

קרן גידור בנאמנות

טיוטת הוראה זמנית למנהלי הקרנות והנאמנים בדבר נכסים שמותר

לרכוש ולהחזיק בקרן גידור בנאמנות

לפי סעיף 65א לחוק השקעות משותפות בנאמנות, תשנ"ד-1994

נוסח להערות ציבור

הערות ותגובות תתקבלנה עד ליום 21 באפריל 2022

אנשי קשר: אבי וורשביאק

טל': 02-6556565, דוא"ל: aviw@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

קרן גידור היא קרן להשקעה משותפת, שמטרתה לפעול באסטרטגיות מסחר שונות על מנת להשיג תשואה חיובית בכל מצב שוק, באמצעות שימוש במגוון כלים כגון – מינוף, מכירות בחסר, פעילות בנגזרים וטכניקות השקעה אחרות. בין אסטרטגיות אלה: אסטרטגיית Long-Short בצמדי סוגי נכסים (למשל מניה ומניה) אשר נמצאים בקורלציה גבוהה תוך יצירת ערך האחד על חשבון השני; אסטרטגיית Global-Macro אשר מייצרת ערך לקרן מאירוע מאקרו כלכלי (בהתאם לאסטרטגיית זו מנהל הקרן שואף לנצל שינויים במדיניות והתפתחות המאקרו כלכלית והשפעותיהן על שווקים שונים); אסטרטגיית מסחר סיסטמית (Systematic Trading) הפועלת על בסיס זיהוי מגמות ועיוותים באמצעות כלים אלגוריתמים מהירים; Multi Strategy אשר משלבת אסטרטגיות מסחר שונות בהתאם לתנאי השוק הפיננסיים, ועוד.

שוק קרנות הגידור נמצא בצמיחה משמעותית ועומד בעולם על כ- 3.9 טריליון דולר ובישראל על כ- 40 מיליארד ₪. באירופה וארה"ב, קרנות הגידור אשר מונגשות גם לציבור הרחב הן קרנות נאמנות מסוג Liquid Alternative Funds ובכך מספקות יתרון של גידור השקעותיו (נוסף לכך, בעולם מוצעות לציבור גם קרנות שאינן משקיעות בנכסים נסחרים).

כיום, קרנות הגידור הפועלות בישראל מגייסות כספים ממשקיעים שמספרם אינו עולה על חמישים וללא פניה לציבור, ומשכך לא חלות עליהם הוראותיו של חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד – 1994 (להלן – "חוק השקעות משותפות") והן אינן מפוקחות על-ידי הרשות.

הצמיחה המשמעותית בישראל ובעולם של תחום ההשקעות האלטרנטיביות, ותחום קרנות הגידור בפרט, מעיד על כך שכספי הציבור מגיעים אל אותן השקעות שאינן מפוקחות.

פסק דין בעניין קרן אינטגרל¹ שניתן ב- 2019 עסק בקרן גידור שגייסה כספים ממאות משקיעים בישראל בתחילת שנות האלפיים, תחת מספר ישויות משפטיות. בית המשפט קבע כי גיוס המשקיעים וניהול כספיהם נעשו תוך הפרת הוראות חוק השקעות משותפות והטיל אחריות נזיקת בגין קריסת הקרן. פסק הדין, הכולל קביעות חשובות ביחס לחוק השקעות משותפות, מהווה המחשה נוספת לסיכונים הגלומים בהשקעות לא מפוקחות.²

הנגשת ההשקעה בקרנות הגידור לציבור הרחב, עשויה להיטיב עם המשקיעים בישראל, בשל הגיוון והתחכום באסטרטגיות ההשקעה, ואולם מטבע הדברים נלווים לאסטרטגיות אלו גם סיכונים. לכן חשוב שהנגשתן לציבור תיעשה במסגרת פיקוחית מתאימה המאפשרת מחד את פעילותן ומאידך מספקת את ההגנות הנדרשות למשקיעים.

בפועל מגבלות הפיזור החלות כיום על קרן נאמנות אשר אינן חלות ביחס לקרנות הגידור הפרטיות הפועלות בישראל וחוסר יכולת תפעולית ומשפטית לגבות כיום דמי הצלחה בקרן נאמנות ולקבוע פדיונות עיתיים עם הודעה מוקדמת, הם שבעיקר מביאים לכך שאין כיום פעילות של קרנות נאמנות בגידור.

על מנת לעודד הנגשה לציבור של השקעה בקרן גידור במסגרת מפוקחת של קרן נאמנות (להלן: "קרן גידור בנאמנות"), מוצע לקבוע בהוראה כללים לעניין פעילותה של קרן גידור בנאמנות, המותאמים למאפייניה של קרן גידור, ובתוך כך הסרת מגבלות מסוימות הנוגעות לכספים שמותר לקרן לרכוש ולהחזיק על מנת לאפשר גמישות רבה יותר בניהול אסטרטגיות הגידור על ידי הקרן.

¹ ת"א 06-2382 הורביץ נ' קרן אינטגרל שותפות מוגבלת ואח' (30 בינואר 2019).

² ראו [עמדת סגל](#) הרשות מיום 17 ביולי 2019.

מטרת הוראה זמנית זו היא לקבוע מסגרת כללים לפעילותה של קרן גידור בנאמנות, לרבות הסרת מגבלות ההשקעה, הפיזור והמינוף החלים על קרן נאמנות, ובחינתה על פני תקופת זמן קצובה, בהתאם לסד הזמנים הקבוע בסעיף 65א לחוק. הסרת המגבלות כאמור תקרב את סל הכלים של מנהל קרן נאמנות לסל הכלים העומד לרשותו של מנהל קרן גידור הפועל בישראל ביכולת לנהל אסטרטגיות גידור באופן מיטבי ולהציע חלופה מעשית להשקעות לא מפותחות אלה. ההצעה להסיר מגבלות אלו תיעשה בתנאים ותחת מגבלות במטרה לצמצם סיכונים תפעוליים ולהבטיח דרישות גילוי אפקטיביות הן בשל הסרת המגבלות והן בשל זמניות ההוראה והסיכון לפגיעתה טרם עיגונה בתקנות.

ההוראה מוצעת כחלק מתפקיד הרשות לדאוג לענייניו של ציבור המשקיעים, כמענה אפקטיבי ומהיר שיאפר ליהנות מאסטרטגיות ההשקעה המאפיינות קרנות גידור תחת קרן נאמנות מפותחות. בהתאם לסעיף 65א לחוק השקעות משותפות, ההוראה תיקבע לתקופה של שנה וחצי עם אפשרות הארכה לשנה נוספת.

ההוראה

"קרן גידור בנאמנות" – קרן שבהסכם הקרן שלה נקבע כי תהיה קרן גידור בנאמנות והיא סווגה ככזו תחת כותרת מאפיינת התואמת את מדיניות ההשקעות של הקרן לפעול באסטרטגיה ברורה המקיימת את מאפייניה של קרן גידור, בהם היותה קרן מועדים קבועים;

"קרן מועדים קבועים" – כמשמעותה בסעיף 47 לחוק;

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

"תקנות האשראי" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (עסקאות באשראי ופדיון יחידות באשראי), תשס"א-2001;

"תקנות הנכסים" – תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), תשנ"ה-1995.

1. בקרן גידור בנאמנות יחולו ההתאמות הבאות ובלבד שיתקיימו התנאים האמורים בסעיף 2 להלן.

1.1 הוראות תקנות 5 (מגבלת חשיפה לתאגיד), 6א (שיעור מרבי לאופציות), 6ב (שיעור מרבי לתעודות חוב), 8 (שיעור מרבי לנכסים שאינם נסחרים), 8א (שיעור מרבי לעסקאות OTC) ו-9 (שיעור מרבי ליחידות מוחזקות בקרן), לתקנות הנכסים – לא יחולו על קרן גידור בנאמנות.

- 1.2 המגבלה הקבועה בתקנה 5(ב) (מכירה בחסר) לתקנות האופציות - לא תחול על קרן גידור בנאמנות.
- 1.3 מגבלת שיעור הבטוחות, הקבועה בתקנה 7 לתקנות האופציות – שיעור הבטוחות הנדרשות על ידי מסלקת בורסה בשל פעילות בנגזרים לא יוגבל בקרן גידור בנאמנות.
- 1.4 מגבלת מנוף אשראי הקבועה בתקנה 3 לתקנות האשראי – בחישוב מנוף אשראי של קרן גידור בנאמנות לא יילקח בחשבון מנוף פעילות בנגזרים.
- 1.5 על אף האמור בתקנה 2(א3) לתקנות הנכסים, אין מניעה כי בקרן גידור בנאמנות נכס הבסיס של עסקת החלף שאינה במימון שהקרן היא צד לה, יהיה גם ריבית.
2. בקרן גידור בנאמנות יתקיימו התנאים הבאים :
- 2.1 **קביעת מגבלות חלופיות** – מנהל הקרן יבחן ויקבע מגבלות חלופיות שיאושרו ע"י ועדת ההשקעות (אותן יוכל להתאים גם לפי סוג האסטרטגיה שתנוהל על ידו בקרן), ובנוסף ועדת ההשקעות תקיים דיון בשאלה מהו שווי הנכסים המירבי האופטימלי לניהול אסטרטגיה מסוימת, שאלה שיהא עליה לבחון ולבדוק מחדש בהגיע הקרן לשווי זה.
- 2.2 **קרן מועדים קבועים** - קרן גידור בנאמנות תהיה קרן מועדים קבועים כמשמעותה בסעיף 47 לחוק; המועד הקבוע בקרן יהיה יום חישוב המחירים האחרון בתקופה שתקבע (למשל, היום האחרון בכל רבעון בקרן מועדים קבועים שבה מועדי היצירה והפדיון הם אחת לשלושה חודשים).
- 2.3 **בקשה ליצירות ופדיונות לפי שווי כספי** – מנהל הקרן רשאי לקבוע בתשקיף קרן גידור בנאמנות כי משקיע רשאי להגיש הזמנה ליצירה/פדיון בשווי כספי, כך שכמות היחידות במועד הביצוע תותאם לשווי הבקשה. בשל מאפייני קרן גידור בנאמנות, כמו למשל, הפער בין מועד בקשת היצירה/פדיון ועד לביצועה בפועל, עיתוי פרסום המחירים וכו', יש חשיבות ליישום מנגנון כאמור כדי לספק וודאות הן למשקיע והן לגורמי התפעול שמבצעים את הפעולה. ראו נספח א' לעניין זה.
- 2.4 **פרסום מחירי הקרן** – מחירי יחידות הקרן יפורסמו ביום חישוב המחירים האחרון בכל חודש. בשל היות הקרן קרן מועדים קבועים, אין מניעה כי מחירי הקרן יפורסמו רק במועדים הקבועים שנקבעו בקרן. תקנה 2 לתקנות המחירים קובעת את החובה לחשב את מחירי הקרן בכל יום מסחר. החובה לפרסם את מחירי הקרן סמוך לאחר שנתקבל אצל מנהל הקרן המידע המאפשר לו לקבוע את השער קבועה בתקנות פרסום מחירים. בקרן שאינה קרן מועדים קבועים יש הגיון לפרסום המחירים בכל יום מסחר משעה שמידע זה מהווה בסיס מהותי לקבלת החלטת השקעה יום יומית. על בסיס רציונל זה ועל מנת ליצר את הזיקה המובנית בין חובת הפרסום לבין אופיה של קרן מועדים קבועים אשר הוגדר בחוק, מוצע לקבוע כי בקרן מועדים קבועים פרסום המחירים יכול להיעשות במועדי היצירה והפדיון.

2.5 **הודעה מוקדמת** – על מנת לאפשר למנהל הקרן שהות לניהול הנוילות בעת פדיון יחידות מנהל הקרן יקבע בתשקיף הקרן מועד אחרון למתן הודעה מוקדמת בפדיון יחידות, אשר יחול לפני המועד הקבוע שבו הן יפדו. לאחר מועד זה, בעל יחידות בקרן אשר הגיש בקשה לפדיון יחידות, לא יהיה רשאי לבטלה. על מנת ליישם זאת, על מנהל הקרן לוודא שהמערכות הרלוונטיות ערוכות לבצע זאת, כי ניתן לחסום אפשרות לביטול בקשות לפדיון לאחר מועד זה, וכי המידע מוגש וברור למשקיע בתשקיף הקרן ובעת הגשת הבקשה על ידו.

2.6 **מדיניות השקעה ומאפיינים** – מדיניות ההשקעות של הקרן תתייחס לאסטרטגיה אשר תנוהל בה.

2.7 **דמי הצלחה** – מנהל הקרן יהיה רשאי לקבוע כי שכרו יכלול, נוסף על דמי הניהול הקבועים, גם רכיב של דמי הצלחה (Performance fee) הנגזרים מתשואה חיובית של הקרן (להלן – "דמי הצלחה"), ובלבד שחישוב דמי הצלחה מחושבים על בסיס בעל יחידות בודד, בהתאם למחיר הרכישה שלו³. דמי הצלחה יירשמו בספרי הקרן ומשיכתם מחשבון הקרן תבוצע בהתאם לתדירות מדידת דמי הצלחה ומועד איפוס חישוב דמי הצלחה שקבע מנהל הקרן בתשקיף, ולאחר שהנאמן אישר כי מנהל הקרן זכאי לסכום.

בחישוב דמי הצלחה יש להתייחס, בין היתר, לפרמטרים הבאים:

א. תדירות מדידת דמי הצלחה ומועד איפוס חישוב דמי הצלחה. למשל, ללא איפוס כלל (דמי הצלחה ישקפו את תשואת המשקיע מהמועד בו רכש את היחידות ועד לפדיון), איפוס בסוף השנה וכיו'.

ב. אם נקבע מועד לאיפוס חישוב דמי הצלחה, מנהל הקרן יהיה רשאי לגבות דמי הצלחה נוספים רק כאשר מחיר הקרן גבוה יותר מהמחיר האחרון שלפיו נגבו דמי הצלחה (High Water Mark).

ג. קביעת שיעור להשוואת תשואת הקרן – מנהל הקרן רשאי לקבוע שיעור להשוואת תשואת הקרן בחישוב דמי הצלחה. שיעור זה מהווה שיעור "משוכה" שרק מעליו יהיה מנהל הקרן רשאי לגבות את דמי הצלחה (Hurdle Rate).

מנהל הקרן יגדיר באופן ברור את חישוב דמי הצלחה, כך למשל – האם דמי הצלחה מחושבים ביחס לשיעור קבוע או ביחס לריבית שנקבעה או מדד ניירות ערך, האם החישוב הוא רק עבור השיעור היחסי מעל רף ההשוואה שנקבע, והאם הם מוגבלים עד לרווח מסוים. לדוגמה, מנהל הקרן קבע שדמי הצלחה הם 20% ונגבים רק אם תשואת הקרן עולה על 5%, כאשר דמי הצלחה יחושבו רק בעד שיעור התשואה מעל שיעור זה, וללא

³ לעניין זה, לרבות פירוט בדבר הצורך בקביעת דמי הצלחה בקרן גידור בנאמנות, ראו תיקון מוצע בהוראת הרשות מיום 12 בספטמבר 2010 בדבר בסיס חישוב שכר מנהל קרן ונאמן (קישור).

תקרה לשיעור הנגבה. אם שווי היחידה בתחילת תקופת החישוב הוא 100 ובסוף התקופה הוא 115. מנהל הקרן מחשב את דמי ההצלחה רק עבור החלק היחסי מעל 105. כלומר, ההפרש בין 115 ל-105 ולכן דמי ההצלחה משווי היחידה שייגבה יהיו 2 ₪.

מצ"ב בנספח א' דוגמה ליישום מנגנון לניהול הקרן, לצורך חישוב דמי הצלחה כאמור לעיל.

2.8 סיווג – הקרן תסווג תחת כותרת מאפיינת מתאימה שתאפשר קבוצת מיון והשוואה רלוונטית עבור המשקיע. לצורך כך, ייקבעו כותרות מאפיינות ייעודיות, חדשות, בהתאם למאפייני ניהול ההשקעות המקובלות בקרנות מסוג זה.

2.9 שם הקרן – תיקבע בעמדת הסגל בדבר עקרונות וכללים לקביעת שם קרן תבנית ייעודית לשם של קרן גידור בנאמנות.

2.10 גילוי –

2.10.1 דמי הצלחה – תשקיף הקרן והדוח השנתי של הקרן יכללו תיאור של אופן חישוב דמי ההצלחה לרבות דוגמה מספרית להמחשה. מנהל הקרן יתייחס באופן ברור ונפרד לדמי ההצלחה, לרבות דמי ההצלחה ששולמו, גם בחלק הדוח השנתי העוסק בהוצאות שנפרעו מנכסי הקרן.

2.10.2 הודעה מוקדמת – תשקיף הקרן יכלול תיאור של מנגנון ההודעה המוקדמת.

2.10.3 סיכונים – תשקיף הקרן והדוח השנתי יכללו התייחסות נרחבת של הסיכונים הכרוכים באסטרטגיית המנוהלות בקרן בליווי דוגמאות להמחשה ככל שרלוונטי.

2.10.4 זמניות ההוראה - סעיף 65א לחוק קובע כי הוראת הרשות לפי סעיף זה תהיה לתקופה שלא תעלה על שנתיים וחצי, כאשר תקופת ההארכה נמנית בכלל זה. לאור זאת, על מנהל הקרן להתייחס בתשקיף הקרן ובדוח השנתי למצב שבו ההוראה הזמנית לא תוארך או תפקע מבלי שתוכנה עוגן בחקיקת משנה. במצב דברים זה, יהיה על מנהל הקרן להגיש דוח פומבי לא יאוחר משלושים ימים קודם למועד פקיעת ההוראה או המועד האחרון להארכתה בו יפרט את ההתאמות שעליו לבצע במדיניות ההשקעות של הקרן על מנת שלא לחרוג מהוראות הדין עם פקיעתה או אי הארכתה. לחילופין יהא על מנהל הקרן להודיע על פירוק הקרן.

2.11 חישוב תשואה – תשואת הקרן תחושב כך שדמי ההצלחה עבור תקופת החישוב יילקחו בחשבון בחישוב התשואה (כלומר הם מנוכסים). לדוגמה, ככל שאין הוצאות מכירה בקרן – המחיר לתחילת התקופה יהיה שווי היחידה, והמחיר לסוף התקופה יהיה מחיר הפדיון (אשר כולל ניכוי של דמי ההצלחה) של הסדרה שהוקמה במועד הקבוע של תחילת תקופת חישוב התשואה.

2.12 **מספר קרנות גידור בנאמנות בניהול** – מכיוון שתפעול קרן גידור בנאמנות מצריך ביצוע התאמות במערכות הקיימות, מנהל קרן לא יורשה לנהל יותר מ-3 קרנות גידור בנאמנות עד 9 חודשים ממועד תחילת ההוראה. לאחר מכן, מנהל הקרן יורשה לנהל 3 קרנות נוספות. יובהר כי בניהול מספר קרנות גידור בנאמנות, קרנות אלו לא יהיו דומות ומדיניות ההשקעות של כל אחת מהן תהיה שונה באופן מובהק.

תחילה

תחילתה של הוראה זו בתום שישה חודשים ממועד פרסומה.

נספח א'

בקשה ליצירות ופדיונות לפי שווי כספי - על מנת לבצע יצירות ופדיונות לבקשות לפי שווי כספי ולא לפי כמות יחידות, יש לבצע במועד היצירה או הפדיון התאמה של כמות היחידות, לאחר פרסום מחירי הקרן לאותו מועד, כך שתשקף את השווי הכספי של הבקשה⁴.

כך למשל, בתאריך 2/1/2022 משקיע מעוניין לבצע יצירה בשווי כספי של 1 מיליון ₪. מחיר היחידה האחרון שדווח בתאריך 31/12/2021 הוא 100 ₪. בקרן זו, לשם הדוגמה, נקבעו מועדים קבועים בתדירות חודשית ולכן המועד שבו תבוצע הבקשה הוא 31/1/2022. במועד זה מחיר היחידה הוא 110 ₪. כך שאם מחשבים את כמות היחידות לפי מחיר היחידה האחרון הידוע במועד הבקשה, בהתאם לפרקטיקה הקיימת כיום, כמות היחידות תהיה 10,000 והסכום שהמשקיע ישלם בפועל יהיה 1,100,000 ₪. באמצעות יישום המנגנון, המשקיע ישלם 1,000,000 ₪ וכמות היחידות שיקבל תותאם לאחר פרסום מחיר היחידה ב- 31/1/2022 כך שתעמוד על 9090.9 יחידות.

אם מנהל הקרן יבחר לקבוע מנגנון כאמור, עליו להיערך ליישומו מול כל הגורמים הרלוונטיים ובאמצעות המערכות המתאימות לכך, לרבות התייחסות לתפעול וניהול של שברי יחידות.

הודעה מוקדמת – על מנת ליישם את מנגנון ההודעה המוקדמת כמוצע בהוראה, על מנהל הקרן לוודא שהמערכות הרלוונטיות ערוכות לבצע זאת, כי ניתן לחסום אפשרות לביטול בקשות לפדיון לאחר מועד זה, וכי המידע מוגש וברור למשקיע בתשקיף הקרן ובעת הגשת הבקשה על ידו.

חישוב דמי הצלחה - כפי שצוין בהוראה, על מנת לקבוע מנגנון של דמי הצלחה בקרן גידור בנאמנות, יש לחשב את דמי הצלחה כך שישקפו את התשואה של בעלי היחידות בקרן בהתאם למחיר שבו רכשו את הקרן.

לשם ההמחשה, על מנת ליישם אופן חישוב כאמור, ניתן לבצע זאת לדוגמה באמצעות המנגנון חשבונאי של "קרן רב סדרתית", כפי שמתואר להלן:

1. בכל מועד קבוע שבו ניתן ליצור (ולפדות) יחידות, תוקם סדרה ייעודית וינתן לה מספר מזהה. באמצעות כך, ניתן יהיה לזהות את מחיר הרכישה של בעלי היחידות שרכשו את הקרן במועד זה ועל בסיסו לחשב תשואה לצורך דמי הצלחה.
2. ניהול הסדרות יבוצע לצורך תפעולי בלבד ולא ניתן יהיה לבצע שינוי כלשהו בסדרה מסוימת. בהתאם לכך, ניהול נכסי הקרן יבוצע באופן מרוכז ולא עבור כל סדרה בנפרד.
3. שווי היחידה של הסדרות יהיה זהה. מחיר הפדיון של כל סדרה יחושב בניכוי דמי הצלחה שלה.

⁴ כיום, תפעולית, לא ניתן ליישם מנגנון כאמור וכמות היחידות מחושבת כבר במועד הבקשה ליצירה/פדיון על ידי המשקיע.

4. פרסום מחירי הקרן יבוצע עבור כל הסדרות. על בסיס מחירים אלה יבוצעו הפדיונות בקרן, ובהתאם לדמי ההצלחה של כל סדרה.
5. ככל שמנהל הקרן קבע מנגנון לאיפוס חישוב דמי ההצלחה במועד מסוים - ניתן יהיה לבצע במועד זה איחוד סדרות לתוך הסדרה המובילה (הסדרה שהוקמה במועד הראשון להצעת היחידות בקרן). איחוד סדרות אפשרי לביצוע רק ככל שניתן יהיה להמשיך וליישם באופן מלא את מנגנון דמי ההצלחה שנקבעו בתשקיף הקרן. יובהר כי מאחר ומדובר בסדרות של אותה קרן, לצרכי מדידת דמי הצלחה, לא מדובר במיזוג קרנות על כל המשתמע מכך, אלא רק ביישום תפעולי לצורך נוחות המשך ניהול ותפעול הקרן.