



רשות ניירות ערך

טיוטת הוראה זמנית למנהלי קרנות נאמנות לפי סעיף 65א לחוק

השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994

בדבר מגבלת בטוחות ומגבלת מנוף אשראי בשל פעילות בנגזרים

ובאופציות

נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום 11 באוקטובר 2020

אנשי קשר: עו"ד חגי בן ארזה

טל': 02-6556456, פקס: 02-6513646 דוא"ל: seclaw@isa.gov.il

נבקש להפנות את תשומת ליבכם לנוהל שפרסמה הרשות בעניין ייזום אסדרה, ראו: http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_7067.pdf. בהתאם לנוהל זה ההערות המרכזיות מאת הציבור יובאו במסמך המרכז את נוסח האסדרה שגובש, תוך ציון שמות המגיבים מקרב הציבור. ראו גם סעיף 7 לאותו הנוהל, בדבר בקשות מיוחדות להימנע מפרסום שמי כאמור.

דברי הסבר

תקנה 7 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (אופציות, חוזים עתידיים ומכירות בחסר), התשס"א-2001 (להלן – "תקנות האופציות") קובעת הגבלה על שיעור הבטוחות הנדרשות בגין פעילות בנגזרים בקרן, כך שפעילות בנגזרים כאמור תיעשה בידי מנהל הקרן באופן ששווי סך כל הבטוחות הנדרשות בשל אותה פעילות לא יעלה, בכל עת, על עשרים אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן, ובקרן ממונפת – על ארבעים אחוזים מהשווי האמור. מטרת ההגבלה אינה להגביל את כמות או שווי הבטוחות שמנהל הקרן מפקיד בפועל, אלא דרך להגביל את הפעילות בנגזרים, תוך הסתמכות על שווי הבטוחות שהבורסה דורשת על פעילות דומה.

תקנה 3 לתקנות השקעות משותפות בנאמנות (עסקאות באשראי ופדיון יחידות באשראי), התשס"א-2001 (להלן – "תקנות עסקאות באשראי") קובעת את מגבלות מנוף האשראי המותר בקרן – 20% משווי נכסי הקרן ו- 40% משווי נכסי קרן ממונפת. מנוף האשראי בקרן כולל את סכום החוב בשל קניה באשראי בעד הקרן, בתוספת סכום האשראי בשל פדיון יחידות ובתוספת מנוף הפעילות בנגזרים (וכל זאת בניכוי סך התמורות ממכירה באשראי הצפויות להתקבל בחשבון הקרן ובניכוי סכומי מזומנים ופקדונות שבקרן). מנוף פעילות בנגזרים בקרן כולל את סך כל הבטוחות הנדרשות בשל פעילות בנגזרים.

בעקבות המשבר בשוק ההון עקב התפשטות נגיף הקורונה, והתנודתיות הגבוהה בשערי ניירות הערך בבורסות ברחבי העולם, העלו הבורסות את שיעור הבטוחות הנדרשות לצורך פעילות בנגזרים. דרישות חדשות אלה יצרו קושי לעמוד במגבלות, ולפיכך פרסם סגל הרשות במהלך חודש מארס שתי הודעות אי אכיפה, לפיהן חריגה ממגבלת מנוף האשראי לא תיחשב להפרה אם תועדה ודווחה לדירקטוריון מנהל הקרן ולנאמן לקרן, וכי חריגה ממגבלת הבטוחות בשל פעילות בנגזרים לא תיחשב להפרה אם היא לא עלתה על שיעור של 25% משווי נכסי הקרן, ובקרן ממונפת – על 50% משווי נכסי הקרן. הודעות אי האכיפה היו תחומות בזמן, והן פקעו זה מכבר.

עם זאת, הדיון בנושא העלה קושי המתקיים גם בימי שגרה. זאת, שכן המגבלות הכמותיות שנקבעו למנוף האשראי ולשווי הבטוחות כאמור, נועדו להגביל פעילות בקרנות אקטיביות והן לא נועדו להערים חסמים בפני קרנות מחקות שמחויבות ממילא לעקוב אחרי המדדים המשמשים כנכס המעקב שלהם, ובהתאם למינוף שנקבע במדיניות ההשקעות שלהם. בהתאם לכך, לא נקבעו בהוראה למנהלי קרנות נאמנות והנאמנים בדברים כללים לביצוע עסקאות בנגזרי OTC (להלן – "הוראת ה-OTC") מגבלות על פעילות בעסקאות החלף בקרנות מחקות, לעומת המגבלה הקיימת בהוראת ה-OTC ביחס לקרנות אקטיביות. בנוסף, נוכח הוראת הרשות בדבר ניהול השקעות בקרן מחקה ממילא לא ניתן להגדיל את הסיכון הנובע מנכס המעקב של הקרן, ולכן מגבלת הבטוחות ומנוף האשראי בשל פעילות בנגזרים אינה רלוונטית בעיקרה לקרנות אלו. המגבלות הרלוונטיות לרמת המינוף והסיכון הנגזר ממנה בקרן מחקה הן אלה שנקבעו בהוראת הרשות בדבר קרן שנקבעה בה התחייבות לחשיפה גבוהה לנכס מעקב כלשהו יחד עם חובתו של מנהל הקרן לנהל את הקרן במתאם גבוה עם נכס המעקב כנדרש לפי הוראת ניהול השקעות בקרן מחקה. כך, הסרת המגבלות על פעילות באופציות ובחוזים עתידיים בקרנות מחקות לא עתידה להעלות את רמת הסיכון אליה חשופות קרנות אלה.

זאת ועוד: הותרת המגבלות על כנן תוביל לפגיעה בבעלי היחידות, שכן מנהלי הקרנות יידרשו לשנות את אופן ההתכנסות כדי להגיע לאותה רמה של חשיפה, והדבר עלול לפגוע בתשואת הקרן - הן בשל העלויות הכרוכות בכך, הן בשל כך שהתמורה הכלכלית עלולה להיות נמוכה משמעותית מכפי שניתן היה להשיג אילו לא היו מנהלי הקרנות מחויבים למכור את החזקתם בחוזים או לבצע גלגול מוקדם של האופציות.

כעת, לאור כל האמור, מוצע לקבוע בהוראה זמנית כי מגבלת הבטוחות בשל פעילות בנגזרים ומגבלת מנוף האשראי לא יחולו על קרנות מחקות.

ההוראה

בהוראה זו –

"חוזה סינטטי" – כהגדרתו בתקנה 4 לתקנות האופציות;

"קרן מחקה" – כהגדרתה בחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994;

"תקנות האופציות" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (אופציות, חוזים עתידיים ומכירות בחסר), התשס"א-2001;

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

1. תקנה 7 לתקנות האופציות לא תחול על קרן מחקה.
2. על אף האמור בהגדרה "מנוף פעילות בנגזרים" ובהגדרה "מנוף אשראי של קרן" בתקנה 1 לתקנות עסקאות באשראי, ועל אף האמור בתקנה 3 לתקנות האמורות, בחישוב מנוף האשראי של קרן מחקה לא ייכלל שיעור הבטוחות הנדרשות בשל פעילות בנגזרים נסחרים ובאופציות שהן חלק מחוזה סינטטי, שנכס הבסיס שלהן הוא נכס המעקב של הקרן.
3. תחילתה של הוראה זו ביום _ והיא תעמוד בתקפה למשך 18 חודשים.