



רשות ניירות ערך

הוראה למנהלי הקרנות ולנאמנים בדבר הפרדה בין פעילות מנהל קרן לעושה שוק ביחידות הקרן

הוראה לפי סעיף 97(ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994

כללי

לאחרונה גובשו במסגרת תיקונים לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 תשתיות לשני סוגים חדשים של קרנות נאמנות סגורות, שצפויים לעורר לחיים את המכשיר של קרן סגורה, שעד כה היה קיים בעיקר על דפי ספר החוקים: קרן טכנולוגיה עלית וקרן סל. המכנה המשותף לשתיהן, בהיותן קרנות סגורות, הוא רישום היחידות למסחר בבורסה. אמצעי חשוב להבטחת הסחירות ביחידות הקרן הוא מינוי עושה שוק ליחידות. ביחס לקרנות סל, בהתחשב בלקחי העבר, מינוי עושה שוק נקבע כחובה על פי תקנות השקעות משותפות בנאמנות (קרנות מחקות), התשע"ח-2018 (להלן – "תקנות קרנות מחקות"). בקרנות הייטק הוא לא נקבע כחובה, אך צפוי כי יבוצע בפרקטיקה (לקרן ההייטק שכבר רשמה יחידות למסחר מונה עושה שוק). מטרתה של הוראה זו להבטיח כי יתקיימו עקרונות בסיסיים שחייבים להתקיים במערכת היחסים בין מנהל הקרן לעושה השוק ביחידות של קרן, וביניהם: כי לעושה השוק לא יהיה מידע עודף על הנכסים המוחזקים בקרן, או על אופן שערך הנכסים המוחזקים בה, אשר עלול להעניק לו יתרון בלתי הוגן בציטוט מחירים, על פני הציבור הפועל במסחר ביחידות הקרן; כי מנהל הקרן לא יוכל לבצע באמצעות עושה השוק אפלייה במרווחי הציטוט בין סוגים שונים של משקיעים, או מתן הטבה האסורה לפי החוק באמצעות ציטוט מחירים, בעסקאות בבורסה או מחוצה לה, המגלמים לעושה השוק הפסד.

הצורך להבטיח כי לא תהיה בין מנהל הקרן לעושה השוק ולהיפך העברת מידע, מחייב הפרדה מבנית מוחלטת ביניהם. למרות האמור, הותר ביחס לעשיית שוק בקרנות סל בלבד, במסגרת תקנות, כי עושה השוק יהיה חברה קשורה למנהל הקרן, אך לא חברה השולטת בה או בשליטתה, וזאת על רקע ההיסטוריה של חברות תעודות הסל, בהן נעשתה עשיית השוק באמצעות חברות הקבוצה. היתר זה אינו גורע מההפרדה המבנית הנדרשת בין שתי החברות, ומקיום מנגנונים שלא יאפשרו העברת מידע אשר אסור להעברה כאמור.

המענה להערות הציבור מקבל מענה בנוסח ההוראה עצמו ובטבלת הערות הציבור. ההערות העיקריות התייחסו לשני הנושאים הבאים:

- 1) שאלת העברת מידע לעושה השוק בלבד (ולא לציבור);
- 2) היחס בין הוראה זו לבין טיוטת החוזר בנושא זה אשר נדון בין סגל הרשות לבין מנהלי הקרנות הקיימים והעתידיים עם כניסת תיקון 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 לתוקף.

לגבי הנושא הראשון הובהר, כי ההוראה נועדה למנוע שני אלו: (1) מצב שבו לעושה השוק מידע עודף על פני הציבור; (2) הטיית של מנהל הקרן על ידי עושה השוק במידע שיש לו ובאופן זה להשפיע על ניהול ההשקעות של מנהל הקרן בקרן הסל אשר ביחידותיה מתבצעת עשיית השוק. לכן, מנהל הקרן אינו יכול לשתף את עושה השוק בלבד במידע שברשותו. עליו לעדכן בכך גם את הציבור. לגבי הנושא השני הובהר כי ההוראה קובעת עקרונות בדבר הפרדה בין פעילות מנהל הקרן לפעילות עושה השוק ביחידות הקרן ונועדה לכלול הסדר כולל לעניין זה וזאת חלף החוזר האמור. ככל שנדרשת התייחסות פרטנית של סגל הרשות, הדבר יעשה באמצעות הליך פניה מקדמית של מנהל הקרן.

לאור זאת, מוצע כי הרשות, בהתאם להחלטתה ומתוקף סמכותה לפי סעיף 97(ב) לחוק, תיתן הוראה כדלקמן:

ההוראה

1. עושה שוק לקרן שאינה קרן סל לא יהיה חברה השולטת במנהל הקרן או חברה בשליטת חברה כאמור.
2. מנהל הקרן לא יעביר לעושה השוק ועושה השוק לא יעביר למנהל הקרן, במישרין או בעקיפין, כל מידע שיש בו כדי להשפיע על התנהלות מנהל הקרן או עושה השוק, אשר אינו מצוי באותה עת בידי הציבור ובכלל זה, לא יועבר מידע על אודות הנכסים שמחזיק כל אחד מהם, החשיפה שלו לנכסים כלשהם, דפוס הפעילות של כל אחד מהם לכיסוי החשיפות או שוויו של נכס כלשהו המוחזק על ידי מי מהם.
3. אין באמור בסעיף 2 לעיל כדי למנוע העברת המידע הבא מעושה השוק ביחידות של קרן סל למנהל הקרן, בתנאים הקבועים להלן:
 - 3.1. במהלך יום המסחר – מידע בדבר צפי יצירות ופדיונות לאותו היום;
 - 3.2. קבע מנהל הקרן תמהיל לתשלום בתמורה עבור הזמנת יחידות, המשאיר לעושה שוק שיקול דעת בין תשלום במזומן לתשלום בנכסים היוצרים חשיפה לנכס המעקב – נתון אודות שווי סל נכסים היוצר חשיפה במתאם מלא לנכס המעקב, אותו מתחייב עושה השוק להעביר למנהל הקרן בתמורה להזמנת יחידות, ובלבד שאותו נתון יימסר לא יאוחר משעה שקבע מנהל הקרן בתשקיף או בדוח, ואשר לא תקדם לשעה היעודה.
4. מנהל הקרן ועושה השוק יקיימו מנגנונים מיוחדים להבטחת קיום האמור בסעיף 2 לעיל, ובכלל זה ינקטו את הצעדים הדרושים לשם קיום הפרדה פיזית אפקטיבית בין עובדי מנהל הקרן לעובדי עושה השוק, ולמידור עובדי כל אחד מהם מנגישות למידע על פעילות ההשקעות והמסחר של הצד האחר ומהיכולת להשפיע על קבלת החלטות השקעה של הצד האחר.

5. מנהל הקרן לא יהיה מעורב בקביעת המחירים בהם מתחייב עושה השוק לקנות או למכור יחידות, בין בבורסה, לרבות בעסקה מתואמת, ובין בעסקה מחוץ לבורסה. אין באמור כדי למנוע ממנהל קרן לדרוש מעושה השוק, במסגרת דרישות לעניין איכות השירות של עשיית השוק, לנקוט מדיניות כללית של צמצום מרווחי הציטוט של מחירי היחידות, ובלבד שאינה כוללת התייחסות לעסקה מסויימת, למשקיע מסויים או לסוגי משקיעים.
6. עושה השוק לא יעביר למנהל הקרן, עובר לביצוע עסקה ביחידות הקרן בבורסה או מחוץ לה, פרטים אודות עסקה כאמור.
7. עושה השוק לא יתחייב למכור או לקנות יחידות, בעסקה מתואמת או בעסקה מחוץ לבורסה, במחיר המגלם לו הפסד בהתחשב בעלות ההתכסות שהוא צופה או בגובה התמורה שהוא מצפה לקבל ממימוש ניירות ערך לצורך ביצוע העסקה.
8. מנהל הקרן יקבע נוהל, שיאושר על ידי הדירקטוריון ועל ידי הנאמן, להבטחת עמידתו בהוראה זו.