השייכים לקסטודיאן או למתווך. הקסטודיאן או המתווך ינקוט בכל הצעדים הדרושים על מנת לוודא שהן הבנק בו מופקד הכסף והן כל צד שלישי (כולל נושים של הקסטודיאן או המתווך) לא יראו בכספים הללו ככספי הקסטודיאן או המתווך. בכל מקום שבו הדבר אפשרי מבחינה תפעולית, קסטודיאן או מתווך יבטיחו שחשבונות שבהם מופקדים מזומנים של לקוח מיועדים בספרים של הבנק צד ג' כ"קסטודיאן או מתווך] עבור לקוחות".
10. על מנת למלא את מחויבותו לשמור על זכויות לקוחות בקשר למזומנים של לקוח, קסטודיאן או מתווך יישם סטנדרטים גבוהים ונהלים פנימיים קפדניים בבחירה, במינוי ובבדיקה תקופתית של כל בנק שאצלו הוא מפקיד ומחזיק מזומנים של לקוח. כאשר הוא בוחר איזה בנק בתחום שיפוט זר ישמש למטרה זו, המתווך יקח בחשבון את איתנותו הפיננסית של הבנק הזר.

11. קסטודיאן או מתווך ינהל רישום בכתב לגבי –

- א. השיקולים שעל בסיסם בחר להתקשר עם בנק לצורך הפקדה והחזקה של מזומני לקוחו, וכן
- ב. תוצאות הבדיקה התקופתית שנערכת לכל אחד מהבנקים שעימו הוא קשור לצורך הפקדה ואחזקת מזומני לקוחות.

דוחות ללקוחות

12. קסטודיאן ומתווך יספקו לכל לקוח דוחות תקופתיים המפרטים את הנכסים והמזומנים שעבורם הם מספקים או הסדירו שירותי קסטודי, תוך פירוט הרכישות והמכירות של נכסי לקוח במהלך התקופה מאז הדוח האחרון מסוג זה.

13. במקרים שבהם קסטודיאן או מתווך התקשר בעסקאות או הסדיר אותן תוך שימוש בנכסי לקוח, הוא יספק ללקוח העתקי נייר של כל אחד מן הפריטים הבאים:

- א. אישור ביחס לכל עסקה המפרט את תנאיה, אשר יישלח ללקוח מייד עם ביצועה של העסקה;
- ב. דוחות תקופתיים של כל העסקאות הללו, לרבות הפרטים של העסקה והעמלה או תשלומים אחרים שהתקבלו על ידי הלקוח בקשר לכל עסקה שכזו.

14. כאשר המידע הכלול באישורים ובדוחות הנדרשים לעיל זמינים ללקוח באמצעות האינטרנט, הלקוח רשאי לוותר על זכותו לקבל העתקי נייר.

קסטודיאנס צד ג' – התקשרות, מעקב, תיעוד ופיקוח

15. מתווך, לרבות קסטודיאן כאשר הוא פועל כמתווך, חייב לפעול בזהירות, במיומנות ובשקידה ביחס לבחירה ולהתקשרות עם קסטודיאן צד ג' אשר אצלו יפקיד המתווך את נכסי הלקוח. ביישום האמור לעיל המתווך, בין היתר, יקבע כללים לגבי המפורט להלן ויתעד את יישום הכללים הללו בתהליך הבחירה של קסטודיאן צד ג':

- א. היכולת של הקסטודיאן צד ג' לספק רמת שירות נאותה המאפשרת למתווך לעמוד בדרישות המוטלות עליו לפי כללים אלה
- ב. האיתנות הפיננסית של הקסטודיאן צד ג' כגון הון עצמי, דירוגי אשראי, ביטוח, ערבויות או אמצעים אחרים.

16. מתווך, לרבות קסטודיאן כאשר הוא פועל כמתווך, יערוך בדיקות תקופתיות שוטפות של קסטודיאן צד ג' אשר אצלו הפקיד המתווך את נכסי הלקוח, שבהן יבחן את התקיימותם השוטפת של הכללים שנקבעו על ידו לצורך התקשרות עם קסטודיאן צד ג' כאמור לעיל.

17. מתווך, לרבות קסטודיאן כאשר הוא פועל כמתווך, ינהל תיעוד בכתב של המפורט להלן:

- א. הבדיקות שביצע בעת הבחירה וההתקשרות עם קסטודיאן צד ג'
- ב. תוצאות הבדיקות התקופתיות של כל קסטודיאן צד ג' שעימו הוא קשור.

18. מתווך, לרבות קסטודיאן כאשר הוא פועל כמתווך, יתקשר בחוזה או מסמך התקשרות להסדרת היחסים המשפטיים עם כל קסטודיאן צד ג'. חוזה/מסמך התקשרות כזה יכיל בין היתר את המפורט להלן:

- א. הוראות שנועדו להבטיח שהמתווך יוכל לעמוד בדרישות המוטלות עליו בהתאם לנספח זה.
- ב. כללים לעניין אחריותו של קאסטודיאן צד ג' כלפי המתווך בגין הפסד שנגרם לנכסי לקוח על ידי מעשיו או מחדליו של הקסטודיאן צד ג'.
19. מתווך, לרבות קסטודיאן כאשר הוא פועל כמתווך, ינקוט בכל הצעדים הדרושים על מנת לוודא שנכסי לקוח המוחזקים אצל קסטודיאן צד ג' מופרדים בפועל מנכסים בבעלות המתווך והקסטודיאן צד ג'.
20. מתווך, לרבות קסטודיאן הפועל כמתווך, ינקוט בכל הצעדים הדרושים על מנת לוודא שכל נכסי הלקוח המוחזקים אצל קסטודיאן צד ג' מופקדים בחשבון בשם המתווך או מוחזקים באופן דומה על ידי הקסטודיאן צד ג' כך שזכויותיו של המתווך בקשר לנכסי הלקוח מתועדים בבירור.
21. מתווך, לרבות קסטודיאן הפועל כמתווך, ינקוט בכל הצעדים הדרושים על מנת לוודא שיידרשו ויתקבלו דיבידנדים, תשלומי ריבית, הודעות וזכויות שונות המגיעות ללקוח מכוח בעלותו בנכסים המוחזקים עבורו בידי קסטודיאן צד ג'.
22. המתווך או הקסטודיאן הפועל כמתווך, המחזיק נכסי לקוח אצל קסטודיאן צד ג' ינקוט בכל הצעדים הדרושים על מנת לגרום לכך שחשבונות שבהם מוחזקים נכסי לקוחות אצל הקאסטודיאן צד ג' ייקראו או יישאו שמות/כותרות המלמדים באופן ברור על היותם כאלה (לדוגמא: חשבון בשם "[שם המתווך] עבור לקוחות", או לחלופין ייעודם יהיה ברור בדרך רישומית אחרת).
23. מתווך, לרבות קסטודיאן כאשר הוא פועל כמתווך, יודא שנכסי לקוח המוחזקים אצל קסטודיאן צד ג' ניתנים בכל עת להעברה חופשית לאחר מתן הוראה של המתווך לקסטודיאן צד ג', בכפוף לתשלום עמלות לקסטודיאן צד ג' המגיעות לו בקשר לשמירה על אותם נכסים.
24. מתווך, לרבות קסטודיאן כאשר הוא פועל כמתווך, יודא שיש לו זכות לקבל עותקים מהרישומים המנוהלים על ידי הקסטודיאן צד ג' בקשר לנכסי לקוח שהופקדו אצל קסטודיאן צד ג' באופן סדיר וכן על פי דרישה.
25. מתווך, לרבות קסטודיאן כאשר הוא פועל כמתווך, יקבל דוחות תקופתיים ודוחות מצב חשבון מהקסטודיאן צד ג' המתעדים את כל העסקאות ויתרות המלאי והכסף הקשורות לנכסי הלקוח.
26. קסטודיאן או מתווך לא יעניקו או ייצרו בגין נכסי לקוח זכות כלשהי לקיזוז, שעבוד או ריבית על ניירות ערך, למעט זכות חוזית לשעבוד המוענקת על ידי מתווך, לרבות קסטודיאן כאשר הוא פועל כמתווך, לטובת קסטודיאן צד ג' בקשר לדמי שמירה או דמי ניהול המגיעים לקסטודיאן צד ג' כזה בקשר לנכסי לקוח שהופקדו אצלו על ידי מתווך כזה.
27. מתווך, לרבות קסטודיאן הפועל כמתווך, יפעל ככל שניתן על מנת להפקיד ולהחזיק נכסי לקוח אצל קסטודיאן צד ג' הפועל במדינה בה קיימת הסדרה ראויה לגבי מתן שירותי קסטודי. במידה ואין הדבר אפשרי, ייתן אזהרת סיכון ללקוח כנדרש להלן.

28. בעת שנודע למתווך, לרבות קסטודיאן כאשר הוא פועל כמתווך, כי הקסטודיאן צד ג' אינו מציית למחויבויותיו למתווך וכתוצאה מכך המתווך מנוע מציות לכללים אלה, הוא ימשוך את כל נכסי הלקוח מהקסטודיאן צד ג' בהקדם האפשרי הסביר.

עסקאות בנכסי לקוח

29. נכסי לקוח לא ישמשו בעסקאות מכל סוג שהוא (לרבות כאשר הלקוח מקבל עמלה או תשלום אחר בגין שימוש שכזה בנכסיו) ללא הסכמה מראש בכתב של הלקוח.

30. בהסכמה המוזכרת לעיל יפורטו לפחות העניינים הבאים:

- א. הפרמטרים והתנאים שיחולו על עסקאות כאמור;
- ב. מידע ברור, מלא ומדויק לגבי המחויבויות והאחריות של הקסטודיאן או המתווך ביחס לשימוש בנכסי לקוח, לרבות תנאי השבתם;
- ג. הסבר אודות הסיכונים הכרוכים בעסקאות והצהרת הלקוח שהוא מבין את הסיכונים הללו; וכן פרטים אודות עמלות או תשלומים כלשהם המגיעים ללקוח ביחס לעסקאות.

31. ביחס לשימוש בנכסי לקוחות בעסקאות קסטודיאן או מתווך יוודא שמתקיימות הדרישות המפורטות להלן -

- א. הבקורות התפעוליות והנהלים הפנימיים שלו מספקים על מנת להבטיח שרק נכסים השייכים ללקוחות שחתמו על הסכם בהתאם לסעיף 26 משמשים לצורך ביצוע עסקאות על ידי הקסטודיאן או המתווך.
- ב. לגבי עסקאות המבוצעות תוך שימוש בנכסי לקוחות מתנהל רישום קפדני ומדויק.
- ג. במידה ונכסי לקוח כאמור מוחזקים על ידי הקסטודיאן או המתווך בחשבון אומניבוס המוחזק על ידי קסטודיאן צד ג', בוצעו כל הצעדים הנוספים הנדרשים על מנת לציית לסעיפים קטנים (א) ו - (ב).

אזהרות סיכון, הודעות והסכמה של הלקוח

32. עובר להפקדת נכסים של לקוח שאיננו לקוח כשיר לראשונה אצל קסטודיאן צד ג' כלשהו, מתווך, לרבות קסטודיאן הפועל כמתווך, יודיע ללקוח שנכסיו יוחזקו אצל קסטודיאן צד ג' ויפרט לו את הסיכונים המיוחדים לכך ובכלל זה:

- א. סיכונים שכרוכים בפעולות ומחדלים של הקסטודיאן צד ג';
- ב. סיכונים הנובעים מאי נזילות של הקסטודיאן צד ג'; וכן
- ג. הצורך להשתמש בחשבון אומניבוס על מנת להחזיק כספי הלקוח אצל מוסד צד ג'.

33. המתווך או הקסטודיאן הפועל כמתווך יודיע ללקוח במועד הראשון שבו מתברר לו כי לא ניתן לבצע את ההוראה של הלקוח אלא בנסיבות שלהלן:

- א. בתחומי שיפוט שבהם שירותי קסטודי אינם כפופים להסדרה; או
- ב. כאשר הקסטודיאן אינו מסוגל, מבחינה תפעולית, להפריד בין נכסי הלקוח לבין הנכסים של המתווך או של הקסטודיאן צד ג'.
- חובת ההודעה תהיה ביחס להוראה הראשונה שניתנת על ידי הלקוח ביחס לתחום השיפוט האמור או ביחס לקסטודיאן צד ג' האמור.
34. ביחס ללקוח שאיננו לקוח כשיר, הרי בנוסף להודעה כאמור לעיל המתווך או הקסטודיאן הפועל כמתווך יפעל כמפורט להלן:
- א. המתווך יפרט ללקוח את הסיכונים הכרוכים בהשקעה בנסיבות המתקיימות לעיל.
- ב. ביחס לאחזקת נכסי לקוח בתחום שיפוט זר, המתווך יזהיר את הלקוח שהחוק החל בתחום השיפוט הזר עשוי להיות שונה מההסדרה המקומית ועשוי שלא לספק את אותה רמת הגנה על זכויות בעלות.
- ג. לקוח שאיננו לקוח כשיר כאמור יאשר בכתב את ההודעה ואת העובדה שהבין את אזהרת הסיכון כאמור והוא מעוניין לבצע את העסקאות.
35. מתווך, לרבות קסטודיאן כאשר הוא פועל כמתווך, יודיע ללקוח על כל שיעבוד, זכות קיזוז או זכות אחרת על ניירות ערך שבהם קסטודיאן צד ג' כלשהו עשוי להחזיק על נכסים של אותו לקוח.

ביקורת חיצונית רואה חשבון

36. רואה חשבון בלתי תלוי חיצוני יבחן לפחות פעם בשנה אם הקסטודיאן או המתווך מציינים לדרישות הרגולטוריות ביחס לשירותי הקסטודי הניתנים על ידם, ויכין דו"ח מפורט ביחס לבדיקה שבוצעה על ידו הדוח יכלול ניתוח ובחינה של האפקטיביות של הבקורות והנהלים שנקבעו על ידי הקסטודיאן או המתווך על מנת לציית לדרישות הכלולות בנספח זה.

אחריות

37. קסטודיאן אחראי לאובדן נכסי הלקוח או לנזק או הפסד שנגרם ללקוח כתוצאה מכשלים במשמורת של אותם נכסים. מתווך או קסטודיאן הפועל כמתווך יהיה אחראי ביחס לנכסי הלקוח אשר הופקדו בידי קסטודיאן צד ג' זולת אם האובדן ההפסד או הנזק נגרמו עקב נסיבות שלא היה עליו לחזותן מראש ולא יכול היה למנוע תוצאותיהן וכן אם הוכיח כי קיים באופן נאות את החובות המוטלות עליו לעניין הבחירה וההתקשרות עם קסטודיאן צד ג' וכן הפיקוח השוטף עליו, וכן את חובות מתן אזהרות והודעות ללקוח.

דרישות בסיסיות למתן שירותים

38. אישור לפעול כקסטודיאן יינתן על ידי הרגולטור הישראלי הרלוונטי בכפוף, לכל הפחות, לדרישות הבסיסיות שלהלן:⁴⁰

- א. הפונה הוא חברה (או צורה אחרת של התאגדות הנחשבת על ידי הרגולטור להולמת) אשר הינה מאוגדת בישראל או רשומה בישראל כתאגיד זר;
- ב. הפונה מציינת לדרישות ההון המינימלי;
- ג. הפונה ביצע ביטוח שיפוי מקצועי או קיבל ערבויות בנקאיות או הפקיד מזומנים או ניירות ערך, בסכום שייקבע;
- ד. הפונה מקיים מערך ממשל תאגידי הולם.
- ה. פעילותו היחידה של הפונה היא כספק שירותים פיננסיים;
- ו. הפונה מקיים מערכות ונהלים, לרבות ביחס לטכנולוגיה ולכוח האדם, שיאפשרו לו לספק את שירותיו באופן יעיל ובטוח;
- ז. הבעלים וההנהלה של הפונה נחשבים מתאימים, מהימנים ובעלי ניסיון מספק או כשירות מספיקה.

39. לאחר הענקת האישור, יש לציית לדרישות בסעיף 39 על בסיס מתמשך. אי ציות לדרישות על ידי קסטודיאן ישמש עילה לביטול האישור על ידי הרגולטור הישראלי הרלוונטי.

מיסוי

40. הוראות דיני המס בישראל ימשיכו לחול על קסטודיאן, קסטודיאן צד ג' או מתווך, לפי העניין, ביחס לתושבי חוץ אשר יעשו שימוש בקסטודיאן/ קסטודיאן צד ג'/מתווך לשם השקעתם בישראל, הן לעניין חבות המס (או הפטור) והן לעניין ניכוי המס במקור בגין הכנסות שנצמחו או שהופקו בישראל, והכול בין אם ההשקעה בוצעה באמצעות חשבונות ספציפיים על שם הלקוח תושב החוץ ובין אם בוצעה באמצעות חשבונות אומניבוס. הדיווח, הזיהוי והאחריות כלפי רשות המסים בישראל לגבי השקעות תושבי חוץ שבוצעו באמצעות חשבונות אומניבוס, יבוצעו בהתאם להנחיות רשות המסים בעניין זה.

41. הוראות דיני המס בישראל ימשיכו לחול על קסטודיאן, קסטודיאן צד ג' או מתווך, לפי העניין, ביחס לתושבי ישראל אשר יעשו שימוש בקסטודיאן/ קסטודיאן צד ג'/מתווך לשם השקעתם בישראל ו/או מחוץ לישראל, הן לעניין חבות המס (או הפטור) והן לעניין ניכוי המס במקור מההכנסות הנובעות מהשקעות אלו.

⁴⁰ הרגולטורים האחראים לביצוע סעיף זה עשויים להוסיף דרישות נוספות על סטנדרטים בסיסיים אלה.