

טיוטת תיקון ההוראה למנהלי קרנות נאמנות בדבר ניהול ההשקעות

בקרן מחקה -

לאישור המליאה אחרי הערות ציבור

רקע

סעיף 61 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן - "החוק") קובע כי על מנהל קרן להשקיע את נכסי הקרן בהתאם למדיניות ההשקעות של הקרן שנקבעה בהסכם הקרן, בתשקיף או בדוח שהוגש לפי החוק. בהתאם להגדרה שבסעיף 1 לחוק, קרן מחקה היא קרן שלפי מדיניות ההשקעות שלה ייעודה השגת תוצאות הנגזרות משיעור השינוי במחיר מדד או סחורה (להלן - "נכס המעקב").

לפיכך, לעמדת הרשות, על מנהל הקרן להחזיק, בכל עת, בנכסים היוצרים חשיפה במתאם גבוה לנכס המעקב, בין אם בהחזקה ישירה בניירות הערך המרכיבים את נכס המעקב ובין אם באמצעות פעילות בנגזרים או במכשירי השקעה אחרים. פעילות אחרת שאינה עולה בקנה אחד עם האמור עלולה להביא להגדלת הסיכון הטמון בקרן, ליצירת פער עקיבה ואינה מתיישבת עם ייעודה של הקרן. הוראה זו נועדה להסדיר את אופן ניהול ההשקעות של קרן מחקה כהגדרתה בחוק (להלן: "קרן מחקה" או "הקרן") באופן העולה בקנה אחד עם תכלית הקרן, עם מדיניות ההשקעות שלה ועם חובות הזהירות החלות על מנהל קרן ביחס לקרן מחקה.

הוראה זו בנוסחה המקורי נכנסה לתוקף בשנת 2018, בעת הליכי החקיקה של תיקון 28 לחוק, אשר הפך את תעודות הסל לקרנות נאמנות. כעת עולה צורך בתיקון ההוראה, וזאת לנוכח הניסיון שנצבר ברשות בפיקוח השוטף על הקרנות המחקות, וכן הניסיון המצטבר של מנהלי הקרנות בניהול קרנות כאמור, בזמן שחלף מאז תיקון החוק. סגל הרשות סבור כי יש לתקן הוראה זו באופן שיאפשר למנהלי הקרנות המחקות גמישות רבה יותר בניהול ההשקעות בקרנות המחקות, וזאת מבלי לפגוע בחובתם לשמור על מתאם גבוה בין ביצועי הקרן המחקת לביצועי נכס המעקב, זאת יחד עם הגברת דרישות גילוי על אודות הקרן. כמו כן, במסגרת תיקון ההוראה מוצע להקל ולהרחיב את אפשרויות מנהלי הקרנות בכל הנוגע לנכסים נוספים שניתן להחזיק בקרן מחקה.

לדעת הסגל קיימת חשיבות במתן גמישות גבוהה יותר למנהלי הקרנות. העברת אחריות על ההלימה בין נכסי הקרן להרכב נכס המעקב של הקרן למנהל הקרן עצמו, תואמת את העיקרון העומד בבסיס ענף קרנות הנאמנות, לפיו על מנהל הקרן לעשות את מירב המאמצים לשם השגת מטרת הקרן – להשיא תשואה דומה ככל הניתן לתשואת נכס המעקב. בהתאם לכך, המשקיעים מתגמלים את מנהלי הקרנות המשיגים באופן מדויק יותר את מטרות הקרן, והדבר יוצר תמריץ מהותי התואם את האינטרסים של המשקיעים. התיקונים בהקשר זה נחוצים גם בשל העובדה שגמישות ניהולית

מאפשרת תגובה יעילה יותר למצבי קיצון, חלף כללים נוקשים שאינם מאפשרים זאת, ואינם יכולים לצפות את כל התרחישים האפשריים.

נימוקים לדרישות הגילוי בהוראה

באפריל 2022 פרסם ארגון IOSCO לאחר עבודת מחקר ארוכה, רשימת הצעות לחיזוק הרגולציה של הקיימת על ETF-ים (Good Practice For Consideration)¹. המסמך מדגיש את חשיבותו של מנגנון ארביטראז' יעיל ומתפקד במוצרי ETF ודוחק ברגולטורים השונים שהרגולציה שלהם עדין לא קובעת תנאים שמאפשרים מנגנון ארביטראז' יעיל, לפעול לכך באמצעות מספר צעדים וביניהם: קידום שקיפות הרכב הנכסים (portfolio holdings) ושקיפות הרכב סל יצירה/פדיון (creation or redemption basket) היכן שלא קיימת חובה רגולטורית לכך; חיזוק חישוב מדויק יותר של מחיר INAV היכן שהנתון מפורסם; בקרה שוטפת על APs (Authorized Participant) ועושי שוק בדגש על תפקוד מנגנון הארביטראז'; התקשרות עם מספר רב של APs ועושי שוק והימנעות מהתקשרות בלעדית עם עושה שוק מסוים כדי לא לפגוע בתחרות; גיבוש הסכמים שיבססו מנגנון ארביטראז' יעיל כולל התמודדות עם תרחישים בהם המנגנון לא מתפקד כראוי ועוד.

מנגנון ארביטראז' יעיל שומר על מחיר ה-ETF בשוק המשני קרוב ככל הניתן למחיר ה-NAV (שווי הוגן) של הקרן. היכולת של AP לפדות וליצור מול מנהל הקרן ולנצל סטייה של מחיר ה-ETF ממחיר ה-NAV ליצירת רווח, שומרת על מרווחי BID-ASK מצומצמים, תורמת לניליות גבוהה יותר ומצמצמת עלויות למשקיע. החשיבות שרואים הרגולטורים השונים בשמירה וחיזוק המנגנון מוצאת ביטוי בעיגון תנאים בהוראות הדין שיאפשרו את יעילות המנגנון. ליצירת מנגנון ארביטראז' יעיל נדרשים מספר תנאים כמו שקיפות יומית של הרכב הנכסים בקרן ויצירת סביבה לעשיית שוק תחרותית.

להבדיל מהאופן בו פועלים מוצרי ETF בעולם, קרנות הסל, שהן המוצר המקומי המקביל לETF, פועלות בשוק בשקיפות לא מספקת. מנהלי הקרנות אינם מפרסמים מחיר אינדיקטיבי לקרנות הנסחרות, הרכב נכסים בקרנות מדווח פעם בחודש ומפורסם בעיכוב של 60 ימים, לא ניתן גילוי ביחס למרווחי ציטוט של עושה השוק או מידע על הפרש העקיבה של הקרן בתדירות שיכולה לתרום לציבור המשקיעים המקומי בכדי לקבל החלטת השקעה מושכלת. בעוד שבשווקים מקבילים ישנם מנגנונים שנועדו להבטיח מנגנוני ארביטראז' יעילים בשוק המקומי המצב הפוך וזאת נוכח חסמים המונעים מהם לפעול ביעילות בשוק המקומי וכן חוסר שקיפות במידע. דרישות הגילוי בהוראה אינן מתיימרות לפתור את בעיית התחרות בעשיית שוק בקרנות הסל לאור הבעיות המבניות והעדר תמריצים למנות עושה שוק נוספים. בשלב זה, מטרת התיקון להוראה היא לצמצם את פערי הגילוי הקיימים בענף ניהול הקרנות בשוק המקומי ביחס למקובל בעולם. דרישות הגילוי המוצעות יסייעו

¹ מצ"ב קישור למסמך

לשפר את שקיפות שוק הקרנות המחקות ויעצימו את היכולת של המשקיע לקבל החלטת השקעה מושכלת, לצורך כך התיקון להוראה מחיל מספר חובות גילוי חדשות על מנהלי הקרנות המחקות:

שווי הוגן אינדיקטיבי (INAV) – שער INAV הינו מחיר אינדיקטיבי של שווי יחידה בקרן בזמן אמת בהתבסס על השינוי במחירי הנכסים המרכיבים את קרן הסל. לרוב, הנתון מחושב על ידי צד שלישי בתדירות של 60 או 15 שניות. שער INAV נועד לשמש את משקיעי הריטייל לצורך קבלת החלטת השקעה מושכלת וכתמריץ לעושי השוק לצטט קרוב אליו. בעולם אין אחידות בנוגע לדרישה לפרסם INAV. ישנן מדינות בהן הדרישה לפרסום שער ה-INAV היא חובה רגולטורית, מדינות אחרות בהן מדובר בתנאי של הבורסה לרישום ETF למסחר ומדינות אף ללא דרישה רגולטורית לפרסום הנתון. השונות מוסברת בין היתר בקיומו של מנגנון ארביטראז' יעיל, היקף הגילוי והשקיפות על אודות המוצר והרכב נכסיו לציבור, מספר עושי השוק הפועלים בכל קרן ועוד.

בשנת 2019 בוטלה בארה"ב הדרישה לפרסום הנתון ממספר סיבות, לרבות, הקושי לפרסם INAV במדדים גלובליים שהנכסים המרכיבים אותם נסחרים באזורי זמן שונים, תנדטיות קיצונית של הנתון במצבי משבר שעלול להטעות משקיעים והעובדה שהנתון לא תורם למנגנון ארביטראז' מאחר ששחקנים מתוחכמים מחשבים אותו באופן עצמאי. על אף ביטול החובה לפרסום INAV בארה"ב, מנהלים רבים מפרסמים את הנתון וולונטארית באתרים שלהם או באתרים של ספקי מידע. באירופה אין חובת פרסום INAV מכוח הרגולציה ואולם בורסות רבות כמו הבורסה השוויצרית, האיטלקית והגרמנית מחייבות פרסום של הנתון כתנאי לרישום הקרנות למסחר. באוסטרליה, הודו והונג קונג ישנה דרישה רגולטורית לפרסום הנתון היכן שהדבר ישם (כלומר בשעות בהן יש חפיפה בשעות המסחר).

בהעדר מנגנון ארביטראז' יעיל בשוק המקומי, בהעדר תחרות בתחום עשיית השוק המקומית ובהיעדר מידע שיסייע לציבור המשקיעים בישראל לקבל החלטה השקעה מושכלת בקרנות סל, סגל הרשות סבור כי נכון לדרוש במסגרת תיקון ההוראה פרסום של שער INAV בקרנות הסל.

מרווח ציטוט של פקודות קנייה ומכירה (BID-ASK SPREAD) חציוני – תחום עשיית השוק בקרנות סל מאופיין בחוסר תחרות אשר בא לידי ביטוי בכך שבכל קרן סל יש עושה שוק אחד. פרסום מרווח ציטוט של פקודות קנייה ומכירה (BID-ASK SPREAD) חציוני יאפשר לציבור להשוות בין איכות עשיית השוק בקרנות אשר עוקבות אחר אותם מדדים ואף להשוות, מקום בו יש רק קרן אחת על מדד מסוים, את מרווח המדד אל מול מרווח עושה השוק בקרן וכך לקבל החלטת השקעה מושכלת. כמו כן, הדבר יהווה תמריץ לעושי השוק לצמצם את מרווחי הציטוט.

גילוי על הרכב נכסים טרם תחילת המסחר – נכון להיום, מנהל קרן מחקה, בדומה למנהל קרן אקטיבית מפרסם את הרכב הנכסים בקרנות אחת לחודש. פרסום המידע בעיכוב לא מאפשר לשחקני ארביטראז' לחשב באופן עצמאי את מחיר הקרן לאורך יום המסחר ולפעול לניצול הזדמנויות ארביטראז' בשוק המשני, וכפועל יוצא מכך לצמצם עבור ציבור המשקיעים את מרווחי הציטוט. מנפיק ETF אמריקאי, נדרש על פי דין לפרסם באתר מנהל הקרן, מדי יום, טרם תחילת המסחר, את הרכב הנכסים המוחזקים בקרן. מדובר במידע קריטי לקיומו של מנגנון ארביטראז' מתפקד ופרסומו מהווה סטנדרט בתחום קרנות הסל בעולם. דרישת המידע ממנפיק הקרנות המחקות המקומיות מצמצמת את פערי המידע הקיימים בין משקיע בETF זר למשקיע בקרנות סל בשוק המקומי ומהווה צעד משמעותי לביסוס מנגנון ארביטראז' יעיל.

מידע על אודות מיקום הקרן ברצועת דמי הניהול המשתנים - מודל דמי ניהול משתנים בקרנות סל הוא ייחודי לשוק המקומי ונקבע בקרנות המחקות לפי החלטה של מנהל הקרן. חישוב מחיר הוגן של קרן מחקה מחייב מידע גם לגבי מיקום הקרן ברצועת דמי הניהול המשתנים (או מחוץ לרצועה).

מידע עדכני ככל שניתן בדבר שיעור טעות העקיבה (tracking error) והפרש העקיבה (tracking difference) בקרן ב-12 החודשים האחרונים – בדומה למידע על מרווח ציטוט מדובר במידע שיאפשר השוואה בין קרנות ובאופן כללי יהווה אינדיקציה ליכולת העקיבה של הקרן.

דרישות הגילוי החדשות שנקבעו בתיקון המוצע צפויות להטיל על מנהלי הקרנות תוספת עלויות לעומת המצב הקיים. עם זאת, סגל הרשות סבור כי פערי המידע הקיימים היום בין השחקנים השונים בשוק ופערי השקיפות ביחס למקובל בעולם, גדולים מדי ויש להתקרב לסטנדרט המקובל בעולם. פרסום הרכב נכסים בקרן, פרסום INAV (מחיר אינדקסיבי תוך יומי של קרן הסל) ונתונים נוספים המפורטים בהוראה זו הם חלק מסל צעדים אשר נועדו להתגבר על מבנה השוק הקיים ולחזק את אמון המשקיעים בקרנות המחקות.

הסגל לא קיבל לידי נתונים מבוססים על תוספת העלות הצפויה מדרישות הגילוי החדשות אך המידע הנדרש הוא מידע שנמצא כבר היום בידי מנהלי הקרנות ולכן ההנחה היא כי בהינתן שהמידע כבר מצוי בידי מנהלי הקרנות, המשאבים הנוספים הנחוצים לשם הצגתו לציבור המשקיעים לא יהיו גדולים יתר על המידה.

בהתאם לסעיף 2)44 לחוק עקרונות האסדרה לא נדרש ביצוע דוח הערכת השפעה (RIA) לעניין אסדרה שלקידומה בוצעו פעולות משמעותיות כפי שקבע העומד בראש התאגיד הציבורי. טיטוט תיקון ההוראה שבנדון הוכנה במשך תקופה ארוכה שבמהלכה נערכה בחינה של המצב בעולם ושיח עם גורמים רלוונטיים רבים, הובאה למליאת הרשות בחודש דצמבר 2022 עוד לפני כניסת חוק

עקרונות האסדרה לתוקף, ופורסמה להערות ציבור ב-15 בינואר 2023. יצויין כי ההוראה נותרה במבנה ובתכנים הבסיסיים שגובשו כאמור זה מכבר, על אף התאמות לא מעטות שנעשו בעקבות הערות הציבור לטיוטת ההוראה. על כן מוצע לאשר כי לא נדרש דוח הערכת השפעה בהתאם לפטור האמור. יצוין, כי אף בהינתן הפטור, קידום ההוראה נעשה תוך הצגת המטרות בבסיסה, פירוט תכניה, בחינת דין השוואתי, ותהליך סדור של הערות ציבור.

עיקרי הערות הציבור לטיוטה

טיוטת ההוראה פורסמה להערות הציבור באתר הרשות ביום 15 בינואר 2023 לתקופה של 45 ימים. במהלך התקופה התקבלו הערות מאיגוד מנהלי הקרנות, איגוד הנאמנים ועושי שוק.

התיקונים בהוראה מסומנים בשני צבעים, צבע אחד (אדום) מסמן את התיקונים ביחס להוראה המקורית ואילו הצבע השני (כחול) מסמן את התיקונים כפועל יוצא מהערות הציבור שהתקבלו.

עיקרי הערות:

- **ההוראה אינה פותרת את בעיית היעדר התחרות בעשיית השוק בקרנות הסל** – פעילים בשוק ביקשו אגב התיקון לפתור את בעיית היעדר התחרות בעשיית השוק בקרנות הסל באמצעות אימוץ מתווה שהרשות פרסמה ב-20 לאוגוסט 2020 ("עשיית שוק בקרנות סל – תיקונים בחלק השלישי של תקנון הבורסה") ולחילופין באמצעות ביטול גורף של עמלות המרה/יצירה בעסקאות קרנות לכל גוף אשר ירשם בבורסה כעושה שוק. הסגל ממליץ לדחות את ההערה – ההוראה עוסקת בניהול ההשקעות בקרן מחקה, בנכסים שהיא יכולה להחזיק ובהגברת השקיפות במוצרים מחקים, השינוי המבוקש חורג מגדר ההוראה. יחד עם זאת, יצויין כי הסגל מודע לכשל השוק הקיים בתחום עשיית השוק בקרנות הסל, ביטול עמלת המרה/יצירה ופעולות אחרות לעידוד התחרות בתחום עשיית השוק נבחנות על ידי הסגל. הפעולות בהן נוקטת הרשות בתיקון המוצע להוראה הן צעד ראשון ומתמקדות בעיקר בגילוי הניתן בהקשר זה, ואינן מונעות צעדים נוספים בהמשך.
- **ביטול חובת העקיבה של 95% אחר נכס המעקב** – מטעם איגוד מנהלי הקרנות נטען שההקלות המוצעות, לרבות ביטול חובת העקיבה בשיעור של 95% אחר נכס המעקב לא נותנות מענה למצבים חריגים בהם נדרש מנהל הקרן להתכנסות בנכס דומה שאינו זהה לנכס המעקב של הקרן. הסגל ממליץ לקבל את ההערה ולתקן את ההוראה באופן שיאפשר גמישות למנהלי הקרנות בהחזקת נכסים שאינם חלק מנכס המעקב בכפוף לאישור ועדת ההשקעות של הקרן. כמו כן, מנהלי הקרנות שירצו בכך, רשאים לקבוע בתשקיף הקרן התחייבות לעקוב בשיעור שלא יפתח מ-95% ומשכך אין צורך לקבוע זאת בהוראה.
- **עלויות** – מטעם איגוד מנהלי הקרנות נטען כי עמידה בדרישות הגילוי הנרחבות על פי ההוראה משמעותה ביצוע פרויקטים מיכוניים והקדשת משאבי כוח אדם שיידרשו על מנת

לבקר את כל המידע המבוקש באופן שוטף ויומיומי. לטענתם המשמעות היא עלויות משמעותיות ביותר שיכבידו על מנהלי הקרנות. לפיכך, מקום בו יוחל בכל זאת התיקון או חלק ממנו, יש לקבוע כי מנהלי הקרנות יהיו רשאים להוסיף לפרסום הנתונים הנדרשים על פי טיוטת התיקון דיסקליימרים משפטיים לצורך הבהרה בדבר הגבלת אחריותם על דיוק הנתונים. הסגל מציע לקבל את הצעתו החלופית של האיגוד, כך שיתאפשר למנהל הקרן להוסיף לפרסום הנתונים הסתייגויות באשר לנתונים המפורסמים באתר מנהל הקרן או באתר של צד ג'. לעניין ההיבט הכספי של התיקון, לעמדת הסגל בהינתן שהמידע כבר מצוי בידי מנהלי הקרנות ונוכח הערך שיתווסף למשקיעים מפרסום המידע ומהשוואת הסטנדרטים ביחס לנהוג בעולם הרי שהתועלת בתיקון מצדיקה את העלות.

- **פרסום INAV** – איגוד מנהלי הקרנות טען כי אין לחייב בפרסום INAV ממספר סיבות, ביניהן האפשרות להטעיה של המשקיעים במקרה של אי-חפיפה בשעות המסחר של הקרן ושל המדד, מורכבות החישוב והצורך לקבלת הסכמתם של ספקי מידע לקבל את המידע ולעשות בו שימוש. הסגל מציע לקבל את ההערה באופן חלקי. פרסום INAV נועד לאפשר למשקיעים לקבל אינדיקציה למחיר ההוגן של הקרן בתוך יום המסחר בשוק המשני לצורך קבלת החלטת השקעה. למשקיע מהשורה, מדובר באינדיקציה יחידה, גם אם לא מושלמת. לכן, לדעת הסגל מדובר בתוספת מידע מועילה. עם זאת, לאור הקושי בחישוב הנתון בשעות בהן אין חפיפה בשעות המסחר בין הקרנות המקומיות לנכס המעקב, נוסח הסעיף תוקן כך שפרסום מחיר INAV יידרש רק בזמנים בהן ישנה אפשרות בפועל להתכסות על נכס המעקב (באמצעות נכס הבסיס או נגזרים סחירים). כמו כן לאור תקופת ההיערכות הנדרשת לצורך יישום הדרישה לפרסום INAV תחולתו של סעיף זה תוחרג ממועד הכניסה לתוקף של ההוראה כך שמועד כניסתו לתוקף של סעיף זה יעמוד על 12 חודשים מיום תחילת ההוראה.

- **אופן פרסום המידע** - עושה שוק ביקש לוודא שהפרסום ייעשה בקובץ בפורמט אחיד וקריא למערכות אלקטרוניות, דרך אתר המא"י ולא באתר החברה המנפיקה. מוצע לקבל את ההערה ולחדד את הדרישה כך שהמידע יפורסם באופן שניתן לקלוט אותו למערכות מידע מקובלות, ואולם המנהלים לא יידרשו לפורמט אחיד, שכן ההוראה שואפת לאזן בין העלות המושתתת על מנהל הקרן ובין הצורך בפומביות הפרסום. במסגרת האיזונים הללו הבחירה הינה לפרסום את הנתונים באתר מנהל הקרן ולא במערכת המא"י או המגנ"א, אולם באופן בו ניתן יהיה למשוך את הנתונים למערכות אלקטרוניות. כאשר ייצבר ניסיון בפרסום הנתון הסגל ישקול פיתוח טופס דיווח מתאים.

- **מידע על הרכב הנכסים המלא בקרן** – איגוד מנהלי הקרנות טען כי הדרישה לפרסום הרכב נכסים טרם תחילת המסחר בעייתית. הבנקים מעבירים נתונים מלאים של הרכב הנכסים ביחס לקרנות לאחר עיבודי הלילה של הבנק ולאחר בקרות המתבצעות על שלמות הנתונים.

דוחות אלה מתקבלים באופן מלא אצל מנהל הקרן בשעות הבוקר, ולכן יהיה בלתי אפשרי לפרסם נתונים אלו עבור יום האתמול עד תחילת המסחר. יתרה מכך, אחת לחודש ממילא מתפרסם דוח חודשי המפרט את הרכב נכסי הקרן. הדוח כולל פירוט רחב מאוד, כולל התייחסות לסוגי נכסים, סוגי מחירים, דירוגים וכו'. כמו כן, הבקרה על הדוחות המגיעים מהמתפעלים אורכת לפחות מספר ימים, בשל ריבוי הפרטים, שמירה על אחדות בין המתפעלים ובדיקת הנתונים באופן קפדני לפני פרסומם באופן פומבי. הסגל מציע שלא לקבל את הערת האיגוד. דיווח של הרכב הנכסים טרם תחילת המסחר קריטי לביסוסו של מנגנון ארביטראז' יעיל שיאפשר לשחקנים השונים לחשב את מחירה של יחידה בקרן לצורך פעילות ארביטראז' במסחר. פרסום המידע בעיכוב מאיין את יכולתם של שחקני ארביטראז' לפעול בשוק המשני בקרנות הסל. לגבי הטענה על זמינות הנתונים – מנהלי הקרנות מחזיקים במידע זה כבר בבוקר יום המסחר.

דיווח על שווי היחידות הרדומות (מחסנית) בקרן סל המוקצות ליצירות באמצעות מערכת הקרנות – כיום שחקני ארביטראז' אשר מזהים עיוותים במסחר נדרשים לקנות או למכור את יחידות הקרנות במערכת הקרנות של הבורסה ולא ישירות אל מול מנהל הקרן. הקושי הנובע מכך הוא שמנהל הקרן מייחד כמות מסוימת של יחידות לפעילות במערכת הקרנות של הבורסה וכמות נפרדת לפעילות מול עושה השוק שמינה לקרן. מצב דברים זה יוצר חוסר וודאות ואף מרחיק שחקני ארביטראז' מלפעול בקרן במטרה לצמצם מרווחים מקום בו עושה השוק אינו פעול בצורה יעילה. בעקבות הערת ציבור תוקן נוסח ההוראה המוצעת כך שהיא מחייבת דיווח כאמור, כדי לתת לשחקני הארביטראז' וודאות בדבר היקף פעילות הארביטראז' שהם יכולים לבצע בכל אחת מקרנות הסל.

ההוראה

בהוראה זו –

"הפרש עקיבה" (tracking difference) - ההפרש בין תשואת הקרן לתשואת נכס המעקב שלה בתקופת החישוב;

"טעות עקיבה" (tracking error) – סטיית התקן של ההפרש בין תשואת הקרן לבין תשואת נכס המעקב לקרן;

"נכס מעקב" – המדד או הסחורה שעל פי מדיניות ההשקעות של קרן מחקה, ייעודה הוא להשיג תוצאות הנגזרות משיעור השינוי בהם;

"תקנות הנכסים" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם מרביים), התשנ"ה-1994.

"תקנות עסקאות באשראי" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (עסקאות באשראי ופדיון יחידות באשראי), התשס"א-2001.

4. (א) מנהל הקרן ינהל קרן מחקה תנועה באופן שצפוי להביא לידי מימוש ייעודה – השגת תוצאות הגדורת-הדומות ככל הניתן לשיעורי השינוי בנכס המעקב בשיעור השינוי בנכס המעקב. בכלל זה, מנהל הקרן ישאף לכך שהקרן תהיה, בכל עת, במתאם מלא עם נכס המעקב שלה.

(ב) לעניין סעיף קטן (א), יראו בהשקעה בנכסים שאינם במתאם מלא עם נכס המעקב², אשר יוצרים חשיפה בשיעור העולה במועד כלשהו על 5% משווי נכסי הקרן, ובמקרים המפורטים להלן – בשיעורים העולים על השיעורים המצוינים לצדם, כניהול שיש בו כדי לפגוע במימוש הייעוד האמור:

1. בשלושת ימי המסחר הקודמים למועד עדכון המודד, בשלושת ימי המסחר שלאחר מועד עדכון המודד וביום עדכון המודד עצמו – בשיעור העולה על 10% משווי נכסי הקרן, 2. בכניסה או יציאה של מזומן מהקרן בגין עודף יצירות/פדיונות – בשיעור 5% בתוספת שיעור עודף יצירות/פדיונות, ובלבד שהשיעור הכולל לא יעלה על 10% משווי נכסי הקרן. לעניין זה, "נכסים שאינם במתאם מלא עם נכס המעקב" – סך ההפרשים בערך מוחלט בין חשיפת הקרן לכל נכס שאליו היא חשופה בפועל לבין משקלו של אותו נכס בנכס המעקב של הקרן. היה לקרן יותר מנכס מעקב אחד – יראו את כלל נכסי המעקב כנכס מעקב אחד לעניין קביעת משקלו של כל נכס בנכס המעקב של הקרן. לעניין זה, במניין הנכסים שאינם במתאם מלא עם נכס המעקב לא יובאו בחשבון נכסים כאמור בסעיף (ד) (1) עד (5), ככל שאלו אינם נכסים המרכיבים את נכס המעקב.

(ג) האמור בסעיף קטן (ב) לא יחול בקרן מחקה שמתקיים בה קושי מובנה ליישום שוטף של האמור בסעיף קטן (ב), ובלבד שמנהל הקרן לא יגבה בקרן כאמור דמי ניהול משתנים ויקבע במדיניות ההשקעות של הקרן את האופן בו היא תנוהל ואשר צפוי להביא לידי מימוש ייעודה כאמור, כך שההשקעה בנכסים תעמוד במתאם גבוה עם נכסי המעקב, וכל זאת תוך התייחסות לקושי ביישום האמור בסעיף קטן (ב) ולהשלכותיו.

יובהר, כי על אף האמור בסעיף 1 להוראה זו, אשר נועד לאפשר את ניהול הקרן באופן שוטף, מצופה ממנהל הקרן לשאוף לכך שהקרן תהיה, בכל עת, במתאם מלא עם נכסי המעקב.

1.

² לעניין זה, בקרן מנוטרלת מטבע המתאם יחויב בנטרול הפרשי קוואנטו למדד, כפי שנקבע בהוראה בעניין אופן חישוב דמי ניהול משתנים בקרן מחקה.

1.1- (ד) מנהל קרן לא ישקיע בעד קרן מחקה בנכסים שאינם יוצרים חשיפה לנכס המעקב, אך הוא רשאי להחזיק בקרן יחידות של קרן כספית, ובלבד שלא יגבה עבור החזקתן בקרן דמי ניהול מנכסי הקרן המחקה וכן נכסים-מלבד הנכסים הבאים³ המותרים להשקעה בקרן כספית כאמור בתקנה 2 לתקנות הנכסים ונכסים אלה: או ביחידות של קרן כספית. אם בחר מנהל הקרן להחזיק יחידות של קרן כספית, לא יגבה עבור החזקתן בקרן דמי ניהול מנכסי הקרן המחקה, נוסף על כך, על מנהל הקרן לנטרל חשיפה למט"ח אשר אינו נכלל בנכס המעקב ואשר נובעת מהשקעה בנכסים אשר אינם חלק מנכס המעקב.

2.

2.1. מזומנים ופקדונות לזמן קצוב בש"ח, במטבעות המשמשים נכסי בסיס לנגזרים הנסחרים בבורסה בישראל או במטבע אחר אשר הוא חלק מנכס המעקב של הקרן.

2.2. אגרת חוב שאינה צמודה שהוצאה על ידי מדינת ישראל, או על ידי מדינה אשר מטבע שהיא הילך חוקי בה משמש נכס בסיס לנגזרים הנסחרים בבורסה בישראל, או על ידי מדינה אשר מטבע שהיא הילך חוקי בה הוא חלק מנכס המעקב של הקרן, ואשר יתרת התקופה עד לפדיונה אינה עולה על שנתיים. לעניין זה, אם המטבע שהיא חלק מנכס המעקב של הקרן משמש הילך חוקי ביותר ממדינה אחת – דירוג האג"ח הוא הגבוה ביותר בסולם הדרגות הן לטווח ארוך והן לטווח קצר, כאמור בתוספת לתקנות הנכסים.

2.3. אגרת חוב שאינה צמודה שהוצאה על ידי מדינת ישראל, או על ידי מדינה אשר מטבע שהיא הילך חוקי בה משמש נכס בסיס לנגזרים הנסחרים בבורסה בישראל, או על ידי מדינה אשר מטבע שהיא הילך חוקי בה הוא חלק מנכס המעקב של הקרן, הנושאת ריבית משתנה ששעורה נקבע אחת לשישה חודשים או פחות. לעניין זה, אם המטבע שהיא חלק מנכס המעקב של הקרן משמש הילך חוקי ביותר ממדינה אחת – דירוג האג"ח הוא הגבוה ביותר בסולם הדרגות הן לטווח ארוך והן לטווח קצר, כאמור בתוספת לתקנות הנכסים.

2.4. מלווה קצר מועד שהוציאה המדינה.

2.5. אגרת חוב שאינה צמודה, שהונפקה על ידי בנק ישראלי, כאשר יתרת התקופה עד למועד פדיונה אינה עולה על שנתיים ודירוגה הוא הגבוה ביותר בסולם הדרגות הן לטווח ארוך והן לטווח קצר, כאמור בתוספת לתקנות הנכסים. 1- מזומנים ופקדונות לזמן קצוב בש"ח, במטבעות המשמשים נכסי בסיס לנגזרים הנסחרים בבורסה בישראל או במטבע אחר אשר הוא חלק מנכס המעקב של הקרן. 1- מזומנים ופקדונות

³ יובהר כי חשיפה למט"ח אשר אינו חלק מנכס המעקב אשר נובעת מהשקעה בנכסים המפורטים בסעיף זה – תנטרל.

לזמן קצוב בשי"ח, במטבעות שמשמשים נכסי בסיס לנגזרים הנסחרים בבורסה בישראל או במטבע אחר אשר חלק מנכס המעקב של הקרן

2. על אף האמור, ובשים לב לחובה הקבועה בסעיף 1, מנהל הקרן רשאי להחזיק בקרן מחקה שבניהולו נכסים אשר אינם יוצרים חשיפה לנכס המעקב, במקרים המפורטים להלן, וזאת בכפוף לאישור וועדת ההשקעות של מנהל הקרן לאחר שדנה בדבר החשיפה והסיכונים הגלומים בה. ובכפוף לכך שמנהל הקרן יפעל למכירת נכסים אלו תוך זמן סביר

3.

מנהל הקרן יפעל לנטרל חשיפה למט"ח אשר אינו נכלל בנכס המעקב ואשר נובעת מהשקעה בנכסים אשר אינם חלק מנכס המעקב למעט חשיפה לצרכים תפעוליים. נכסים שהתקבלו בעד הקרן ללא פעולה אקטיבית מצד מנהל הקרן, בשל החשיפה לנכס המעקב, נכסים שהתקבלו בעד הקרן ללא פעולה אקטיבית מצד מנהל הקרן, בשל החשיפה לנכס המעקב;

4. נכסים אשר נגרעו מנכס המעקב ושקיים קושי במכירתם: 2. אגרת חוב שאינה צמודה שהוצאה על ידי מדינת ישראל, או על ידי מדינה אשר מטבעה הוא הילך חוקי בה משמש נכס בסיס לנגזרים הנסחרים בבורסה בישראל, או על ידי מדינה אשר מטבעה הוא הילך חוקי בה הוא חלק מנכס המעקב של הקרן, ואשר יתרת התקופה עד לפדיונה אינה עולה על שנתיים. לעניין זה, אם המטבע שהוא חלק מנכס המעקב של הקרן משמש הילך חוקי ביותר ממדינה אחת – דירוג האג"ח הוא הגבוה ביותר בסולם הדרגות הן לטווח ארוך והן לטווח קצר, כאמור בתוספת לתקנות הנכסים.

3.

4. 3. אגרת חוב שאינה צמודה שהוצאה על ידי מדינת ישראל, או על ידי מדינה אשר מטבעה הוא הילך חוקי בה משמש נכס בסיס לנגזרים הנסחרים בבורסה בישראל, או על ידי מדינה אשר מטבעה הוא הילך חוקי בה הוא חלק מנכס המעקב של הקרן, הנושאת ריבית משתנה ששיעורה נקבע אחת לשישה חודשים או פחות. לעניין זה, אם המטבע שהוא חלק מנכס המעקב של הקרן משמש הילך חוקי ביותר ממדינה אחת – דירוג האג"ח הוא הגבוה ביותר בסולם הדרגות הן לטווח ארוך והן לטווח קצר, כאמור בתוספת לתקנות הנכסים.

5. 4. מלווה קצר מועד שהוציאה המדינה.

6. 5. אגרת חוב שאינה צמודה, שהונפקה על ידי בנק ישראל, כאשר יתרת התקופה עד למועד פדיונה אינה עולה על שנתיים ודירוגה הוא הגבוה ביותר בסולם הדרגות הן לטווח ארוך והן לטווח קצר, כאמור בתוספת לתקנות הנכסים.

7. 6. בשלושת ימי המסחר הקודמים למועד עדכון מדד, בשלושת ימי המסחר שלאחר מועד עדכון המדד וביום עדכון המדד עצמו – נכסים אשר עתידים להיכלל בנכס המעקב באותו מועד עדכון או שצפויים להדול מלהיכלל בו באותו מועד עדכון, לפי העניין, ובקבוצת כאמור בסעיף 1(ג) –

בחמשת ימי המסחר הקודמים למועד העדכון וחמשת ימי המסחר שלאחר מועד העדכון, ובלבד שמנהל הקרן סבור שהתאמות הנכסים תוך פרק זמן קצר יותר צפויה לפגוע בבעלי היחידות.

—8

9.5 בהשקעה נכסי הקרן בנכסים כאמור בסעיף זה יתקיימו גם שני אלה: מח"מ תיק אגרות חוב אשר אינן יוצרות חשיפה לנכס המעקב לא יעלה על 18 חודשים והמח"מ הכולל של מזומן, פקדונות לזמן קצוב ואגרות חוב אשר אינן יוצרות חשיפה לנכס המעקב, לא יעלה על 9 אחוז מנהל קרן רשאי להשקיע בקרן מחקה שבניהולו בנכסים שהם נגזרים אם וועדת ההשקעות של מנהל הקרן קבעה, לאחר שבחנה את הסיכונים הגלומים בפעילות זו ונדרשה לחלופות השונות העומדות לרשות מנהל הקרן לצורך מימוש ייעודה בהתחשב בחובות האמון והזהירות של מנהל הקרן, כי הם משרתים את מטרת הקרן באופן מיטבי ובלבד שמתקיימים בכל אחד מהמכשירים הנגזרים התנאים הבאים:

א. נכס הבסיס שלהם הוא נכס המעקב בקרן או נכס המרכיב את נכס המעקב בקרן או מט"ח;

ב. מאפייניהם הם המתאימים ביותר לצורך עקיבה אחר נכס המעקב;

ג. מתקיימים בכל אחד מהמכשירים הנגזרים גם תנאים אלה:

1.1-1 נגזרים שאינם נסחרים – ההשקעה היא בהתאם לתנאים ולמגבלות הקבועים בהוראה למנהלי קרנות נאמנות בדבר כללים לביצוע עסקאות בנגזרי OTC;

1.2-2 מבלי לגרוע מהאמור בתקנה 2 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (אופציות, חוזים עתידיים ומכירות בחסר), התשס"א – 2001, בהשקעה בנגזרים נסחרים מתקיימים גם תנאים אלה:

א. התקופה עד מועד פקיעתם אינה עולה על שבעה חודשים;

ב. ביחס לאופציה שאינה אופציית רכש 001 - מוחזקת יחד עימה אופציה נוספת בעלת מאפיינים דומים, אשר החזקתן יחד יוצרת חוזה סינתטי אחד;

6. מדיניות ההשקעות של הקרן תפרט את האופן בו תשיג הקרן את חשיפתה לנכס המעקב, בין אם באמצעות השקעה בנכסים המרכיבים את נכס המעקב ובין אם באמצעות השקעה בנגזרים, נסחרים ושאינם נסחרים, או מכשירי השקעה אחרים היוצרים חשיפה לנכס המעקב או לנכסים המרכיבים אותו.

7. על מנהל הקרן יפרסם לציבור באתר האינטרנט שלו או באמצעות צד שלישי מנהל הקרן את המידע הבא באופן שיהיה ניתן לקלוט אותו למערכות מידע מקובלות: ±

א. פרסום שווי הונוציחה אינדיקטיבי (INAV) של בקרנות הסל אשר נכס המעקב שלהן הוא מדד מקומי, באופן רציף לאורך כל יום המסחר, ובקרנות הסל העוקבות אחר מדדים שאינם מקומיים, שווי הונוציחה אינדיקטיבי (INAV) בשעות בהן ישנה אפשרות ממשית

לחשבו בין אם על בסיס מחיר נכס הבסיס ובין אם על בסיס נגזרים אשר נכס הבסיס שלחם הוא נכס המעקב של הקרן;

באופן רציף לאורך כל יום המסחר;

ב. פרסום מרווח ציטוט של פקודות קנייה ומכירה (BID-ASK SPREAD) חציוני בקרנות הסל, שיחושב על בסיס דגימה של הציטוטים בספר הפקודות של הבורסה כל 10 דקות ב- 30 ימי מסחר אחרונים, בדרך המקובלת לחישובו;

מידע על עשרת ניירות הערך בעלי המשקל הגבוה ביותר בנכס המעקב לקרן, בכל יום מסחר;

ג. מידע על הרכב הנכסים המלא של רשימת הנכסים המוחזקים בקרנות הסלן ושל ומשקולותיהם אשר יפורסם בכל יום, טרם תחילת המסחר בקרנות, באופן שיאפשר חישוב עצמאי של שווי היחידה בקרן. הפרסום ייעשה במבנה דוח חודשי של הרכב נכסי קרן;

מידע על הרכב הנכסים המלא של הנכסים המוחזקים בקרן ושל משקולותיהם אשר יפורסם בכל יום טרם תחילת המסחר.

ד. מידע עדכני ככל שניתן על-ה מיקום הידוע של הקרן ברצועת דמי הניהול המשתנים או על מיקומה מחוץ לרצועת דמי הניהול המשתנים ככל שהדבר רלוונטי שיפורסם בכל יום; אשר יתפרסם בכל יום;

ה. מידע עדכני ככל שניתן בדבר שיעור טעות העקיבה (tracking error) והפרש העקיבה (tracking difference) בקרן ב- 12 החודשים האחרונים; מעודכן ליום המסחר.

א. מנהל קרן רשאי להוסיף לפרסום הנתונים כאמור בסעיף זה הסתייגות לעניין מידת נכונות הנתונים כאמור בסעיף זה.

8. פחת שווי היחידות הרדומות (מחסנית) בקרן סל המוקצות ליצירות באמצעות מערכת הקרנות של הבורסה משווי של עשרה מיליון ש"ח (להלן "הרף הקבוע"), ידווח על כך מנהל הקרן בדוח מיידי (באמצעות טופס ק123 – "דוח על אירוע בקרן") שכותרתו "שווי מחסנית פחת מהרף הקבוע" בסמוך ומידי יום ועד לעלייה של מספר היחידות הרדומות מעל הרף הקבוע. הדיווח יכלול את פרטי הקרן, כמות ושווי כלל היחידות הרדומות (המחסנית), כמות ושווי היחידות שהוקצו מתוך המחסנית לצורך יצירה באמצעות "עסקת תמהיל", כמות ושווי היחידות שהוקצו מתוך מחסנית לצורך יצירה באמצעות מערכת הקרנות של הבורסה.

9. בקרנות מחקות אשר נכס המעקב שלהן הוא מדד אגרות חוב –

א. חשיפה לאג"ח שיוצא לפדיון מיום גריעת האג"ח מהמדד ועד ליום התשלום בפועל לא תהווה חריגה מהוראות הדיו;

ב. חשיפה עודפת למנפיק שנוצרה בעקבות רכישה של אגרות חוב הכלולות במדד החלל מיום המסחר הקודם ליום גריעת האג"ח מהמדד ועד למועד פדיון האג"ח במדדי אגרות חוב קונצרניות הכוללים סדרות אג"ח שמשקלן במדד מוגבל, לא תהווה חריגה מהוראות הדין. ג. לעניין חישוב מנוף האשראי של קרן מחקה, יראו את מועד הפדיון של אג"ח שהגיעה לפדיון לעניין הגדרת "מכירה באשראי" בתקנות עסקאות באשראי - בתום יום המסחר הקודם ליום ה-X, או בתום יום המסחר הקודם ליום גריעת האג"ח מהמדד, לפי העניין. 2. לעניין זה יובהר כי יראו אי עמידה בסעיפים הקבועים לעיל בהוראה זו כחריגה ממדיניות ההשקעות של הקרן ולא יראו כחריגה הפרת הוראות סעיף 61 לחוק אם נתקיימו התנאים הקבועים באותו סעיף.

10-3. על מנהל הקרן לבצע בקרה רציפה על ביצועי הקרן ביחס לנכס המעקב שלה, ולפעול לתיקון ליקויים אשר גרמו להפרשי עקיבה בקרן.

11. יובהר כי יראו אי עמידה בסעיפים הקבועים לעיל למגבלות שנקבעו בהוראה זו בנוגע לנכסים שניתר להחזיק בקרן מחקה תהווה כחריגה ממדיניות ההשקעות של הקרן, אך לא יראו כחריגה הפרת הוראות סעיף 61 אם נתקיימו התנאים באותו סעיף. ככל שלא התקיימו הוראות סעיף 61 לחוק, ככל שלא התקיימו הוראות סעיף 61 לחוק.

12. מועד תחילתו של התיקון להוראה – חצי שנה ממועד פרסום הודעה על התיקון ברשומות. על אף האמור, מועד תחילתו של סעיף 7(א) להוראה זו – יהיה 12 חודשים ממועד פרסום הודעה כאמור ברשומות. פרסומו באתר הרשות.

4. לעניין קרנות אשר ערב תחילתה של הוראה זו היו קרנות מחקות פתוחות, ולמעט קרנות כאמור בסעיף 1(ג), מנהל הקרן רשאי לדווח אודות עדכון מדיניות ההשקעות בהתאם לקבוע בהוראה זו בדיווח מרוכז כאירוע בקרן (ק23).

הצעת החלטה

לאשר את הנוסח המתוקן של ההוראה בהתאם להצעת סגל הרשות, לפרסום באתר הרשות, ואת הפטור מעריכת דוח הערכת השפעה (RIA) בהתאם לסעיף 44(2) לחוק עקרונות האסדרה.