



איגוד מנהלי קרנות להשקעות בנאמנות (ע"ר)

07 בינואר 2019

לכבוד

עו"ד מאיה גרטי-גלבווע, היועצת המשפטית, היחידה לפיקוח על קרנות נאמנות  
מר אבי ורשביאק, ראש תחום ניהול סיכונים, היחידה לפיקוח על קרנות נאמנות

מחלקת השקעות

רשות ניירות ערך

כנפי נשרים 22

ירושלים 9546434

בדוא"ל

שלום רב,

**הנדון: עיתוי שערוד ביחס לעסקאות החלף שאינן במימון (SWAP) בקרן + קביעת מחירים בקרנות מחקות המתכסות בעסקאות כאמור במקרים של בורסות מקדימות ומדדים עולמיים + הגדרת "יום מסחר" עבור קרנות מחקות המתכסות באמצעות עסקאות כאמור + מדדים בבורסות מקדימות שנתונייהם מתפרסמים בעיכוב**

בשם חברי איגוד מנהלי קרנות להשקעות בנאמנות (ע"ר) (להלן: "האיגוד"), ובהמשך לדיונים והתכתבויות שהתקיימו בהקשר, אני מבקש לפנות אליכם בנושאים שבנדון, כדלקמן:

#### **מטרת הפנייה**

1. מטרת פנייה זו היא לקבל את התייחסותה של הרשות באשר לאופן הפעולה הנכון במספר סוגיות כדלקמן:

- א. עיתוי שערוד ביחס לעסקאות החלף שאינן במימון (SWAP) בקרן;
  - ב. קביעת מחירים בקרנות מחקות המתכסות בעסקאות כאמור במקרים של בורסות מקדימות ומדדים עולמיים;
  - ג. הגדרת "יום מסחר" עבור קרנות מחקות המתכסות באמצעות עסקאות כאמור;
  - ד. מקרים בהם מדובר במדדים בבורסות מקדימות שנתונייהם מתפרסמים בעיכוב.
2. לצורך כך, ולצורך הצגת הדברים בצורה בהירה ומובנת, תפורטנה הסוגיות האמורות להלן בנפרד.

#### **עיתוי שערוד ביחס לעסקאות החלף שאינן במימון (SWAP) בקרן**

3. למיטב ההבנה, חלה כיום אי בהירות באשר לאופן התייחסות לעיתוי שערוד ביחס לעסקאות החלף שאינן במימון (SWAP) בקרן, בפרט באשר למצבים של בורסה

מקדימה<sup>1</sup>/בורסה שאינה בורסה מקדימה.

4. כך, למשל, תקנה 5 לתקנת השקעות משותפות בנאמנות (מחירי קניה ומכירה של נכסי קרן ושווי נכסי קרן), התשנ"ה-1994 (להלן: "תקנות המחירים"), מתייחסת, לעניין הגדרת בורסה מקדימה, רק לשערוך של ניירות ערך (שאינם עסקאות החלף שאינן במימון (SWAP)), המוחזקים בקרן.

5. בד בבד, גם שו"ת מספר 1.9.4.1, שפורסם על ידי הרשות ביום 26/08/2008, אינו מתייחס לעיתוי שערוך ביחס לעסקאות החלף שאינן במימון (SWAP)<sup>2</sup>.

6. על רקע זה, מבוקש לבחון גיבוש הבהרה שתסדיר את הנושא.

7. למיטב הבנת האיגוד, ועל רקע דיונים והתכתבויות שהתקיימו עם הרשות בנושא, ניתן, בהקשר זה, לקבוע את המתווה הבא:

א. עיתוי שערוך עסקת החלף שאינה במימון (SWAP) יהיה במועד T מקום בו מועד פרסום מחיר הנעילה של המדד הוא לאחר סיום שעת נעילת המסחר בישראל;

ב. מקום בו מועד פרסום מחיר הנעילה של המדד הוא אחרי שעת נעילת המסחר בישראל, וכל נכסי המדד נסחרים בבורסה מקדימה, עיתוי שערוך עסקת החלף שאינה במימון (SWAP) יהיה במועד T +1 לפי שער המדד שהתפרסם;

ג. מקום בו מועד פרסום מחיר הנעילה של המדד הוא לפני שעת נעילת המסחר בישראל, עיתוי שערוך עסקת החלף שאינה במימון (SWAP) יהיה במועד T+1.

### קביעת מחירים בקרנות מחקות המתכנסות בעסקאות החלף שאינן במימון (SWAP) במקרים

#### של בורסות מקדימות ומדדים עולמיים

8. כידוע, קביעת המחירים בקרנות נאמנות פתוחות נעשית, ככלל, לפי סעיף 42 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: "החוק"), על פי מחירי הקנייה והמכירה של נכסי הקרן. ר' להלן:

"42. (א) מחיר יחידה בקרן פתוחה יהיה:

(1) ביום הראשון להצעת היחידות לראשונה - מחיר השווה לערך הנקוב של היחידה;

(2) בכל מועד אחר - מחיר השווה באותו מועד למחיר הקניה של נכסי הקרן לפי סעיף 43, כשהוא מחולק במספר יחידותיה.

(ב) מחיר הפדיון של יחידה בקרן פתוחה במועד כלשהו יהיה שווה למחיר המכירה של נכסי הקרן לפי סעיף 43 באותו מועד, כשהוא מחולק במספר יחידותיה.

"...

<sup>1</sup> על פי תקנה 5 (א) לתקנות המחירים, מדינה מקדימה היא מדינה ששעת סיום המסחר בה מקדימה את שעת סיום המסחר בישראל בארבע שעות לפחות.

<sup>2</sup> ר' בקישור שלהלן:

[http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Mutual\\_Funds/Staff%20decisions%20and%20Plenary/3687/4546/Pages/default.aspx](http://www.isa.gov.il/%D7%92%D7%95%D7%A4%D7%99%D7%9D%20%D7%9E%D7%A4%D7%95%D7%A7%D7%97%D7%99%D7%9D/Mutual_Funds/Staff%20decisions%20and%20Plenary/3687/4546/Pages/default.aspx)

9. על פי סעיף 43 לחוק מחיר הקנייה ומחיר המכירה בקרן פתוחה יחושבו על פי השווי הנקי של נכסי הקרן, ושר האוצר רשאי לקבוע הוראות בדבר דרך קביעת השווי האמור ודרך חישוב מחירי הקנייה והמכירה:

”43.4 (א) מחיר הקניה ומחיר המכירה של נכסי קרן פתוחה יחושבו על ידי מנהל הקרן על פי השווי הנקי של נכסי הקרן.

(ב) שר האוצר רשאי לקבוע בתקנות הוראות בדבר דרך קביעת שווי נכסי קרן פתוחה, ודרך חישוב מחיר הקניה ומחיר המכירה של נכסי הקרן.”

10. באופן דומה, גם בקרן סגורה נעשית קביעת המחירים, ככלל, על פי מחירי הקנייה והמכירה של נכסי הקרן, ושר האוצר רשאי לקבוע הוראות בדבר קביעת שווי נכסי הקרן ודרך חישוב מחירי הקנייה. ר' להלן סעיף 50 לחוק:

”50.5 (א) מחיר יחידה בקרן סגורה יהיה:

(1) בהצעה ראשונה – מחיר שנקבע בתשקיף;

(2) בהצעה אחרת – מחיר שייקבע במכרז שיקיים מנהל הקרן בדרך ובתנאים שיובאו בתשקיף; היה המחיר שנקבע במכרז נמוך ממחיר היחידה ביום שבו נקבעו תוצאות המכרז – תחבטל ההצעה; לענין זה, ”מחיר יחידה” – מחיר הקנייה של נכסי הקרן, מחולק במספר יחידותיה.

(ב) מנהל קרן סגורה יחשב את מחיר היחידה של הקרן ואת שווי היחידה; שר האוצר רשאי לקבוע בתקנות הוראות בדבר קביעת שווי נכסי קרן סגורה ודרך חישוב מחירי הקנייה, וכן בדבר הדרך והמועדים שבהם יפרסם מנהל הקרן את מחירי היחידה של הקרן ואת שווי היחידה; לענין זה, ”שווי יחידה”, של קרן – שווי נקי של נכסי הקרן כשהוא מחולק במספר יחידותיה.

”...

11. על פי תקנה 2 לתקנות המחירים, על מנהלי קרנות פתוחות ומנהלי קרנות סל לחשב את מחירי הקנייה והמכירה של הקרנות האמורות לגבי כל יום מסחר:

”2. (א) מנהל קרן יחשב את מחירי הקנייה והמכירה של נכסי קרן פתוחה וקרן סל לגבי כל יום מסחר, לתום המסחר באותו יום.

(ב) בקרן פתוחה שמחירי היחידה והפדיון של יחידותיה מחושבים פעמיים ביום מסחר, יחשב מנהל הקרן את מחירי הקניה והמכירה של נכסיה גם לתום מסחר הפתיחה.”

12. כלומר, ככלל, המחירים בקרנות מחקות (פתוחות וסל) נקבעים לגבי כל יום מסחר.

13. במסגרת מסמך זה מבקש האיגוד לרכז גם את הפנייה שערך בעבר לרשות לצורך בחינת אפשרות להחיל הסדר פרטני ביחס לקרנות מחקות, אשר נכס המעקב שלהן הוא מדד עולמי (כהגדרתו בהמשך מסמך זה), אשר במדיניות ההשקעות שלהן נקבע כי הן עשויות לפעול בעסקאות החלף שאינן במימון (SWAP) על מדדים עולמיים (כהגדרתם להלן) שמתפרסם לגביהם שער נעילה לאחר שעות המסחר בישראל.

14. כפי שתואר בפנייה האמורה של האיגוד, למיטב הבנת האיגוד, בקרנות מחקות אשר נכס המעקב שלהן הוא מדד עולמי, והן מתכסות לצורך פעילותן באמצעות עסקאות החלף

- שאינן במימון (SWAP), נדרש לברוקר זר טווח זמן של 24 שעות מראש על מנת שמנהל הקרן יוכל להתכסות כנגד יצירה או פדיון בקרן. זאת, מהסיבה שהברוקר הזר נדרש לרכוש או למכור את כל נכסי הבסיס הכלולים במדד הנעקב, ולצורך כך עליו לפעול תחילה בבורסות מקדימות באסיה, לאחר מכן לפעול באירופה ולבסוף לפעול באמריקה.
15. באופן כזה, למיטב הידיעה, מחיר הביצוע שמקבל מנהל הקרן מהברוקר הזר עבור פקודה שהוגשה ביום T הינו בהתאם למדד הנעילה ביום T+1.
16. בהמשך לכך, כאמור בפניית האיגוד, ככל שהיצירות/הפדיונות של מחזיקי היחידות ביום T תקבלנה תוקף של יום T, ולא של יום T+1, עלול הדבר לחשוף את מחזיקי היחידות לסיכון של הפסד הון בשיעורים גבוהים, וכן לארביטראז' ולטעות עקיבה בקרן, שכן הברוקר הזר לא יהיה מוכן להתחייב למחיר בהתאם למדד הנעילה ביום T משום שלא יוכל לבצע התכסות בהתאם בשל סגירה של כל הבורסות הרלוונטיות או של חלקן.
17. למעשה, נראה שככל שתתקבלנה הודעות יצירה/פדיון בשעה מאוחרת בקרן, יותר ויותר שווקים רלוונטיים עשויים להיות סגורים בשעה זו, והברוקר הזר לא יהיה מוכן לקבל הזמנות בדבר הקטנות או הגדלות של עסקאות החלף שאינן במימון (SWAP) ליום T מפאת סגירת הבורסות כאמור שמשיתה עליו סיכון. על כן, נראה שיבחר לדחות את מועד ביצוע ההגדלה/ההקטנה של עסקאות כאמור באופן שיתאם למדד הנעילה של יום T+1.
18. על רקע האמור, כדי להקטין את הסיכונים המתוארים לעיל, ובהתאם לדיונים ולהתכתבויות בנושא בין האיגוד לרשות, ניתן לשקול לקבוע כי, בקרנות מחקות, שנכס המעקב שלהן הוא מדד עולמי (כהגדרתו להלן), אשר במדיניות ההשקעות שלהן נקבע כי הן עשויות לפעול בעסקאות החלף שאינן במימון (SWAP) על מדדים עולמיים (כהגדרתם להלן) שמתפרסם לגביהם שער נעילה לאחר שעות המסחר בישראל, יקבעו מחירי הקרן באופן הבא:

#### עסקאות עושה השוק

מול מנהל הקרן תבוצענה במועד T (במחיר הידוע שפורסם), על אף ששערוך העסקאות כאמור יהיה לפי T+1.

#### יצירה ופדיון

יחידות קרנות הסל שנתבקשו יצירה/פדיון לגביהן – אלו "יבוצעו" במחיר הידוע שפורסם ביום T, על אף ששערוך העסקאות כאמור יהיה לפי T+1.

תקנון המחיר בפועל על ידי הבורסה לבעלי יחידות בקרו

יבוצע ב-T+2.

"מדדים עולמיים" – מדדים שבבדיקה במערכת "בלומברג" בשדה "COUNTRY\_ISO" (או כל מערכת אחרת שיוסכם עליה) יופיע המצגים "MULT" או "MULT REGIONAL".

**הגדרת "יום מסחר" עבור קרנות מחקות המתכסות באמצעות עסקאות החלף שאינן במימון (SWAP)**

19. כידוע, "יום מסחר" מוגדר בתקנה 1 לתקנות המחירים כך:

"יום מסחר" – כל אחד מאלה:

- (1) לגבי קרן מוגבלת בניירות ערך חוץ ולגבי אגד ישראלי מוגבל – יום שמתקיים בו מסחר בבורסה בישראל, ופורסמו בו שערים יציגים או שהתקיים בו מסחר בין-בנקאי;
  - (2) לגבי קרן בלתי מוגבלת בניירות ערך חוץ – כל אחד מהימים שני עד חמישי בשבוע שמתקיים בו מסחר בבורסה בישראל, ופורסמו בו שערים יציגים או שהתקיים בו מסחר בין-בנקאי, וניתן לקבוע לפי תקנות אלה את שוויים לאותו יום של כל ניירות ערך החוץ ואופציות החוץ המוחזקים בקרן והתחייבויות בגין נכסים כאמור; היתה הקרן חשופה לנכס בסיס הנסחר בחו"ל באמצעות פעילות בנגזרים בבורסות בחו"ל, ובשל העובדה שלא מתקיים מסחר בנגזרים לא ניתן לחשב את השפעת השינויים בשווי נכס הבסיס על שווי נכסי הקרן, יראו חשיפה כאמור לאותו נכס בסיס כהחזקה בניירות ערך חוץ, שלא ניתן לחשב את שוויים על פי תקנות אלה; בפסקה זו, "פעילות בנגזרים" – כהגדרתה בתקנות השקעות משותפות בנאמנות (סיווג קרנות לצורך פרסום), התשס"ח-2007;
  - (3) לגבי אגד ישראלי בלתי מוגבל – כל אחד מהימים שני עד חמישי בשבוע שמתקיים בו מסחר בבורסה בישראל, ושפורסמו בו שערים יציגים או שהתקיים בו מסחר בין-בנקאי, והוא יום מסחר לגבי כל הקרנות המוחזקות בו;
  - (4) לגבי אגד חוץ – כל אחד מהימים שני עד חמישי בשבוע שמתקיים בו מסחר בבורסה בישראל, ושפורסמו בו שערים יציגים או שהתקיים בו מסחר בין-בנקאי, וניתן לקבוע, על פי הוראות תקנה 11(ה), את שווי כל היחידות המוחזקות בו לאותו יום;
  - (5) יום כאמור בפסקאות (1) עד (4) גם אם לא מתקיימים התנאים המפורטים בהן, ובלבד שמתקיים בו מסחר בבורסה בישראל ושווי הנכסים המוחזקים בקרן, באגד הישראלי או באגד החוץ, שלא ניתן לקובעו לגבי אותו יום, לרבות מטבע חוץ שלא נקבע לו שער יציג לאותו יום, מהשווי הנקי של נכסי הקרן, האגד הישראלי או אגד החוץ, לפי העניין, אינו עולה על עשרה אחוזים, ובקרן מחקה שבה שכר מנהל הקרן כולל רכיב של דמי ניהול משתנים, כמשמעותם בפרק ה' לתקנות קרנות מחקות – חמישה אחוזים;
- על אף האמור בפסקאות (1) עד (5), בקרן מחקה שבה שכר מנהל הקרן כולל דמי ניהול משתנים, כמשמעותם בפרק ה' לתקנות קרנות מחקות, לא ייחשב ליום מסחר יום שבו שיעור הנכסים שלא ניתן לקבוע את שוויים עולה על חמישה אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן;

20. בהמשך לדיונים שהתקיימו בין האיגוד לרשות בהקשר, מבוקש להתייחס שוב לנושא הגדרת "יום מסחר" בקרנות המתכסות באמצעות עסקאות החלף שאינן במימון (SWAP) כדלקמן:
21. מבוקש שיובהר, ביחס להגדרת "יום מסחר" בתקנה 1 לתקנות המחירים, כי בקרן מחקה המתכסה באמצעות עסקאות החלף שאינן במימון (SWAP) לא יחול יום מסחר בהתקיים אחד מהבאים:
- א. מקום בו קיימים חוזים עתידיים על המדד המהווה נכס מעקב של הקרן, אין בהם מסחר (לא ניתן לקבוע את שוויים, שכן לא מתפרסם מחיר נעילה לחוזה);
- ב. מקום בו קיימים ETF על מדד המהווה נכס מעקב של הקרן, אין בהם מסחר (לא ניתן לקבוע את שוויים);
- ג. אם 10% מניירות הערך הכלולים במדד המהווה נכס המעקב של הקרן אינם נסחרים. כאמור לעיל, הכוונה היא שדי בהתקיימות אחד מהתנאים האמורים על מנת שלא יחול יום מסחר בקרן מחקה המתכסה באמצעות עסקאות החלף שאינן במימון (התנאים האמורים אינם מצטברים).

#### מדדים בבורסות מקדימות שנתונייהם מתפרסמים בעיכוב

22. מבלי לגרוע מהאמור לעיל במסמך זה, מבוקש לבחון אפשרות שהאמור במסמך יוחל, בשינויים המחויבים, בכל מקרה בו נתוני מדד, המשמש נכס מעקב של קרן מחקה, שהנכסים הכלולים בו נסחרים בבורסה מקדימה, מתפרסמים בעיכוב ביחס למועד סגירת המסחר בבורסה האמורה.
23. למיטב הבנת האיגוד, הרציונלים המפורטים במסמך זה מתקיימים גם במקרה כזה, כך שראוי להחיל את המתווה המפורט במסמך גם עליו.
24. יתרה מכך, אי החלת המתווה על מקרה כאמור עלולה ליצור הפליה שתפגע בקרנות שנכס המעקב שלהן הוא מדד שנכסיו נסחרים בבורסה מקדימה כאמור לעומת קרנות שהמתווה המפורט במסמך כן יוחל עליהן.

#### סיכום

25. פניית האיגוד פורטה לעיל.
26. האיגוד מתחייב להודיע מראש לרשות על אימוץ עמדה השונה מזו שתבוא לידי ביטוי בתשובת הרשות שתינתן לפנייה זו.
27. האיגוד מודע ומסכים לכך שהפנייה המקדמית והתשובה לה תפורסמנה בנוסחן המלא באתר הרשות.

אנו עומדים לרשותכם בכל שאלה ו/או הבהרה נדרשת.

**בכבוד רב,**

**אלי בבלי, יו"ר**

**איגוד מנהלי קרנות להשקעות בנאמנות (ע"ר)**

העתק:

גב' שרון אופיר שטרית – מנהלת היחידה לפיקוח על קרנות נאמנות, מחלקת השקעות, רשות ניירות ערך ;  
עו"ד אבי לאור, סגן מנהלת היחידה לפיקוח על קרנות נאמנות, מחלקת השקעות, רשות ניירות ערך ;  
חברי האיגוד.