



רשות ניירות ערך

תיקון ההוראה למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר קרנות שבמדיניות ההשקעות שלהן התחייבות לחשיפה גבוהה לנכסים ובדבר תדירות האיזון הנדרשת בקרנות מחקות

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

דברי הסבר

רקע

בשנים האחרונות הוגשו לרשות מספר בקשות היתר לתשקיפים לקרנות בשיעורי מינוף גבוהים מאד (לדוגמא מספר קרנות שמדיניות ההשקעות המוצעת שלהן כללה אפשרות של מינוף עד פי שבעה) על מטבע הדולר ועל מדדים שונים. בקשות אלה העלו את הצורך לבחון התאמתה של קרן כאמור לענף קרנות הנאמנות, בהינתן אופיה של קרן נאמנות כמכשיר שנועד לגוון את השקעותיו של הציבור הרחב, תוך דגש על היות המוצרים נגישים וברורים לכל משקיע ומתאימים לציבור משקיעים אשר בחלקו אינו בעל מומחיות מספיקה בשוק ההון, וכל זאת בהתחשב במסגרת הרגולטורית המסדירה את פעילות הקרנות, לרבות חובות האמון והזהירות החלות על מנהלי הקרנות והנאמנים.

שינויים במסגרת המשפטית לעניין תעודות סל ממונפות

בענף תעודות הסל מוסדרות המגבלות על מינוף, ככל שקיימות, מכוח תקנון הבורסה. בעבר ניתן היה לרשום למסחר תעודות ממונפות מכוח הנחיות זמניות של הבורסה. הנחיות אלו לא עוגנו בתקנון הבורסה בשל החשש כי פעילות ההתכסות של מנפיקי תעודות הסל הממונפות על מדדים מקומיים עלולה לפגוע בתקינות המסחר בבורסה. תוקפן של ההנחיות כאמור לא הוארך ומחודש פברואר 2009 לא ניתן היה עוד לרשום למסחר תעודות ממונפות נוספות. החל מחודש ינואר 2013 בעקבות הנחיות זמניות ובהמשך – תיקון תקנון הבורסה והארכת תוקף ההנחיות, ניתן שוב רישום למסחר של תעודות ממונפות, בכפוף למגבלות אשר נועדו לצמצם את ההשפעה על המסחר בניירות הערך הנכללים במדדים אחריהם עוקבות התעודות ולשמור על תקינות המסחר. ההנחיות המעודכנות קבעו מגבלות על מנגנון האיזון, על שיעורי המינוף וכיוון החשיפה וביחס לתעודות על מדד ת"א 25 – גם על שווי התעודות המונפקות. מגבלות על שיעור המינוף הוטלו גם ביחס לתעודות

על מדדים זרים, כאשר מטרתן של אלה לצמצם את היקף המוצרים המורכבים והממונפים הנסחרים בבורסה ואת מידת מורכבותם, לצורך הגנה על המשקיעים.

סגל הרשות הגיע למסקנה כי יש לבחון מחדש את נושא המינוף גם בקרנות, תוך שימת דגש על קרנות נאמנות המתחייבות להיות בשיעורי חשיפה גבוהים, באמצעות מינוף, באופן קבוע לאורך זמן.

השלכות אפשריות של התחייבות לחשיפה גבוהה

תנודתיות גבוהה

קרנות נאמנות אשר באמצעות מינוף נמצאות בחשיפה גבוהה לנכס באופן קבוע עשויות לייצר תנודתיות גבוהה ביותר (עד כדי תשואות דו ספרתיות חיוביות או שליליות, על בסיס יומי), טומנות בחובן סיכונים מרובים בעקבות הפעילות הנרחבת שנדרשת להתבצע בהן באמצעות מכשירים פיננסיים דוגמת נגזרים. מקום ששיעור החשיפה לנכס כלשהו נתון לשיקולו דעתו של מנהל הקרן במסגרת מדיניות ההשקעות שקבע, ההנחה היא כי הוא שוקל בכל עת את הסיכונים הגלומים בה ובדרכי יצירתה במסגרת חובות האמות והזהירות המוטלים עליו, אולם מקום שמדיניות ההשקעות של הקרנות כוללת התחייבות לחשיפה גבוהה, המחייבת אותן לבצע פעילות כאמור באופן רציף לצורך ניהולן והשגת מטרתן, הסיכון הגלום בהן גבוה עוד הרבה יותר.

קשיי תפעול ובקרה

בבדיקות שערך סגל הרשות עלה, לא אחת, כי ניהול קרנות המתחייבות לחשיפות גבוהות וכן הבקרה עליהן הינם מורכבים ביותר, הן למנהל הקרן והן לנאמן אשר נדרש לפקח על ניהול הקרנות בידי מנהל הקרן.

אשר לעצם האפשרות ליצור חשיפה בשיעורים גבוהים בקרן, התקנות מתייחסות לכך כמוסבר לעיל ולא מגבילות את שיעור החשיפה לסוגי נכסים או שיעור החשיפה הכולל בקרן אשר נקבע בהסכם הקרן שלה ובתשקיף כי היא קרן ממונפת. התקנות עוסקות אם כן בהגבלת שיעורי החשיפה בפועל, ואולם נראה שלאור המוסבר לעיל לעניין הסיכונים הנעוצים בצורך להתכסות בכל רגע בחשיפות גבוהות, הסיכונים הכרוכים בפעילות בנגזרים והסיכונים התפעוליים הגלומים בפעילות כאמור, יש צורך גם בהסדרת שיעורי החשיפה שמנהל קרן **רשאי להתחייב לגביהם במדיניות ההשקעות** למניות או למט"ח.

חשש להשפעה על תקינות המסחר

הדאגה לתקינות המסחר בבורסה, זירת פעולתם העיקרית של קרנות הנאמנות, היא חלק מתפקידה של הרשות לשמור על עניינם של בעלי היחידות בקרנות. מבחינת ההשפעה על המסחר בבורסה, אין לדעתנו הבדל מהותי בין תעודות סל לקרנות נאמנות העוקבות אחר מדדים ישראלים, ואין רלוונטיות לכך שיחידות של קרנות פתוחות אינן נסחרות בבורסה. קרן פתוחה שהתחייבה במדיניות ההשקעות שלה להיות בכל עת בחשיפה גבוהה לנכס, או לנהל את ההשקעות באופן המיועד להשיג תוצאות שהן כפולה של שיעור השינוי בנכס כלשהו (שניהם להלן- התחייבות לחשיפה), נדרשת

להתכסות לצורך עמידה במדיניות ההשקעות בדומה לתעודות הסל ולכן פוטנציאל ההשפעה שלה על המסחר אינו שונה באופן מהותי. פגיעה בתקינות המסחר פוגעת מטבע הדברים בניהול תקין והוגן של הקרן שהשקעותיה נעשות באותם ניירות ערך או מכשירים פיננסיים ממש.

לפיכך, בהקשר של קרנות המשקיעות בני"ע הנסחרים בבורסה בישראל - גם מן הטעם של חשש להשפעה על תקינות המסחר, וכפועל יוצא מכך הפגיעה בניהול תקין והוגן של הקרן, יש מקום לפעול להסדרת שיעור ההתחייבות לחשיפה שמנהל קרן רשאי לקבוע במסגרת מדיניות ההשקעות והגילוי בעניינם, בדומה לאלה שהוטלו על תעודות הסל, אך תוך התחשבות בהבדלים בין המכשירים.

ביום 31 ביולי 2018 אשרה מליאת הרשות תיקון בהוראה זו.

במסגרת הכניסה לתוקף של תיקון מס' 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשע"ז-2017 (להלן - "תיקון החוק") באוקטובר 2018, יהפכו תעודות הסל, המוסדרות כיום כאג"ח תחת חוק ניירות ערך, לקרנות נאמנות המוסדרות באופן מפורט ומחייב תחת חוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994 (להלן - "חוק הקרנות"). במסגרת חוק הקרנות ניתן יהיה להציע שני מכשירי השקעה פאסיביים במהותם - קרן מחקה פתוחה וקרן מחקה סגורה שיחידותיה רשומות למסחר בבורסה ("קרן סל").

כיום, בהתאם לפרקטיקה הקיימת, מבוצע בקרן נאמנות שבהתאם למדיניות ההשקעות שלה שיעור החשיפה שלה למדד או לסחורה אחריהם היא עוקבת גבוה בכל עת מ- 120% בערך מוחלט ("ממונפת") איזון יומי של נכסי הקרן לצורך שמירה על רמת המינוף הקבועה במדיניות ההשקעות. כאשר על תעודות סל, אשר מחויבות לפעול בהקשר זה בהתאם לתקנון הבורסה מהיותן מוצר נסחר, חלות מגבלות שונות. כך למשל, תקנון הבורסה קובע שלגבי תעודת סל ממונפת העוקבת אחר מדד ת"א 35 נדרש לבצע איזון חודשי (ולא יומי) בפוזיציית ההשקעה, וכן אם חלה תנודה במדד העולה על 15% - יבוצע איזון מיידי.

סוגיית האיזון רלוונטית באותה מידה גם לקרנות מחקות ממונפות, נסחרות ושאינן נסחרות.

סוג נוסף של קרנות מחקות בהן נדרש לבצע איזון הוא קרנות מחקות שהן משולבות - בקרנות כאמור נדרש איזון של נכסי הקרן לשם יצירת חשיפה לנכסי המעקב המשולבים בה, בהתאם למשקלם כפי שעולה ממדיניות ההשקעות של הקרן, מתיאור נכס המעקב שלה ומשמה.

על מנת לאפשר יכולת השוואה בין מוצרים מחקים שונים (נסחרים ושאינם נסחרים) ועל מנת לייצר וודאות באשר לאופיים של מוצרים אלו, גם מבחינת מערכי הייעוץ בבנקים (שהרי תדירות איזון משפיע בהכרח על התנהגותו של המוצר ועל תשואתו), תוקנה הוראה זו כך שתסדיר גם את תדירות איזון הנכסים הנדרשת במוצרים המחקים שאינם ממונפים ושאינם נסחרים. בהתאם, קובעת ההוראה-

1. קרנות מחקות ממונפות ינוהלו רק על מדד ת"א 35 או על מדד שאינו מדד מקומי (זוהי ממילא תוצאה הנובעת מכללי ההשקעה החלים על הקרנות לעניין פעילות בנגזרים, ומכך שבבורסה נסחרים חוזים עתידיים על מדד מקומי זה בלבד), ויבוצע בהן איזון חודשי, ואיזון מיידי אם

כתוצאה מתנודה שחלה ביום מסויים במדד, שיעור השינוי המצטבר במדד ממועד האיזון האחרון בקרן עולה על 15% ;

2. בקרנות מחקות משולבות יבוצע איזון חודשי, ואיזון מיידי אם כתוצאה מתנודה שחלה ביום מסויים באחד מהמדדים המרכיבים את נכס המעקב, שיעור השינוי המצטבר באותו מדד ממועד האיזון האחרון בקרן עולה על 10%.

מעבר לאמור, ביחס לקרנות מחקות עם התחייבות לחשיפה גבוהה לנכס מעקב (שאינו מטבע) או לחשיפה הפוכה, שאינן מנוטרלות מטבע (קרנות "נאסד" ק כפליים" וכד'), קובעת ההוראה כי לא תהיה בהן ההתחייבות למינוף או לחשיפה הפוכה לשינויים במטבע. זאת הואיל וזו הפרקטיקה הקיימת בקרנות כאמור, מתוך תפיסת היסוד שהמשקיע מצפה להשקיע באופן ממונף או בחשיפה הפוכה בנכס ייחוס מסוים, אך לא במטבע שהנכס חשוף אליו.

בנוסף, על פי תקנון הבורסה כיום (וגם לאחר כניסתו לתוקף של תיקון 28 ביחס לקרן סל), על מנהל תעודת סל בחסר (חשיפה הפוכה) לקבוע בתנאי התעודה (ובקרן – בהסכם הקרן), כי בעת שערך המדד יגיע לפי ארבע ממחיר הקרן, היא תבצע פדיון מיידי. בהתאם, קובעת ההוראה כי בהסכם הקרן של קרן מחקה חשיפה הפוכה (לרבות קרן מחקה פתוחה שאינה נסחרת ותקנון הבורסה לא רלוונטי לגביה) ייקבע כי מקום שערך המדד יגיע לערך שבו היחס בין השינוי בו לבין תשואת הקרן צפוי להיות גבוה מ- 1:4 – הקרן תפורק. מנהל הקרן יידרש לציין בתשקיף ערך זה ואת דבר העובדה שבהגיע המדד לערך כאמור הקרן תפורק.

בהתאם להחלטת הרשות ומתוקף סמכותה לפי סעיף 97(ב) לחוק ניתנת הוראה כדלקמן:



רשות ניירות ערך

הוראה למנהלי הקרנות והנאמנים לפי סעיף 97 (ב) לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994 בדבר קרנות שבמדיניות ההשקעות שלהן התחייבות לחשיפה גבוהה לנכסים ובדבר תדירות האיזון הנדרשת בקרנות מחקות

בהוראה זו –

"איזון" – בקרן מחקה ממונפת – איזון נכסי הקרן לשם השגת רמת המינוף שנקבעה במדיניות ההשקעות של הקרן; בקרן מחקה משולבת - איזון של נכסי הקרן לשם יצירת חשיפה לנכסי המעקב המשולבים בה, בהתאם למשקלם כפי שעולה ממדיניות ההשקעות של הקרן, מתיאור נכס המעקב שלה ומשמה;

"קרן ממונפת" – קרן שבהתאם למדיניות ההשקעות שלה שיעור החשיפה שלה למדד או לסחורה אחריהם היא עוקבת גבוה בכל עת מ-120% בערך מוחלט;

"קרן חשיפה הפוכה" – קרן שהתחייבה במדיניות ההשקעות שלה להשיג את ייעודה כאמור בהגדרת "קרן חשיפה הפוכה" בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (סיווג קרנות לצורך פרסום), התשס"ח – 2007.

1. מנהל קרן רשאי להתחייב במדיניות ההשקעות של קרן בניהולו לשיעור חשיפה לסוג נכס (מניות או מט"ח) שלא יעלה על 320% ולא יהיה נמוך מ-220% (מינוס 220%), מהשווי הנקי של נכסי הקרן.

2. מנהל קרן יגביל, במידת הצורך, את מספר היחידות במחזור של קרן ממונפת שבניהולו, שנכס הייחוס או נכס המעקב שנקבע לה הינו מדד ניירות ערך הנסחרים בישראל, בהתחשב במחזורי המסחר בנכס הייחוס או בנכס המעקב ו/או בנכסים הכלולים באלו, ויבחן נושא זה באופן שוטף.

3. לא תוצע לציבור קרן מחקה ממונפת העוקבת אחר מדד מקומי שאינו מדד ת"א 35.

4. מועדי איזון בקרן מחקה –

4.1 בקרן ממונפת יבצע מנהל הקרן איזון חודשי של נכסי הקרן ביום חישוב המחירים האחרון של החודש, ובקרן ממונפת העוקבת אחר מדד ת"א 35 – ביום המסחר הקודם ליום בו נקבע מדד ת"א 35 למימוש, והכל לשם השגת רמת המינוף שנקבעה במדיניות ההשקעות. בנוסף, אם שיעור השינוי המצטבר במדד ממועד האיזון

האחרון בקרן עולה על 15% ביום מסחר מסוים - יבצע מנהל הקרן איזון גם לא יאוחר מיום חישוב המחירים שלאחר היום האמור.

4.2 בקרן משולבת יבצע מנהל הקרן, ביום חישוב המחירים האחרון של החודש, איזון חודשי של נכסי הקרן לשם יצירת חשיפה לנכסי המעקב המשולבים בה, בהתאם למשקלם כפי שעולה ממדיניות ההשקעות של הקרן, מתיאור נכס המעקב שלה ומשמה; בנוסף, אם שיעור השינוי המצטבר ממועד האיזון האחרון באחד מהמדדים המרכיבים את נכס המעקב עולה על 10% ביום מסחר מסוים יבצע מנהל הקרן איזון גם לא יאוחר מיום חישוב המחירים שלאחר היום האמור.

5. בקרן מחקה חשיפה הפוכה –

5.1 מנהל קרן חשיפה הפוכה יקבע בהסכם הקרן כי בהגיע ערך נכס הייחוס או נכס המעקב לערך בו היחס בין השינוי בו לבין תשואת הקרן צפוי להיות גבוה מ- 1:4 – תפורק הקרן;

5.2 בתשקיף הקרן יצויין ערך המדד שבהגיע המדד אליו, יהיה היחס בין השינוי בו לבין תשואת הקרן צפוי להיות 1:4 וכי בקרות האמור הקרן תפורק.

6. קרן מחקה ממונפת, שמדיניות ההשקעות שלה יוצרת חשיפה למטבע, וקרן מחקה חשיפה הפוכה (ממונפת או שאינה ממונפת), תנוהל באופן המיועד להביא לכך ששיעור החשיפה שלה למטבע יהיה 100%.

7. דרישות גילוי – בתשקיף של קרן ממונפת, קרן מחקה משולבת וקרן מחקה חשיפה הפוכה, ובדוח שנתי של קרנות כאמור, יציין מנהל הקרן, תחת הכותרת "גורמי סיכון ייחודיים להשקעות הקרן ואופן ניהולה", בין היתר, את הפרטים הבאים, בהתאמה לפי העניין של מועדי האיזון (ככל שרלוונטי):

7.1 ניהול הקרן מיועד להשיג תשואה יומית השווה בקירוב לשיעור השינוי היומי במחיר נכס הייחוס כשהוא מוכפל בשיעור המינוף. השפעתו המצטברת של המינוף על תשואת הקרן על פני זמן, עשויה להביא לכך כי תשואת הקרן לאותה תקופת זמן תהיה שונה ממכפלת שיעור השינוי במחיר נכס הייחוס בשיעור המינוף.

מצ"ב להלן דוגמא בלבד להסבר הנדרש כאשר הקרן הינה קרן ממונפת פי 3 בלונג: נכס הייחוס של הקרן שהינו מדד עומד ביום הראשון על 1000 נקודות ומחיר הקרן 1000. ביום השני עלה נכס הייחוס ב-10% ועמד על 1100 נקודות. מחיר יחידת הקרן עלה בהתאם לשיעור המינוף ועומד על 1300. ביום השלישי נכס הייחוס ירד בשיעור של 9.09 אחוזים ועמד חזרה על 1000 נקודות. מחיר יחידת הקרן ירד בהתאמה, בשיעור של 27.3 אחוזים (בהתאם לשיעור המינוף של הקרן) ונקבע על 945.5. בדוגמא זו ניתן לראות כי בעוד שנכס הייחוס נותר על כנו לאחר שלושה ימים, מחיר יחידת הקרן ירד ב-5.5 אחוזים. הבדל כאמור בין מחיר נכס הייחוס לבין מחיר יחידת הקרן, לאחר שלושה ימים, נובע מההשפעה המצטברת של המינוף.

יום בשבוע	מדד	שינוי באחוזים	מחיר קרן ממונפת פי 3	שינוי באחוזים
יום א'	1000		1000	
יום ב'	1100	10.00%	1300	30.00%
יום ג'	1000	-9.09%	945.5	-27.27%

7.2 כי מחירי הנגזרים המשמשים את מנהל הקרן לצורך יצירת המינוף, מושפעים מעלויות ריבית, ואף זה עלול לגרום לכך שתשואת הקרן תהיה פחותה ממכפלת שיעור השינוי במחיר נכס הייחוס בשיעור המינוף שנקבע במטרת הקרן.

הוראת מעבר

הוראה זו תיושם בדוחות המעבר שיוגשו לקרנות אשר יהפכו לקרנות סל ותעודות סל אשר יהפכו לקרנות אגב כניסתו לתוקף של תיקון 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשע"ז-2017 (להלן – "תיקון החוק") וביחס לקרנות קיימות אחרות – לא יאוחר מהמועד הקובע שבו תעודות סל וקרנות מחקות, בעלות סיווג זהה לאותה הקרן, עתידות להפוך לקרנות סל; לעניין זה, "מועד קובע" - כפי שקבוע בצו השקעות משותפות בנאמנות (מועדים קובעים לתעודות סל ההופכות ליחידות קרן), התשע"ח-2018.

תחילת התיקון להוראה

תחילתו של התיקון להוראה האמורה, עם כניסתו לתוקף של תיקון החוק.