

**מחלקת השקעות**  
**יחידת מכשירים פיננסיים**

**עיקרי מודל הפיקוח לתעודות הסל**

**נובמבר 2011**

## תוכן העניינים

3	תקציר מנהלים .....
9	א. מבוא .....
12	ב. האכסניה המשפטית – עיקרי תיקון 16 ביחס לתעודות הסל .....
15	ג. הסיכונים הגלומים בפעילות - כללי .....
16	ד. הסיכון התפעולי .....
16	כללי .....
16	המודל המוצע לתחום תעודות הסל .....
18	ה. סיכון האשראי .....
18	כללי .....
19	המודל המוצע לתחום תעודות הסל .....
25	סיכום .....
26	ו. סיכון השוק .....
26	כללי .....
26	המודל המוצע לתחום תעודות הסל .....
30	ז. סיכון הנזילות .....
30	כללי .....
31	המודל המוצע לתחום תעודות הסל .....
33	ח. מודל הקצאת ההון .....
33	כללי .....
33	הקצאת ההון על פי המודל .....
37	יישום בפועל – הקצאת הון בתעודות הסל .....
37	אופן העמדת ההון המוקצה .....
38	לוח זמנים ליישום מודל הקצאת ההון .....
38	ט. פיקוח .....
42	י. סיכום .....

## תקציר מנהלים

תעודות הסל לרבות תעודות בחסר, תעודות ממונפות, תעודות מעורבות, ואופציות כיסוי (במסמך זה: "תעודות סל"<sup>1</sup>) מונפקות לציבור בישראל זה למעלה מעשור, החל מיום 17 במאי 2000. מדובר במוצר פיננסי ייחודי שאין כמותו בעולם. היתר הרשות להנפקת מוצרים ייחודיים אלה לציבור, במסגרת רצונה לעודד את פיתוח שוק ההון הישראלי, מחייב את הרשות להתמודד באופן שוטף עם אתגרים מורכבים ולהשקיע משאבים רבים בניסיון לשמור על עניינם של המשקיעים בשוק ההון הישראלי.

עד היום הונפקו מאות תעודות סל מסוגים שונים. שוק זה מקיף כיום כחמש מאות תעודות סל בהן מנוהלים כספי ציבור בהיקף של למעלה מ-55 מיליארד ש"ח. מדובר בתחום המתפתח בקצב מהיר ביותר, הן מבחינת מורכבות המוצרים והן מבחינת היקף הכספים המנוהלים<sup>2</sup>.

פעילות התחום חשופה לסיכונים שונים – פיננסיים ותפעוליים כאחד. החשיפה לסיכון נובעת בראש ובראשונה מהיותן של התעודות מכשיר מתחייב, אשר מבטיח למחזיק בו את תשואת נכס המעקב ללא תלות באופן ההתכנסות של החברה, אך גם מקיומה של פעילות מורכבת (חשיפה לחו"ל, אסטרטגיות השקעה, פעילות ממונפת) ומן הצורך לנהל פעילות מסחר בזמן אמת.

מעבר לסיכון הנקודתי למשקיעים בתעודות הסל, קיים גם סיכון מערכתי לשוק ההון בפעילות בתחום זה. קיום אירוע חדלות פירעון במנפיק תעודת סל תחייב את סגירת הפעילות ומכירת יתרת ניירות הערך של הציבור המוחזקים על ידי אותו מנפיק. מצב זה עלול להוביל לנפילה חדה בשעריהם של ניירות ערך רבים בבורסה בתל אביב. החשש מהתממשות סיכון מערכתי זה, כמו גם התובנה כי מדובר בפעילות פיננסית הדורשת פיקוח והסדרה, הביאו את הרשות ליזום תהליך הסדרה של התחום והכפפתו לרגולציה המחמירה הקיימת בתחום קרנות הנאמנות. תהליך זה נמצא בעיצומו, ובמסגרתו אושרה במליאת הרשות ביום 15 בנובמבר 2009 הצעה לתיקון לחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן: "חוק השקעות משותפות בנאמנות"), אשר יוביל לפיקוח על תעודות סל לצד קרנות הנאמנות, ויאפשר פעילות חדשה נוספת בדמות קרנות סל.

לצד המהלך לשינוי החקיקתי בחנה הרשות, יחד עם גורמים שונים, לרבות מנפיקי תעודות הסל, ובסיוע מומחים שונים בשוק ההון, דרכים לזיהוי ולמודד את מכלול הסיכונים הגלומים בפעילות זו, לנהל אותם ולהפחיתם במידת האפשר. הליך זה של זיהוי, ניהול וצמצום הסיכונים אינו יכול, ולא נועד מלכתחילה, לבטל את הסיכונים הגלומים בפעילות האמורה. חשוב להדגיש כי מקום בו קיימת פעילות פיננסית קיימים לצידה גם סיכונים פיננסיים, אשר

<sup>1</sup> מוצרי מדדים הם המונח השגור כיום ביחס לנכסים אלה. במסגרת העברת תחום זה למסגרת של פיקוח יקבע מונח משפטי - "תעודות סל" - שיכלול את כל המוצרים הללו, ויהווה המקבילה של קרן נאמנות.

<sup>2</sup> לשם השוואה, בסוף שנת 2006 עמד שווי החזקות הציבור בתעודות הסל על כ-13.1 מיליארד ש"ח עם 133 תעודות במחזור, בסוף שנת 2008 עמד שווי החזקות הציבור במוצרים אלו על כ-30.1 מיליארד ש"ח עם 380 תעודות במחזור, ונכון לדצמבר 2010 שווי החזקות הציבור עומד על כ-57.7 מיליארד ש"ח עם כ-476 תעודות במחזור.

לא ניתן לבטלם, ולכן נדרש לנהל אותם באופן מושכל ולנסות ולהביא להפחתתם במידת האפשר. אמנם ניתן יהיה להפחית יותר את היקף הסיכונים הקיימים בתחום באמצעות הטלת מגבלות רגולטוריות נוספות, אך מגבלות כאלו, כפי שיובהר בהמשך בהרחבה, יובילו לסגירת פעילויות רבות בתחום זה, עד כדי פגיעה מהותית בתחרות בתחום, ובמקרים מסוימים אף לכדי סגירת הענף כולו.

לנגד עיניו של סגל הרשות עמדו שני יעדים מרכזיים. האחד, שימור פעילותו של תחום תעודות הסל, והאחר, מציאת דפוס הפעילות שיוביל תחום זה לרמת הסיכון הנמוכה ביותר האפשרית בתנאים אלה. בהתאם לכך, נקבעה מסגרת פעילות, הכוללת מגבלות והוראות שונות, שתכליתן להתמודד עם הסיכונים השונים הכרוכים בפעילות תעודות הסל, תוך ניסיון ליצירת מערך תמריצים אפקטיבי בקרב מנהלי תעודות הסל לציות ולהתנהלות בהתאם לכללים שיקבעו. מודל פיקוח זה נבנה בתאום ובהסכמה בין הרשות ובין מנפיקי תעודות הסל, תוך בחינה של מודלים קיימים בקרב גופים מפוקחים אחרים (בנקים, חברות ביטוח, קופות גמל, קרנות נאמנות וחברי בורסה שאינם בנקים), ככל שהם רלוונטיים. במובחן מהסדרה של תחום חדש, מדובר במקרה זה בתעשייה קיימת בעלת מאפיינים רבים המשותפים על אופן התאגדות מסוים ועל מערכת של התחייבויות והסכמים. על רקע זה, לגיבוש המהלך האמור בהסכמה עם מנפיקי תעודות הסל, חשיבות רבה לצורך השגת יישום והטמעה מהירים ואפקטיביים שלו.

בהכנת המודלים המקצועיים הסתייע סגל הרשות ביועצים, שהינם אנשי מקצוע מהשורה הראשונה בתחום ניהול הסיכונים. ד"ר מעינה וייסמן וד"ר אבי וואהל שימשו כיועצי איגוד תעודות הסל ביחס למודל ניהול סיכונים השוק, ופרופ' אמיר ברנע שימש כיועץ האיגוד ביחס למודל הקצאת ההון. המודלים נבחנו על ידי פרופ' צבי וינר, יועץ חיצוני מטעם הרשות.

במסגרת עבודת מיפוי הסיכונים בתחום תעודות הסל מופו סיכונים שונים. להלן הסיכונים העיקריים בתחום זה:

**סיכון תפעולי** – סיכון זה גלום בעצם פעילות המנפיק, ובתחום תעודות הסל הוא מושפע באופן מהותי מהתלות במערכות מחשב. כחלק מתהליך ההעברה של התחום למשטר של פיקוח ניתן דגש להקמת תשתית של מערכות בקרה ומחשוב בחברות, תוך התנעת תהליך ביקורת מטעם הרשות אצל כל המנפיקים. המעבר למסגרת חוק השקעות משותפות בנאמנות יביא לחיזוק היבטי הממשל התאגידי בחברות, ובין היתר יחזק את הבקורות על ההתנהלות השוטפת וישווה היבטים אלה לאלו הקיימים בקרנות הנאמנות. הקצאת ההון בגין הסיכון התפעולי תהווה את הנדבך המשלים להתמודדות עם הסיכון, הן ביצירת "כרטיס כניסה" גבוה לפעילות בתחום, והן ביחס להיקף הנכס המנוהל.

**סיכון אשראי** – עיקר סיכון האשראי בפעילות תעודות הסל נובע מחשיפה לתאגידיים בנקאיים מפוקחים המקצים הון בהתאם להוראות מודל באזל. מטבע הדברים, חשיפה זו אינה מפורזת דיה ועל כן מחייבת התייחסות זהירה במסגרת המודל. לכאורה, הפתרון הפשוט

ביותר הינו לקבוע כי החברות ישקיעו את הכספים בנכסי הבסיס בלבד ועל ידי כך לבטל את הסיכון, אולם אופי הפעילות בתחום אינו מאפשר זאת, שכן משמעות הדבר תהיה ביטול פעילות התעודות במדדי חו"ל, מניעת הנפקת מוצרים מורכבים, יצירת חשיפה לסיכונים תפעוליים וסיכוני שוק וצמצום משמעותי של אפשרויות ההתכסות של המנפיקים. מנגד, דרישת הקצאת הון בהיקף שיאפשר פיצוי מלא ואמיתי בעת קריסת בנק תביא לסגירת השוק. פיזור במספר גדול של בנקים איננו יעיל תפעולית ואיננו ישים, בין היתר מפני שיש בו, במקרים מסוימים, כדי להביא לאובדן היתרונות לגודל ולפגיעה בכדאיות הכלכלית. על כן, בהיעדר יכולת לבטל את הסיכון, מטרתו של סל הכלים היא לצמצמו באופן משמעותי ולהביא לניהולו באופן שמרני.

צמצום הסיכון נעשה על ידי השקעת מרבית הכספים בבנקים בדרגת סיכון נמוכה, תוך דרישת הקצאת הון בגובה 100% בגין הפקדת מזומנים בבנקים שפרופיל סיכון האשראי שלהם אינו בשתי קבוצות האיכות הראשונות. שיוך הגופים לקבוצות האיכות השונות תיעשה בהתאם לדירוג האשראי כפי שייקבע על ידי חברות הדירוג הישראליות והבינלאומיות. ביחס להפקדות בבנקים נדרש פיזור של המזומנים, כאשר הפקדה של יותר מ-25% מנכסי תעודה בבנק אחד תתאפשר רק בבנקים השייכים לקבוצה הגבוהה ביותר מבחינת פרופיל סיכון האשראי שלהם. בנקים אלה, בהם תותר הפקדת כספים בשיעור של עד 50% יידרשו להיות בנקים אשר יכפילו עצמם לדרישות קבלת מידע ומסמכים על ידי הרשות, על מנת שיתאפשר לה לשמור על עניינם של ציבור המשקיעים בתעודות. בגין הפקדת מזומנים נדרשת הקצאת הון בהתאם לפרופיל סיכון האשראי של גורם הסיכון. הקצאת הון תידרש גם בגין פעילות אחרת הכרוכה בסיכון אשראי, כמו השאלת נכסים או פעילות בעסקאות החלף (SWAP) ועסקאות דומות. היקף הקצאת ההון הינו זניח ביחס לנכסים המופקדים החשופים לסיכון, אולם הוא מהותי ביחס למנהל תעודת הסל, כך שהוא מהווה תמריץ שלילי ללקיחת הסיכון. כמו כן, נדרשת נזילות של הכספים המאפשרת מעבר בין בנקים בעת חשש מפני התממשות הסיכון.

**סיכון שוק** – סיכון זה מבטא היעדר מתאם בין הנכסים המגבים של התעודה להתחייבויותיה. לצורך המדידה והניהול של סיכון השוק נבנה מודל המבוסס על מבחני VaR ותרחישי קיצון. המדידה השוטפת של סיכוני השוק של החברה, באמצעות תרחיש קיצון שימדד כל 10 דקות, מהווה שיפור מהותי של אופן ניהול סיכוני השוק. בנוסף, ה-VaR ותרחישי הקיצון השבועיים הינם כלים מתקדמים ומקובלים למדידת הסיכון. הקצאת ההון בגין הסיכון תיעשה בהתאם לגובה מבין תוצאת ה-VaR (פי 3 עד פי 4 מהערך הנמדד<sup>3</sup>) לבין תרחיש הקיצון השבועי שנמדד, וזאת בכפוף לדרישה של הקצאת הון מינימאלית בגין סיכוני שוק, שערכה גבוה מרמת הסיכון הנמדדת כיום על ידי המנפיקים. כללי ההשקעה מסדירים את המסגרת הכללית המחייבת השקעה בנכסים העוקבים אחרי המדד.

<sup>3</sup> הגדלת שיעור הקצאת ההון תתבצע במקרה של כשלון הבדיקות השוטפות המבוצעות על תקפות מודל ה-VaR (בדיקות ה-Backtest).

**סיכון נזילות** – במסגרת כללי ההשקעה נקבעו מגבלות ותמריצים שליליים על התכסות בנכסים שאינם נזילים, לרבות בדרך של הטלת "קנס" המתבטא בשערוך של חוזים ופיקדונות מול הבנקים בהתאם לערכם במשיכה מיידי. כמו כן, בתשקיפי ההנפקה נקבעו כבר היום מגבלות על הליך ההמרה, על מנת לאפשר מכירה של הנכסים המגבים לצורך תשלום תמורת ההמרה.

על מנת להתמודד עם הסיכונים האמורים יאומץ מודל הפיקוח המפורט להלן. מדובר במקבץ הוראות וכללים שנקבעו תוך הידברות שוטפת עם השוק, ומתוך מטרה ברורה לאפשר את הפעילות הקיימת והעתידית של הגורמים הפועלים בו, הן מבחינת זהות הגורמים והן מבחינת אופי הפעילות. מודל פיקוח זה משקף הבנה כי אין מודל או נוסחה אשר יכולים להבטיח באופן מוחלט את יכולת הפירעון של תעודות הסל, וכי השמירה על יציבות השוק מחייבת פיקוח ומעקב שוטפים. המודלים השונים נועדו לקבוע את המסגרת לפעילות התחום, ולספק תמריצים לפעילות החברות באופן שמרני.

### עיקרי מודל הפיקוח:

1. **מעבר למשטר פיקוחי** – העברת תחום תעודות הסל לרגולציה במסגרת חוק השקעות משותפות בנאמנות. מדובר במעבר ממשטר של גילוי למשטר של פיקוח והסדרה, תוך יישום כללי הממשל התאגידי של קרנות הנאמנות, וחיזוק מעמדו ואחריותו של הנאמן. במסגרת זו יועברו הנכסים המגבים את התעודות לבעלות המשקיעים ויוחזקו בידי הנאמן עבורם<sup>4</sup>, כאשר התחייבות מנהל התעודה תהיה רק להשלמת ההפרש בין שווי הנכסים שבידי המשקיעים ובין ההתחייבות שלו כלפיהם. התחייבות זו תותאם על בסיס שוטף, ותגובה בהקצאת ההון בחשבון מיוחד שיפוקח על ידי הנאמן ויהווה כרית בטחון זמינה. כמו כן תיקבע בחוק חובת הנאמן לפקח על החברה המנהלת את תעודת הסל, במתכונת דומה למקובל ביחס לקרן הנאמנות.

הצעת התיקון לחוק השקעות משותפות בנאמנות (להלן: "תיקון 16"), מפורסמת באתר הרשות, בכתובת – [http://www.isa.gov.il/Mutual\\_Funds/1403/1923/Pages/default.aspx](http://www.isa.gov.il/Mutual_Funds/1403/1923/Pages/default.aspx). ראו פרק ב' להלן, בו מפורטים עיקרי ההשלכות בתחום הממשל התאגידי והפיקוח במסגרת תיקון 16.

2. **כללי השקעה** – הגדרת כללים ביחס לנכסים בהם מותר להשקיע, תוך צמצום אפיקי ההשקעה המותרים. נקבעו כללים המיועדים להבטיח סחירות ונזילות במטרה להבטיח אפשרות פדיון מהירה ככל שניתן. במסגרת כללים אלה הוסדרו כללי ההשקעה במוצרים, כגון: נכסי בסיס, חוזים עתידיים, אופציות, חוזי החלף (SWAP) ועוד. כמו כן, הושם דגש כי בכל עת תהיה למנפיק אפשרות לעבור למוצר השקעה חלופי.

<sup>4</sup> כיום נכסים אלה שיכים קניינית למנפיק תעודת הסל, ומשועבדים לנאמן.

3. **ניהול סיכוני שוק** – נקבעו מודלים למדידה וניהול של סיכון השוק, לרבות מודל VaR ותרחישי קיצון. מודל הפיקוח מסדיר את אופן חישוב הערך הנתון בסיכון (VaR 95%) אחת לשבוע (אומדן ההפסד היומי המכסימלי בהסתברות של 95%), וקובע כי חישוב מודל תרחישי קיצון יבוצע אחת לשבוע (אומדן ההפסד הצפוי בהינתן התרחיש הקיצוני ביותר ב-3 השנים האחרונות) וחישוב מודל תרחישים מחמיר יבוצע **כל 10 זקות** במהלך יום המסחר. המודל מהווה קפיצת מדרגה באופן ההתמודדות של המנפיקים עם סיכון השוק, והוא מספק את התשתית למדידה שוטפת של חשיפת החברה, ולהקצאת הון בגין הסיכון.

מודל ניהול ובקרת סיכוני שוק שנכתב על-ידי ד"ר מעינה ויסמן וד"ר אבי וואהל, בשיתוף עם סגל הרשות ובהתאם לעקרונות שהותוו על ידו, מפורסם באתר הרשות.

4. **הסדרת פעילות מול גופים פיננסיים** – הגדרת מסגרת חשיפה מחמירה לסיכון אשראי, תוך חלוקת מקורות הסיכון לשלוש דרגות עיקריות. במסגרת הסדרה זו יקבעו כללים להתקשרות עם גופים פיננסיים, דרישות מעקב שוטפות ומצבים בהם על המנפיק למשוך את כספו מאותם גופים.

מדיניות ניהול סיכוני אשראי ביחס לפעילות מול גופים פיננסיים זרים, אשר אומצה על ידי מנהלי תעודות הסל בחודש ספטמבר 2009, פורסמה במסגרת דיווחים מיידיים של החברות המנפיקות באתר המגנ"א של רשות ניירות ערך.

5. **הקצאת הון** – מודל הקצאת ההון קובע את הקצאת ההון הנדרשת בגין הסיכון התפעולי, סיכון השוק וסיכון האשראי. מודל הקצאת ההון לא נועד לשמש כביטוח מפני קריסה עתידית. אין בו כדי להפוך את תעודות הסל למוצר חסין בפני כשלים. מודל זה נועד להפחית תמריצים כלכליים ליצירת חשיפות ומנגד לעודד התנהלות סולידית במסגרת פעילותה השוטפת של החברה. הקצאת ההון נקבעה בהתחשב במגבלות הכלכליות ובהון המצומצם יחסית שבידי מנהלי תעודות הסל, ומתוך כוונה שלא להחיל דרישת הון ברמה גבוהה מדי שתוביל לסגירתו של תחום זה. נכון למבנה הנוכחי של הפעילות בשוק מדובר בדרישות הון של בין כ- 40 מיליון ש"ח לכ- 110 מיליון ש"ח ברמת מנהל תעודה. על אף שאלה הם סכומים נכבדים, בייחוד כשמדובר בחברות ייעודיות (SPC), מדובר במודל הקצאת הון ישים שמנהלי תעודות הסל והמומחים שליוו את הנושא, הן מטעם איגוד תעודות הסל והן מטעם הרשות, היו שותפים בהתווית עקרונית המרכזיים.

כל מנהל תעודת סל יחויב בניהול חשבון מגבה. חשבון מגבה הינו חשבון של מנהל התעודה אשר הנכסים המופקדים בו משמשים כביטוח לקיום התחייבויותיו למחזיקי היחידות בתעודת הסל. גובה הסכום שיופקד בחשבון המגבה ייקבע בתקנות, בהתאם להקצאת ההון שתידרש על פי מודל הפיקוח המתואר בנייר זה. הפיקוח על ניהול החשבון המגבה ייעשה על ידי הנאמן לתעודת הסל. יש להדגיש כי החשבון המגבה יוחזק בנפרד

מנכסי הנאמן ומנכסי מנהל התעודה, ויקבעו ביחס אליו הגנות משפטיות במסגרת תיקון החוק האמור. כל הקצאת הון שלא במזומן במסגרת החשבון המגבה, תהא כפופה למנגנון "כיסוח" (דהיינו, מדידה של הנכס לצורך דרישת הקצאת ההון בסכום הנמוך משוויו, בשל הסיכון הגלום בו) בהתאם לפרמטרים המיושמים ביחס לחברי בורסה שאינם בנקים (להלן: "חש"בים").

6. גילוי – אחד הכלים המרכזיים העומדים לרשות במהלך השנים האחרונות הוא הגילוי. במהלך תקופה זו הוכיח את עצמו כלי זה ככלי אפקטיבי ביותר בהגנה על עניינם של המשקיעים. אמנם אין די בו, והוא כשלעצמו אינו יכול להוות מחסום מפני קריסת מנפיק תעודת סל, אך הוראות הגילוי שנקבעו במהלך השנים, ובמיוחד ההנחיה שעניינה גילוי אודות הסיכונים בפעילות מנפיקי תעודות הסל, הראו כי במידה מסוימת הדבר הופך את הגופים הפועלים בשוק ההון למעין "שומרי סף", וזאת כאשר הגילוי ניתן באופן פשוט ותמציתי. השימוש בגילוי כ"כלי פיקוח" מתאפשר נוכח התחרות הרבה המאפיינת את הענף. מנקודת מבטו של המשקיע, חלק ניכר של התעודות המונפקות על ידי מנפיקים שונים מהוות מוצרים תחליפיים מושלמים, נוכח מאפייני המוצר כמוצר השקעה פאסיבית. בנסיבות אלה כל גילוי "שלילי" הממצב את מנפיק התעודה במצב של "נחיתות" לעומת מתחריו, יוצר אצלו תמריץ חזק, הן במשטר הקיים והן במשטר שמוצע להחיל על התחום בעתיד, ליישר קו לנורמות הגבוהות ביותר ("Race to the top").

הנחיית הרשות מיום 3 בפברואר 2010 העוסקת בגילוי בדבר סיכון אשראי, סיכון שוק והחזקות ציבור במכשירים פיננסיים, אשר הארכתה אושרה במליאת הרשות מיום 22 בדצמבר 2010, מפורסמת באתר הרשות, בכתובת –

[http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile\\_5486.pdf](http://www.isa.gov.il/Download/IsaFile_5486.pdf)



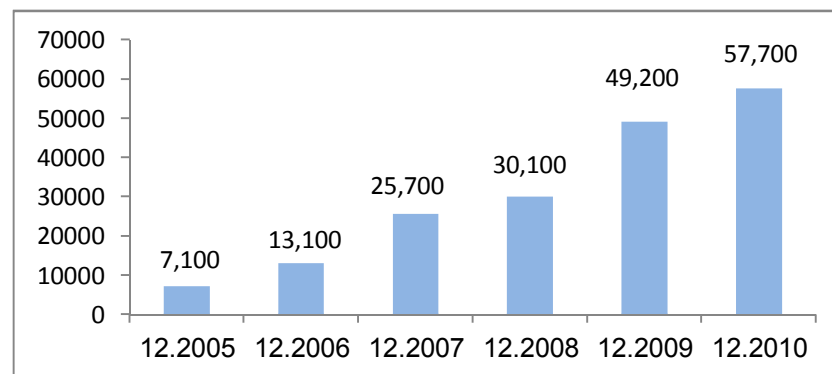
## א. מבוא

תעודות הסל הקיימות כיום בשוק ההון הן רבות ומגוונות. על תעודות אלו נמנות כיום תעודות סל, אופציות כיסוי, תעודות בחסר, תעודות סחורה, תעודות מורכבות לסוגיהן, תעודות פיקדון ותעודות חוזה<sup>5</sup>.

תעודת סל הינה, למעשה, נייר ערך מסוג אגרת חוב, שערכו ותשואתו נגזרים מהנכס או מהמדד לייחוס נשוא ההתחייבות בנייר הערך, והוא ניתן להמרה יומית בניכוי עמלות בהתאם לנוסחה הקבועה מראש בתשקיף. תעודות אלו מונפקות על ידי חברות ייעודיות המוקמות למטרה זו (SPC – Special Purpose Company) אשר מציעות אותן לציבור ורושמות אותן למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

את תעודת הסל הראשונה בישראל (תאלי 25) הנפיקה חברת פסגות תעודות סל (או בשמה אז, "אופק לאומי מכשירים פיננסיים") במאי 2000. מאז הענף התפתח, והוא מצוי בגידול מתמיד. כך, בסוף שנת 2006 שווי החזקות הציבור בתעודות סל עמד על כ- 13.1 מיליארדי ש"ח עם 133 תעודות במחזור, בסוף שנת 2008 שווי החזקות הציבור בתעודות סל עמד על כ- 30.1 מיליארדי ש"ח עם 380 תעודות במחזור, ונכון לדצמבר 2010 שווי החזקות הציבור עומד על כ- 57.7 מיליארדי ש"ח עם כ- 429 תעודות במחזור. קרי, בתוך חמש שנים ניתן להצביע על גידול של פי ארבעה לערך בהיקף החזקות הציבור וביחס דומה לכך גם בכמות התעודות אשר במחזור.

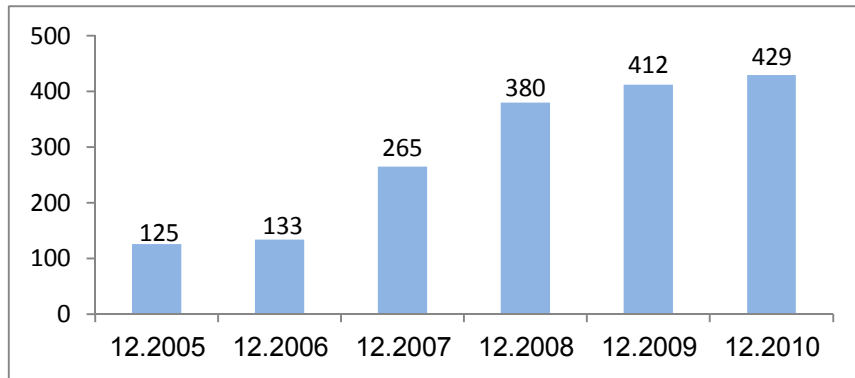
שווי החזקות ציבור\*



\*במיליוני ש"ח

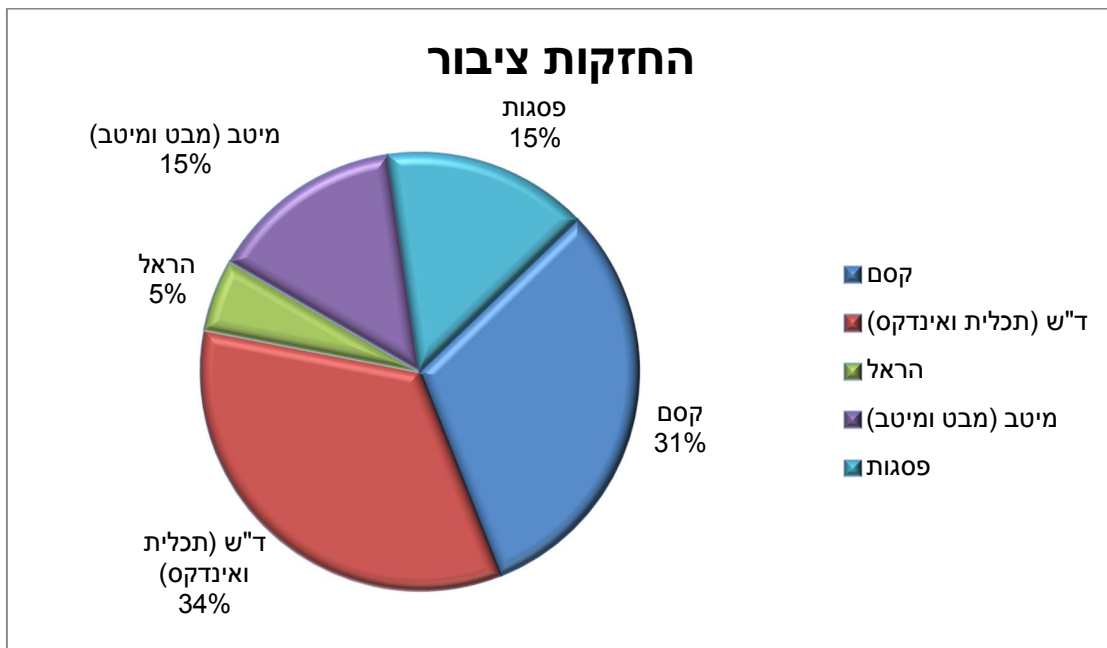
<sup>5</sup> הואיל ותעודות הסל מהוות את חלק הארי של תחום תעודות הסל, ומכיוון שלאחר השלמת הליכי ההסדרה והחקיקה יוגדרו כל המדדים תעודות הסל כתעודות סל, נעשה לעתים בנייר זה שימוש במינוח "תעודות סל" כמייצג לכל מוצרי המדדים.

### סה"כ תעודות במחזור



כיום פעילים בענף שבעה מנפיקים: קסם (31.21%), תכלית (23.97%), פסגות (15.09%), מבט (12.27%), אינדקס (10.08%), הראל (5.31%) ומיטב (2.07%).<sup>6</sup>

### שיעורי נתח שוק לחודש דצמבר 2010



מנפיקות תעודות הסל הן חברות פרטיות מדווחות (להלן: "תאגיד מדווח") אשר כפופות כיום אך ורק למשטר הגילוי הנאות בהתאם להוראות חוק ניירות ערך. ככאלו, ובמיוחד טרם כניסתו לתוקף של תיקון 17 לחוק החברות, הן פטורות מהוראות שונות בחוק זה החלות על חברות ציבוריות, ומחייבות אותן בחובות שונות דוגמת אישור עסקאות עם בעלי שליטה,

<sup>6</sup> בתחילת 2011 הושלמה עסקת העברת השליטה בקבוצת תכלית מידי מייקל דייויס לבית ההשקעות דש איפקס הולדינגס בע"מ, אשר שולטת בקבוצת אינדקס תעודות סל. במקביל הושלמה במחצית 2011 עסקת העברת השליטה בקבוצת מבט מידי כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ למיטב תעודות סל אחזקות בע"מ.

מינוי דח"צים, מינוי מבקר פנים וכו'. כמו כן, הן אינן כפופות למשטר פיקוח כלשהו, בניגוד לקרנות נאמנות או לקופות גמל.

משמעות העדר הפיקוח באה לידי ביטוי בכך שהחברות המנפיקות תעודות סל נדרשות לדיווח ולגילוי נאות בלבד בהתאם לחוק ניירות ערך, בעוד שהסדרת תחום קרנות הנאמנות מכוח חוק השקעות משותפות בנאמנות מחילה בנוסף גם הסדרה מפורטת, והפיקוח מכוחה הדוק למדי. יוצא אפוא, כי על פי המצב כיום נוצר ארביטראז' רגולטורי בין מוצרים הדומים מאוד באפיונם ובמטרות ההשקעה בהם.

על רקע ארביטראז' רגולטורי זה אישרה מליאת הרשות ביום 15 בנובמבר 2009 את המתווה המוצע לתיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות. מטרת תיקון 16 הינה להסדיר פעילותן של תעודות הסל תחת משטר של הסדרה ופיקוח, בדומה לקרנות הנאמנות. בנוסף, תיקון זה מניח תשתית משפטית להסדרת מוצר מדד חדש, הדומה במהותו ל- Exchange Traded Fund (ETF) האמריקאי, שיקרא "קרן סל". על פי התיקון המוצע, ולאחר כניסתו לתוקף, יוצעו בישראל שלושה סוגים של מוצרי השקעה פאסיבית תחליפיים: קרן נאמנות מחקה, קרן סל ותעודת סל.

בד בבד עם הסדרת התחום כאמור לעיל, מוסיפה הרשות לפעול גם להרחבת דרישות הגילוי הקיימות, ומטפלת באופן שוטף בחברות המנפיקות תעודות סל באמצעות בדיקת תשקיפים, קביעת הנחיות, פרסום עמדות רשות וביצוע ביקורות במשרדי החברות המנפיקות. בכוונת מחלקת השקעות לסיים סבב ביקורות בכל אחת ממנפיקות תעודות הסל עד לכניסת התיקון לחוק לתוקף.

יציבות החברות המנפיקות תעודות סל ואופן ניהול הסיכונים בחברות אלה הן סוגיות מרכזיות בהליך המעבר לפיקוח של תחום זה ובהסדרתו. מעבר לסיכון הנקודתי למשקיעים בתעודות הסל, קיים גם סיכון מערכתי לשוק ההון בפעילות בתחום זה. התקיימות אירוע חדלות פירעון במנפיק תעודות סל תחייב סגירת הפעילות ומכירת יתרת ניירות הערך של הציבור המוחזקים על ידי אותו מנפיק. מצב זה עלול להוביל לנפילה חדה בשעריהם של ניירות ערך רבים בבורסה בתל אביב, בשל אי יכולתו של שוק ההון הישראלי לקלוט היצעים כה גדולים של ניירות ערך בטווח זמן כה מצומצם, ולפגיעה בשוק ההון בכללותו.

בנייר זה נסקור את מודל הפיקוח המוצע, את אופן ניהול סיכונים בחברות אלה ואת ההשלכות של הסיכונים השונים על הקצאת ההון הנדרשת בגין הפעילות האמורה.

## ב. האכסניה המשפטית – עיקרי תיקון 16 ביחס לתעודות הסל

כאמור, לאור ההצעה לתיקון חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון 16), צפוי תחום תעודות הסל לעבור לרגולציה תחת חוק זה.

במסגרת התיקון האמור, יוסדרו בין היתר הנושאים הבאים:

1. **ייסוד תעודת הסל** – ייסודה של תעודת סל יהא בהסכם בין חברה שתנהל את תעודת הסל, לבין חברה אשר תשמש כנאמן להסדר. "תעודת סל" תוגדר באופן דומה ומקביל לקרן נאמנות, ומנפיקי תעודות הסל יוגדרו כמנהלי תעודות סל (מקביל למנהלי קרנות). תעודות אלה יהפכו ממבנה משפטי של "תעודות התחייבות", המונפקות כנייר ערך על פי תשקיף, למבנה משפטי הדומה במהותו לקרן נאמנות שבה זכות הקניין על הנכסים תהא שייכת למשקיעים. העברת הבעלות בנכסים תקנה לציבור המשקיעים הגנה משפטית טובה יותר על הנכסים המנוהלים על ידי מנפיקות תעודות הסל.
2. **חשבון מגבה** – כל מנהל תעודת סל יחויב בניהול חשבון מגבה. חשבון מגבה הינו חשבון של מנהל התעודה אשר הנכסים המופקדים בו משמשים כבטוחה זמינה לקיום התחייבויותיו למחזיקי היחידות בתעודת הסל, וכתמריץ להתנהלות אחראית מצידו. גובה סכום החשבון המגבה ייקבע בתקנות, בהתאם להקצאת ההון שתידרש על פי מודל הפיקוח המתואר בנייר זה. הפיקוח על ניהול החשבון המגבה ייעשה על ידי הנאמן לתעודת הסל, וההתאמות תבוצענה על בסיס שוטף. יש להדגיש כי החשבון המגבה יוחזק בנפרד מנכסי הנאמן ומנכסי מנהל התעודה, ויקבעו ביחס אליו הגנות משפטיות במסגרת תיקון החוק האמור. כל הקצאת הון שלא במזומן במסגרת החשבון המגבה, תהא כפופה למנגנון כיסוח בהתאם לפרמטרים המיושמים ביחס לחברי בורסה שאינם בנקים.
3. **הפרדת נכסים וחשבונות** – על מנת להבטיח ניהול תקין של הנכסים וההתחייבויות המוחזקים בנאמנות לטובת בעלי היחידות, תעוגן בחוק החובה הבסיסית לנהל בנפרד כל תעודת סל, ולמנוע עירוב קנייני בין התעודות השונות. בכך מצומצם למעשה הסיכון כי כשל בתעודה אחת יהפוך לאירוע העמדה לפירעון מיידי של יתר התעודות שבניהולו של אותו מנהל.
4. **הסכום העודף** – הסכום העודף הוא כל יתרה חיובית הקיימת בנכסים המגבים את התעודה, ביחס להתחייבות כלפי בעלי היחידות. מנהל תעודת הסל יהיה זכאי לקבלת הכספים העודפים מעבר להתחייבויותיו למחזיקי התעודות. מנגד, אם ייווצר בחשבון המגבה יחס שלילי בין הנכסים לבין ההתחייבויות, יחויב מנהל תעודת הסל להשלים את הסכום החסר.

5. ממשל תאגידי – התיקון יביא להחלת כללי הממשל התאגידי החלים על קרנות הנאמנות גם על תעודות סל, שעה שכיום מדובר בחברות פרטיות שאינן מחויבות לכללים מעין אלה. בין היתר תידרשנה החברות למנות מבקר פנימי, דח"צים ועוד.

**עיקרי ההבדלים – הצגה טבלאית**

תעודת סל (לאחר תיקון 16)	תעודת סל (המבנה הקיים)	
<p>הסדר בין מנהל תעודת סל לנאמן, המורכב מיחידות אשר כל אחת מהן מקנה זכות שווה בנכסי תעודת הסל. כחלק מהנכסים של תעודת הסל תיכלל גם התחייבות של המנפיק לפדות את התעודה ולשלם למחזיק התעודה את שווי הנכס שאחריו היא עוקבת בהתאם לנוסחה הקבועה בתשקיף, וזאת גם במקרה בו שווי נכסי התעודה נמוך משווי הנכס הנעקב.</p>	<p>תעודת התחייבות אשר לפי תנאיה מתחייב המנפיק להמיר את התעודה בעין או לשווי כספי הצמוד לשינויים בנכס המעקב בהתאם לנוסחה הקבועה בתשקיף.</p>	<p><b>מהות המכשיר</b></p>
<p>הנכסים מוקנים לנאמן עבור המחזיקים. מנהל תעודת הסל זכאי לכל רווח עודף שנוצר לעומת התחייבותו למחזיקים על-פי תנאי התעודה.</p>	<p>הנכסים בבעלות החברה. קיימת חשיפה של המשקיעים לסיכון חדלות פירעון של החברה.</p>	<p><b>זכויות קניין בנכסים</b></p>
<p>כל החובות החלות על מנהל קרן נאמנות, לרבות מינוי דח"צים, קביעת תנאי כשירות נדרשים וחובת מינוי מבקר פנים.</p>	<p>המנפיקים הינם חברות פרטיות, אשר לא כפופות לחובות החלות על חברות ציבוריות אלא לחובות פחותות החלות על תאגיד מדווח לפי חוק ניירות ערך.</p>	<p><b>ממשל תאגידי</b></p>
<p>חובת מינוי נאמן עם סמכויות פיקוח רחבות, כקבוע בחוק השקעות משותפות בנאמנות.</p>	<p>חובת מינוי נאמן בעל סמכויות בהתאם לחוק ניירות ערך.</p>	<p><b>נאמן</b></p>
<p>תחול חובה לעשיית שוק בתעודות על ידי מנהל תעודת הסל. כמו כן תתאפשר עשיית שוק בידי עושה שוק נוסף.</p>	<p>אין חובה לעשיית שוק בתעודות. בחלק מהתעודות ישנה התחייבות לעשיית שוק על פי כללי הבורסה, ובחלק מהן עושות החברות שוק באופן וולונטרי. בפועל, עשיית השוק מתבצעת על ידי חברות הקבוצה.</p>	<p><b>חובת עשיית שוק</b></p>
<p>כללי השקעה יקבעו בתקנות.</p>	<p>השקעת הכספים בנכסי הבסיס של נכס המעקב, נגזרים, Notes, תעודות סל, נכסים סחירים אחרים ונכסים לא סחירים, והכול בהתאם להתחייבות התשקיפית.</p>	<p><b>כללי השקעה של הנכסים</b></p>
<p>קיום חשבון מגבה לכלל התעודות שבניהול מנהל תעודת הסל והתאמתו ביחס להתחייבויות על בסיס שוטף. מדידת ההון המוקצה לא בהתאם להון החשבונאי, אלא בהתאם לסכום הנכסים הפיננסיים הנזילים, המוחזקים ככרית בטחון אפקטיבית וזמינה.</p>	<p>אין. במרבית החברות קיים הון עצמי חשבונאי בהתאם לדרישות הרישום של הבורסה.</p>	<p><b>חשבון מגבה (כרית בטחון למחזיקי התעודות)</b></p>
<p>הפרדת נכסים וחשבונות בין תעודות שונות תיקבע בחוק.</p>	<p>בפועל, קיימת הפרדה בין חשבונות התעודות השונות, מכוח התחייבות תשקיפית.</p>	<p><b>הפרדת נכסים וחשבונות</b></p>
<p>חובות ניהול הסיכונים יעוגנו במסגרת תקנות מכוח חוק השקעות משותפות בנאמנות, בהתבסס על המודלים המפורטים במסמך זה.</p>	<p>ניהול סיכוני אשראי מכוח התחייבות וולונטרית של המנפיקים. דיווח אודות סיכוני השוק נעשה מכוח הוראות תקנות ניירות ערך.</p>	<p><b>ניהול סיכונים</b></p>

## ג. הסיכונים הגלומים בפעילות - כללי

במסגרת פעילותו, חשופות החברות המנפיקות תעודות סל למספר סיכונים. מודל הפיקוח המוצע מתייחס במישרין לסיכונים הבאים:

- א. סיכון תפעולי.
- ב. סיכון שוק.
- ג. סיכון אשראי.
- ד. סיכון נזילות.

יצוין, כי היקף הפעילות הגדול של שוק תעודות הסל מעלה את הצורך לתת את הדעת לסיכון נוסף, הוא הסיכון המערכת. סיכון זה הוא הסיכון לנזק שעלול להיגרם לשוק ההון בכללותו עקב קריסה של שוק תעודות הסל. שוק תעודות הסל הינו שוק שבבסיסו עומדת התחייבות בלתי מותנית של המנפיקים להשיב למחזיקים את כספיהם כשהם צמודים למדד אחריו עוקבת תעודת הסל, ועל כן קריסה של תעודה אחת עלולה לגרום לתגובת שרשרת שתוביל לפגיעה באמון הציבור במכשיר פיננסי זה, ולקריסה של שוק תעודות הסל כולו. היקף הפעילות של תעודות הסל בבורסה הינו גבוה, ומשקיעים בו גופים רבים, פרטיים ומוסדיים כאחד, ועל כן קריסה של שוק תעודות הסל תשפיע בצורה מהותית הן על המסחר בבורסה, הן על גופי ההשקעה והן על שוק ההון בכללותו. מכאן, שגם בהיבט המערכתי, החשיבות במניעת אירוע אשראי בשוק תעודות הסל גבוהה ביותר.

בפרקים הבאים יוצג כל אחד מהסיכונים בהיבט של תעודות הסל. לאחר הצגת הסיכון יוצג המודל המוצע עבור תעודות הסל, לרבות הקצאת ההון הנדרשת, ככל שנדרשת. לאחר הצגת הסיכונים יובאו באופן מרוכז עיקרי דרישות הקצאת ההון, ויוצגו השלכותיהן הכספיות על המנפיקים הקיימים.

## ד. הסיכון התפעולי

### כללי

סיכון תפעולי מוגדר במסגרת מודל באזל 2<sup>7</sup> כך: "סיכון להפסד כתוצאה מאי נאותות או מכשל של תהליכים פנימיים, אנשים ומערכות או כתוצאה מאירועים חיצוניים". סיכון תפעולי הינו חלק אינהרנטי ובלתי נפרד מפעילות החברה. הקושי המרכזי הטמון בסיכון זה הוא שלא ניתן לחזות את החשיפה המרבית הגלומה בו, ולפיכך קיים קושי בגידור מלא של החשיפה. מדובר בסיכון שיכול להתממש בכל נקודה בארגון כתוצאה מתהליכים פנימיים לא נאותים, טעות אנוש, זדון או אירוע חיצוני.

פעילות מנהלי תעודות הסל הינה פעילות פיננסית קלאסית, והיא חשופה למגוון הסיכונים התפעוליים המוכרים, דוגמת כשלי מחשוב, מעילות וכד'. יחד עם זאת, קיימים בתחום תעודות הסל מאפיינים ייחודיים המגבירים את החשש להתממשות סיכון מסוג זה, וביניהם:

1. תחום חדש – מדובר בתחום פעילות חדש בו אין ניסיון רב בניהול סיכונים. בניגוד לתחומים המנוהלים מזה עשרות ומאות שנים, טרם נצבר ניסיון ספציפי ביחס לכשלים אפשריים.
2. מצבת כח אדם מצומצמת – חברות תעודות סל הן חברות ייעודיות אשר אינן עתירות כח אדם. בניגוד לבנקים, חברות ביטוח ואף חש"בים, בתחום תעודות הסל מספר העובדים מאוד מצומצם. במצב זה, אין גם מספיק כח אדם לקיום בקורות שונות ולהפרדת תפקידים נאותה.
3. משאבים מצומצמים – ההכנסות והרווחים בתחום תעודות הסל אינן גבוהות, שעה שהתחרות בענף זה גבוהה ביותר ומעודדת תמחור נמוך של הפעילות. לפיכך, קיימים לחברות תעודות הסל מקורות מצומצמים מאוד להשקעה בניהול סיכונים ובבקורות תפעוליות.

### המודל המוצע לתחום תעודות הסל

#### רישוי וכללי ממשל תאגידי

במסגרת תיקון 16, תעודות הסל צפויות להיות מוכפפות למשטר רגולציה מחמיר החל כבר היום על תחום קרנות הנאמנות. במשטר כאמור יוחלו כללים והוראות, כגון: קביעת חובת רישוי להנפקת תעודות סל; עמידה בדרישות כשירות ("Fit and Proper"); חובת ביטוח אחריות מקצועית והונאות כמקובל ביחס למנהלי כספי ציבור; קיום חובה לאישור מנגנוני בקרה ואכיפה של ניהול סיכונים תפעוליים בדירקטוריון וכן קיום בקרה באמצעות ועדת ביקורת ומבקר פנימי על אופן יישום התוכנית בפועל. כל זאת, תוך הקמת תשתית ארגונית והגדרת תהליכים לניטור, בקרה והפחתה של סיכונים תפעוליים, לצד השקעה במערכות

<sup>7</sup> Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, June 2006



בקרה ומחשוב לצורך ניהול הסיכונים. הקמת התשתית הארגונית והגדרת מערכות הבקרה היא אחד השינויים המשמעותיים והחשובים ביותר באופן פעילותם של מנפיקי תעודות הסל, והיא מהווה שינוי תפיסתי באופן ניהול הסיכונים בחברות.

### **הקצאת הון**

למכלול הכלים שתוארו, תתווסף גם הקצאת הון בגין הסיכון התפעולי. תכלית מודל הקצאת ההון לתמרץ את ההנהלה ליצור מנגנוני פיקוח יעילים ואפקטיביים על ניהול הסיכונים הכרוכים בתפעול תעודות הסל מחד, ומאידך – ליצור בסיס איתן לפעילות החברה. הקצאת ההון המוצעת היא חלק ממודל כולל להקצאת הון בתעודות סל, בגין סיכון זה ובגין סיכונים אחרים. מודל הקצאת ההון נקבע על ידי סגל הרשות לאחר שבחן את חוות דעתו של פרופ' אמיר ברנע מטעם איגוד תעודות הסל, ובסיועו של פרופ' צבי וינר כיועץ חיצוני מטעם הרשות (להלן: "מודל הקצאת ההון").

מודל הקצאת ההון בגין הסיכון התפעולי בתעודות הסל נבחן בהשוואה למודלים בגופים מפקחים אחרים (בנקים, חברות ביטוח, קופות גמל, קרנות נאמנות וחש"בים), תוך התייחסות למאפיינים הייחודיים של תחום תעודות הסל, לדמיון ולשוני בינו לבין הפעילויות האמורות, ומתוך הבנה כי הקצאת ההון לבדה לא תמנע את התממשות הסיכון התפעולי.

בהתאם למודל המוצע, מנהל תעודות סל יקצה הון בגין הסיכון התפעולי בהתאם לסך הנכס המנוהל, על פי המדרג הבא:

1. 0.3% מהנכסים המנוהלים שהיקפם אינו עולה על 10 מיליארד ש"ח.
2. 0.2% מהנכסים המנוהלים שהיקפם עולה על 10 מיליארד ש"ח ואינו עולה על 20 מיליארד ש"ח.
3. 0.1% מהנכסים המנוהלים שהיקפם עולה על 20 מיליארד ש"ח.

בנוסף, נקבעה הקצאת הון התחלתית לכל מנהל תעודת סל של 20 מיליון ש"ח בגין סיכון תפעולי. באופן האמור, גם מנהל תעודות סל, אשר מנהל סך של כ- 2 מיליארד ש"ח, יידרש להקצות הון גבוהה יותר מהשיעורים המצויינים לעיל. במקרה זה תדרש הקצאת הון בגובה 20 מיליון ש"ח (1% מהנכס המנוהל). הקצאת הון ראשונית זו תעודד פיקוח על קיומה של התנהלות נאותה, גם בחברות המנהלות סכומי כסף נמוכים יחסית, ותעודד מאמץ של מקבלי ההחלטות בחברות אלה למנוע התממשותם של סיכונים תפעוליים (First Loss Position).

לרשות תוקנה גם סמכות, שבשיקול דעת, לדרוש ממנהל תעודת סל הקצאת הון נוספת של עד מחצית מגובה ההון אותו נדרש מנהל התעודה להעמיד במסגרת החשבון המגובה. המנגנון ישמש ככלי להגדלת הקצאת ההון באופן זמני על-פי דרישת הרגולטור מקום בו יתעורר אצלו החשש כי דפוס הפעילות של המנהל או אופן התנהלותו עלולים להקים סיכונים נוספים, בין אם סיכונים תפעוליים ובין אם סיכונים אחרים, או מקום בו מתגלים ליקויים בפעילות החברה. להערכתנו, כלי זה יבוא לידי ביטוי בעיקר כתגובה לביקורות שתערכנה בקרב

החברות, ככל שיימצא כי חברה אינה מתנהלת כנדרש ממוסד המנהל כספי ציבור, וזאת עקב אי-עמידה בנהלים, תרבות ארגונית ומשטר תאגידי לא תקינים וכדומה. מטרת המנגנון ליצור אינטרס מוגבר בקרב בעלי המניות לפתח מערכות מחשב מתקדמות, להשריש תרבות ניהולית וממשל תאגידי תקין, ליזום ביקורות פנימיות וליישם את מסקנות דוחות הביקורת באופן מלא ויעיל.

## ה. סיכון האשראי

### כללי

סיכון אשראי של הצד הנגדי מוגדר בבאזל 2 כך: "סיכון שהצד הנגדי לעסקה ייקלע לכשל לפני הסילוק הסופי של תזרימי המזומנים של העסקה". סיכון האשראי בהשקעה בנכסים המגבים את התחייבויות המנפיקים הוא הסיכון שהגופים החייבים כספים לחברה יהפכו לחדלי פירעון. חדלות פרעון בהיקף משמעותי של גופים כאמור, עלולה להוביל לכך שהחברה המנפיקה תעודות סל לא תוכל למלא את התחייבויותיה למחזיקי התעודות.

סיכון אשראי בפעילות מנפיקי תעודות הסל נובע בעיקרו מארבע הפעילויות הבאות: פיקדונות בבנקים, בטוחות המוחזקות אצל ברוקרים למטרת פעילות בנגזרים, Notes בנקאיים והשאלת הנכסים המגבים.

במסגרת הליך הסדרת הפעילות נבחנה האפשרות לצמצם את סיכון האשראי הגלום בתעודות למינימום, על ידי השקעה בנכסי בסיס בלבד. כאשר נכסי הבסיס עצמם מצויים בבעלות החברה, הזכות של החברה לכספים אינה תלויה במצבו הכספי של גורם מתווך, והחברה אינה חשופה לסיכון אשראי. ואולם, גישה זו של השקעה בנכסי בסיס בלבד אינה ישימה בתחום תעודות הסל וזאת מהטעמים הבאים:

1. **תעודות סל על מדדים זרים** - ההתכסות בתעודות סל על מדדים זרים נעשית ברובה באמצעות מכשירים פיננסיים אחרים, שאינם נכסי הבסיס. ההתכסות היא לרוב באמצעות חוזים עתידיים ו-Notes בנקאיים. הדבר נובע בעיקר מבעיות תפעוליות – שעות המסחר השונות בין השווקים, היעדר יכולת טכנית לנהל פעילות מסחר רציפה בחלק מהמדינות, הסיכון הכרוך בתפעול פעילות מסחר במניות זרות (למשל טיפול בחלוקת דיבידנדים), מספר ניירות הערך הרב במדדים שונים (Russel, S&P500, 2000 ועוד), הצורך להתכסות בצורה יעילה גם על סכומים הנמוכים מסל ניירות הערך הכלולים במדד (סל אשר שוויו עשוי להיות גדול) וכדומה. פעילות כזו כרוכה

גם בעלויות גבוהות יותר, הנובעות מהצורך להחזיק פעילות מסחר שוטפת בחו"ל, ומעלות הרכישה של כל ניירות הערך הכלולים במדד<sup>8</sup>.

2. **תעודות סל מורכבות** – עם השנים הונפקו תעודות סל נוספות שאינן תעודות סל "רגילות". בין היתר, הונפקו תעודות בחסר, תעודות ממונפות – עם מנגנון איזון ובלעדיו, תעודות סחורה ועוד. במכשירים מסוגים אלה השימוש בנגזרים ובמכשירים פיננסיים אחרים מפשט לעתים את אופן ההתכנסות (ובכך נמנעות טעויות ומצטמצם הסיכוי להתרחשותו של סיכון תפעולי). לעיתים, אופן התכנסות זה מהווה דרך התכנסות יחידה.

נוכח העובדה שהחלטה להגביל את אפשרות ההשקעה לנכסי בסיס בלבד תוביל לתוצאה לא רצויה כמו סגירת פעילות המנפיקים בחו"ל ועצירת פיתוח שוק תעודות הסל, לא נבחרה גישה זו של השקעה בנכסי בסיס בלבד. משכך, בחן סגל הרשות דרכים לצמצם ככל הניתן את סיכון האשראי המובנה בפעילות תעודות הסל.

## המודל המוצע לתחום תעודות הסל

### כללי

המשבר הכלכלי האחרון המחיש באופן החרף ביותר את משמעות החשיפה לסיכונים אשראי, גם של בנקים גדולים שנחשבו במשך שנים כבטוחים. בעת המשבר, כמו גם לפניו, היה בידי הרשות כלי מרכזי אחד להתמודדות עם סיכון האשראי והוא הגילוי. עוד ביום 17 באוגוסט 2008, בטרם החל המשבר במלוא עוצמתו, אישרה מליאת הרשות טיוטת הנחיה שעסקה במתן גילוי לסיכונים פיננסיים הגלומים בפעילות תעודות הסל<sup>9</sup>.

יוזמות הגילוי של הרשות, כמו גם הרצון להציג בפני ציבור המשקיעים פעילות סולידית בעת המשבר האחרון, הובילו את מנפיקי תעודות הסל לאמץ וולונטרית מדיניות ניהול סיכונים אשראי מחמירה, המצמצמת באופן משמעותי את חשיפתם לסיכון אשראי בפעילותם השוטפת. לצורך כך סווגו כל מקורות סיכון האשראי ל-3 קבוצות סיווג בהתאם לפרופיל החשיפה שלהם, ואומצו וולונטרית מגבלות ביחס לכל קבוצת סיווג.

<sup>8</sup> יש לציין כי גם במדדים מקומיים, בעיקר במדדים הכוללים את מניות המעו"ף, מתבצעת התכנסות שלא באמצעות נכסי הבסיס משיקולים כלכליים. כניסתם של מנפיקי תעודות הסל למסחר בשוק המעו"ף גם תרמה רבות להגברת הסחירות במניות המדד ובנגזרים עליו. עם זאת יש לציין, כי קביעת חובת ההתכנסות בנכסי הבסיס בלבד לא תמנע פעילות במדדים המקומיים.

<sup>9</sup> טיוטת הנחיה בדבר השאלות ופעילות בנגזרים, מיום 17 באוגוסט 2008, אשר עיקרי הוראותיה הוטמעו בהנחיית גילוי בדבר סיכון אשראי, סיכון שוק והחזקות ציבור במכשירים פיננסיים, מיום 3 בפברואר 2010.

## סיווג מקורות סיכון האשראי

בהתאם למודל שאומץ וולונטרית על ידי המנפיקים, חולקו המוסדות הפיננסיים בחו"ל לשלוש קבוצות, על פי קריטריונים שונים, לרבות דירוג האשראי ומחיר ה-CDS<sup>10</sup> של המוסד הפיננסי.

סגל הרשות מציע לאמץ סיווגים אלה הן משום שפעילות זו כבר אומצה במודל הפעילות הוולונטרי על פיו פועלות כיום החברות, והן משום שמדובר בפעילות המהווה Best Practice בתחום זה. סגל הרשות סבור כי אין מקום להגביל מבחנים אלה לבנקים זרים ויש לאמצם גם ביחס לבנקים מקומיים. הדרך העיקרית לבחינת סיכון האשראי במודל הינה דירוג האשראי שנקבע על ידי סוכנויות הדירוג. דירוג האשראי הינו הכלי המרכזי למדידה של סיכון אשראי בקרב רגולטורים שונים, ועל אף מגבלותיו הוא מהווה פרמטר חשוב באומדן סיכון זה. היות וביחס לבנקים ישראלים לא נסחרים חווי CDS, אנו סבורים כי לא נכון יהיה לדרוש זאת כדרישה רגולטורית. יחד עם זאת, ועדת ההשקעות, תחויב בבחינה של כל הפרמטרים שעניינם יציבות מקור סיכון האשראי, לרבות מחיר ה-CDS, ככל שהדבר רלוונטי.

לפיכך, מוצע לאמץ את עקרונות הסיווג של הגופים הפיננסיים המהווים מקור סיכון אשראי בפעילות בתחום זה – זרים ומקומיים – וחלוקתם לקבוצות בהתאם לפרמטרים שלהלן:

<ul style="list-style-type: none"> <li>• תאגיד בנקאי ;</li> <li>• תאגיד מדווח או במסגרת קבוצה שהיא תאגיד מדווח<sup>11</sup> ;</li> <li>• מפקח על ידי אחת מהמדינות החברות בארגון ה-OECD ;</li> <li>• לפחות אחת מחברות הדירוג הישראליות דירגה אותו בדירוג אשראי שאינו נמוך מדירוג Aa3<sup>12</sup>, או לפחות שתיים מחברות הדירוג הבינלאומיות דירגו אותו בדירוג אשראי שאינו נמוך מדירוג A1<sup>13</sup>.</li> </ul>	קבוצה א'
<ul style="list-style-type: none"> <li>• תאגיד בנקאי ;</li> <li>• תאגיד מדווח או במסגרת קבוצה שהיא תאגיד מדווח ;</li> <li>• מפקח על ידי אחת מהמדינות החברות בארגון ה-OECD ;</li> <li>• לפחות אחת מחברות הדירוג הישראליות דירגה אותו בדירוג אשראי שאינו נמוך מדירוג A1, או לפחות שתיים מחברות הדירוג הבינלאומיות דירגו אותו בדירוג אשראי שאינו נמוך מדירוג A3<sup>14</sup>.</li> </ul>	קבוצה ב'

<sup>10</sup> חוזה CDS, Credit Default Swap, הינו חוזה פיננסי, אשר מחירו משקף את הפרמיה הנדרשת בשוק עבור ביטוח של סיכון האשראי של גוף. השימוש במחיר ה-CDS נועד למנוע את התלות בחברות הדירוג כמקור בלעדי למדידת סיכון האשראי. מכיוון שה-CDS הינו מכשיר סחיר, מחירו בשווקים משתנה בצורה מהירה, והוא מהווה אינדיקציה לקיומו של סיכון ולגובהו, גם אם חברות הדירוג טרם השלימו את הליך הבחינה של דירוג האשראי. עם זאת, כמו במניות היורדות בחדות ועולות בחזרה לאחר מספר ימים גם אם לא השתנה דבר בחברה, כך גם מדד זה עלול להיות תנודתי באופן שמקשה על מנהל הסיכונים להסתמך עליו באופן בלעדי.

<sup>11</sup> הכוונה הינה להיות התאגיד תאגיד מדווח במדינת ההתאגדות שלו, או במדינה בה הוא נרשם למסחר.

<sup>12</sup> או דירוג AA-, לפי סולם הדירוג של החברה הרלבנטית.

<sup>13</sup> או דירוג A+, לפי סולם הדירוג של החברה הרלבנטית.

<ul style="list-style-type: none"> <li>• בנק או ברוקר ;</li> <li>• אינו מדורג, או לחילופין לפחות אחת מחברות הדירוג הישראליות דירגה אותו בדירוג אשראי שאינו נמוך מדירוג Baa1<sup>15</sup>, או לפחות שתיים מחברות הדירוג הבינלאומיות דירגו אותו בדירוג אשראי שאינו נמוך מדירוג Baa3<sup>16</sup>.</li> </ul>	קבוצה ג'
--	----------

יש לציין, כי על אף שבמודל שאומץ וולונטרית על ידי המנפיקים, ניתנה התייחסות דומה לדירוג האשראי שניתן על ידי חברות הדירוג הישראליות והבינלאומיות, החליט סגל הרשות במודל הפיקוח להבחין בין הדירוגים. הבחנה זו נובעת מכך שכלל, דירוג האשראי אשר ניתן על ידי חברות הדירוג הבינלאומיות נמוך יותר מדירוג האשראי של חברות הדירוג הישראליות. לאור זאת, הוחלט כי בכל קבוצת סיכון אשראי, יתאפשר דירוג אשראי בינלאומי הנמוך מדירוג האשראי הישראלי. כך למשל, בקבוצה הראשונה נכללים בנקים בעלי דירוג אשראי ישראלי של Aa3, אולם גם בנקים בעלי דירוג אשראי בינלאומי נמוך יותר של A1, וזאת בניגוד למודל הוולונטרי של המנפיקים בו נדרשו בנקים בעלי דירוג אשראי בינלאומי לדירוג דומה של Aa3.

בסיווג האמור לעיל יעשה גם שימוש לצרכים השונים במודל הפיקוח, בהתחשב בכל קבוצת סיווג, ובהתאם לכללים שיחולו ביחס לכל קבוצה כאמור. באופן זה, החלוקה לקבוצות מייצרת תמריץ להשקעת הכספים במוסדות פיננסיים ברמת דירוג גבוהה יותר. התמריצים העיקריים שנקבעו במודל הינם הקצאת הון שונה ביחס לכל קבוצת סיווג וגילוי שונה של פרופיל סיכון האשראי, כפי שיתוארו בהמשך.

מבחינה מעשית, בנקים בחו"ל השייכים לקבוצה א' הינם הבנקים הגדולים בעולם (אשר גם הם, כפי שחזינו במשבר הנוכחי, אינם חסינים בפני חדלות פירעון). כמו כן כלולים בקבוצה זו מרבית הבנקים הישראליים. כיום, כמעט כל כספי התעודות מופקדים בבנקים מקבוצה א'.

### כללי השקעה

בדומה להוראות הדין המסדירות את אופן השקעת כספי בעלי היחידות בקרן<sup>17</sup>, יוסדרו במסגרת התקנות שיותקנו מכוח תיקון 16 לחוק השקעות משותפות בנאמנות גם כללים, הוראות ומגבלות רגולטוריות בדבר השקעת נכסי הציבור המנוהלים על ידי מנפיקי תעודות הסל (להלן: "כללי השקעה"). כללי השקעה אלה קובעים באילו סוגי נכסים יוכלו מנהלי התעודות להשקיע, ותחת אילו מגבלות. מטרתם של כללים אלה, בין היתר, היא להגביל ולצמצם את הסיכונים השונים הקיימים בפעילות תעודות הסל. להלן מספר הוראות שיקבעו במסגרת כללי השקעה אשר נועדו, בין היתר, להתמודד עם סיכון האשראי בתעודות הסל:

<sup>14</sup> או דירוג A-, לפי סולם הדירוג של החברה הרלבנטית.

<sup>15</sup> או דירוג BBB+, לפי סולם הדירוג של החברה הרלבנטית.

<sup>16</sup> או דירוג BBB-, לפי סולם הדירוג של החברה הרלבנטית.

<sup>17</sup> ראו למשל, תקנות השקעות משותפות בנאמנות (נכסים שמותר לקנות ולהחזיק בקרן ושיעוריהם המרביים), התשנ"ה-1994.

1. **חלופה זמינה** – לכל אופן התכסות תישמר חלופה זמינה. הדבר יאפשר "פתח מילוט" במקרה של חשש מפני התממשות סיכון האשראי, ויאפשר למנפיקים לנהל את הסיכון בזמן אמת. כך למשל, אם בנק בו מופקדים כספי הציבור נקלע לקשיים (אך עדיין לא הפך חדל פירעון), תהיה למנפיק תעודות הסל אפשרות מיידית להעביר את כספי הציבור לבנק אחר או לעבור לאפשרות התכסות חליפית שאינה כרוכה בסיכון של אותו בנק בעיית<sup>18</sup>.

2. **נזילות** – נקבעו כללים המחייבים שמירה על נזילות של הנכסים, על מנת לאפשר העברה של הנכסים למקומות בטוחים בעת משבר (בנוסף להתמודדות עם סיכון הנזילות המאפיין את פעילות התעודות). הפקדה לתקופות ארוכות או השקעה בנכסים לא נזילים מובילה גם להפסדים למנהל התעודה אם זה יחליט לממש בזמן קצר. לפיכך, במודל הקצאת ההון נקבע מודל שערך הקונס את מנהל תעודת הסל במלוא סיכון הנזילות על השקעות לא נזילות, לרבות בגין הפסדי ריביות ותשלום קנסות יציאה.

3. **חובת פיזור** – על פיקדונות במוסדות פיננסיים – ישראלים או זרים – תחול מגבלת חשיפה בשיעור של 25%, הן ברמת תעודה והן ברמת סך נכסי המנהל. הפקדה של יותר מ-25% מנכסי התעודה בגוף פיננסי מסוים, יוצרת חשיפה משמעותית של כספי הציבור המנוהלים באותה תעודה לסיכון האשראי של אותו הגוף, ועל כן יידרש אותו גוף פיננסי – ישראלי או זר – לעמוד בתנאים נוספים:

א. הגוף הפיננסי יהיה גוף המסווג כשייך לקבוצה א', מבחינת פרופיל החשיפה לסיכון אשראי. אחת התוצאות של שיוך לקבוצה זו היא הגבלת החשיפה בגופים אלה לבנקים בדירוג גבוה בלבד.

ב. הגוף הפיננסי יהיה גוף ישראלי או גוף זר שיכפיף עצמו לדרישות קבלת מידע ומסמכים על ידי הרשות, על מנת שיתאפשר לה לשמור על עניינו של ציבור המשקיעים בתעודות.

בבנקים אלה תותר חשיפה בשיעור של עד 50%, חלף מגבלת ה-25% הקיימת ביחס לגופים הפיננסיים האחרים.

4. **הגבלת אפשרות ההתכסות ב- Note בנקאי** – ההתכסות ב- Note בנקאי טומנת בחובה בעיות רבות. בחינה של Notes בנקאיים קיימים על ידי הרשות הראתה כי תנאי ה-Note עצמם אינם בהירים דיים ואינם מלאים. יתרה מזאת, הבנק מנפיק ה-Note מסייג את התחייבויותיו, ושומר לעצמו שיקול דעת כמעט בלתי מוגבל ביחס לחישוב התמורה בעת המרה, ביחס לאפשרות פירעון, ביחס לגידור הסיכון ועוד. השימוש שנעשה כיום ב- Notes בנקאיים לצורך התכסות הוא מועט, והיקף החשיפה נאמד בכמיליארד ש"ח בלבד (פחות משני אחוזים מסך הנכסים המנוהלים). בשל החשיפה הגדולה לסיכון האשראי של הבנק המנפיק, בשל הקושי לצאת מהפוזיציה בזמן משבר ובשל אי קיומה של התחייבות הבנק למחיר ביציאה, הוחלט לאסור על

<sup>18</sup> חשוב לציין כי ללא שמירה על חלופה פעילה עלולים לעבור חודשים לא מעטים עד שיצליח מנהל תעודת הסל לפתוח חשבון בבנק אחר. בייחוד נכון הדבר לגבי פתיחת חשבון בבנק שאינו מקומי.

ההתכסות ב- Note בנקאי. כללים דומים יוחלו ביחס לעסקאות Fully Funded SWAPs. ככלל, ההתכסות ב- Note בנקאי תיאסר, אולם לרשות נשמרה אפשרות להתיר התכסות בצורה זו, בהתאם למגבלות שתקבענה (כגון הגבלת החשיפה, הקצאת הון ומאפיינים איכותיים).

5. **חוזי החלף (UnFunded SWAP)** – נוכח ההגבלות על אופן ההתכסות צפויים חלק מהמנפיקים להגדיל את היקף השימוש בחוזים אלה. סיכון האשראי בחוזי החלף אלה נובע מסכום הכסף המוחזק כעירבון (margin) וכן מסכומים אותם עשוי לחוב הבנק, מולו מתבצעת העסקה, למנפיק תעודות הסל עקב תנודות במדד הנעקב. היתרון בשימוש בחוזי החלף הינו צמצום סיכון האשראי, לאור העובדה שהסכום המופקד בבנק לצורך עירבון נאמד בכ – 20% מסך החוזה. על אף שמדובר באופן התכסות יותר שמרני, יש בו עדיין סיכון אשראי ולכן תתבצע גם ביחס אליו הקצאת הון כפי שיתואר בהמשך.

6. **עסקאות OTC** אחרות – ככלל, עסקאות אלה נאסרו. עם זאת, תישמר האפשרות לביצוע עסקאות מטבע מול הבנקים, תוך הסדרת נהלים ברורים והצבת בקורות מתאימות.

7. **חשיפה לקבוצה ג'** – מעבר להחלת המודל הקיים על בנקים בישראל, אחד השינויים הצפויים מהמודל הוולונטרי המיושם כיום הוא הגבלה מעשית של החשיפה לקבוצה ג' לעודף הנכסים הפיננסיים הנזילים של החברה, ולא להון העצמי החשבונאי שלה. בדוחות הכספיים של החברה כלולים נכסים שאינם נכסים פיננסיים או שאינם נזילים, כדוגמת הוצאות הנפקה (אשר מבחינה חשבונאית מקוזזות מההתחייבויות), רכוש קבוע, נכסי מסים נדחים בגין הפסדים לצרכי מס וכד'. נכסים אלה מגדילים את ההון העצמי החשבונאי של החברה, למרות שאינם נזילים בצורה פשוטה ומהירה. על כן, תוגבל החשיפה למוסדות פיננסיים מקבוצה ג' לעודף הנכסים הפיננסיים הנזילים של החברה בלבד. המשמעות היא שבגין השקעה בגופים אלה תידרש הקצאת הון של 100%.

8. **גופים שאינם בקבוצות א'-ג'** – תיאסר יצירת חשיפה לסיכון אשראי לגופים שאינם נמנים עם קבוצות א'-ג'.

### **הקצאת הון**

במישור המעשי לא ניתן לפתור את סיכון האשראי בתעודות סל באמצעות הקצאת הון סבירה, וזאת מכיוון שפשיטת רגל של בנק עלולה לגרום לתעודה הפסדים בהיקף של מיליארדי שקלים, ואין הקצאת הון סבירה ומאוזנת שתוכל לפצות על נזקים אלה.

הקצאת ההון הראשונית בגין סיכון האשראי הינה בהתאם לסך הנכס המנוהל, על פי המדרג הבא:

1. 10 מיליון ש"ח – לגוף המנהל נכסים בהיקף שאינו עולה על 7.5 מיליארד ש"ח.

2. 20 מיליון ש"ח – לגוף המנהל נכסים בהיקף העולה על 7.5 מיליארד ש"ח ושאינו עולה על 15 מיליארד ש"ח.

3. 30 מיליון ש"ח – לגוף המנהל נכסים בהיקף העולה על 15 מיליארד ש"ח.

בנוסף, נקבעה הקצאת הון ביחס לסיכוני האשראי הספציפיים הקיימים בפעילות התעודות. הקצאת ההון שנקבעה בגין פיקדונות הינה בשיעור של 0.25% ביחס לפיקדונות בבנקים המסווגים כקבוצה א', בשיעור של 5% ביחס לפיקדונות בבנקים המסווגים כקבוצה ב', ובשיעור של 100% על פיקדונות במוסדות המדורגים המסווגים כקבוצה ג'. הקצאה זו מפחיתה את התמריץ להשקעה בבנקים מקבוצה שאינה קבוצה א', אל מול תוספת הריבית אותה צפוי המנפיק לקבל בגין השקעה במוסדות אלה.

ביחס להשאלות נקבע, כי מקום בו מדובר בהשאלות on-call ומתקיים אחד מהתנאים הבאים, יוקצה הון בשיעור של 0.5% מסכום ההשאלה:

- א. ההשאלה מתבצעת מול חבר בורסה בישראל בהתאם לכללי הבורסה.
- ב. ההשאלה מתבצעת מול בנק זר או ברוקר זר, כאשר תנאי עסקת ההשאלה משקפים את המקובל בשוק (Best Practice) והבנק הזר או הברוקר הזר, לפי העניין, מתחייב להעמיד בטחונות בשיעור של 105% בחשבון המשמש כבטחון להשאלה (segregate account).

בכל מקום בו לא מתקיים אחד מהתנאים האמורים, יחויב מנהל תעודת הסל בהקצאת הון בשיעור של 100% משיעור החשיפה לסיכון האשראי בגין ההשאלה.

בגין השקעה בתעודות סל של מנפיקים מתחרים לא נדרשת הקצאת הון, הואיל והגופים הללו מפוקחים על ידי הרשות ופועלים בהתאם למודל הפיקוח המוצג בנייר זה. חשיפה זו מוגבלת ל-5% מסך הנכסים לסדרה.

חשיפה למכשירים פיננסיים לא סחירים עוקבי מדד, כדוגמת Notes או חוזי החלף (SWAP) תחויב גם היא בהקצאת הון. פעילות ב- Notes או ב- Funded SWAPs מול בנקים בקבוצה א' תחויב בהקצאת הון של 1.5% מסכום העסקה, ופעילות מול גופים פיננסיים מקבוצות אחרת תחויב בהקצאת הון של 100%. הקצאת ההון ביחס לכל סכום העסקה נובעת מסיכון האשראי הגלום במכשירים אלה, שכן לגביהם מחויב המוסד הפיננסי לשלם את מלוא סכום העסקה. לעומת זאת, בעסקאות Unfunded SWAPs, הקצאת ההון בגין חשיפה לסיכון אשראי של בנקים בקבוצה א' תהיה בשיעור של 2% מהיקף החשיפה בגין סיכון אשראי, פעילות מול בנקים מקבוצה ב' תחויב בהקצאת הון של 5% מהיקף החשיפה בגין סיכון אשראי, ופעילות מול גופים פיננסיים מקבוצה ג' תחויב בהקצאת הון של 100% מהיקף החשיפה בגין סיכון האשראי. מכיוון שבעסקאות אלה סיכון האשראי נובע בעיקר מהשינוי במדד עד למועד ההתחשבות התקופתית מול אותו גוף פיננסי מולו נחתמה העסקה, ולא כולל



את כל סכום העסקה, הרי שהקצאת ההון צפויה להיות נמוכה יחסית, ולשקף את הסיכון המופחת הגלום בעסקאות אלה.

יצוין, כי רכישת Notes מבנקים נאסרה במפורש במסגרת כללי ההשקעה, ותותר רק במקרים ספציפיים שיאושרו על ידי הרשות, התאם למגבלות שתקבענה. כמו כן, פעילות ב-Note או ב-SWAP, אשר לא תעמוד בתנאים מקובלים ושמרניים לעסקאות מסוג זה, תחויב בהקצאת הון בשיעור של 100% מסכום העסקה. תנאים אלה ייקבעו במסגרת כללי ההשקעה.

### גילוי

בחודש פברואר 2010 פרסמה הרשות הנחייה העוסקת ב"גילוי בדבר סיכון אשראי, סיכון שוק והחזקות ציבור במכשירים פיננסיים". ההנחיה מחייבת את החברות בגילוי מקורות סיכון האשראי שלהן – גילוי של חשיפות מהותיות ברמת כל תעודה, וגילוי של כל מקורות סיכון האשראי ברמת החברה. סיכון האשראי הגלום בתעודה בא גם לידי ביטוי בפרופיל החשיפה של התעודה – סימול קצר בן שלושה תווים<sup>19</sup>, המתאר את החשיפה של התעודה למניות, למט"ח ולסיכון האשראי. הגילוי ניתן באופן קבוע מידי חודש, כאשר חשיפה של תעודה לסיכון אשראי הגוררת שינוי בפרופיל החשיפה של התעודה מחייבת בנוסף דיווח מיידי. הגילוי של מקורות סיכון האשראי מאפשר חשיפתם של הסיכונים בפני השוק, ושימושיו רבים:

1. **מעקב רגולטורי** – מאפשר בחינה של הסיכונים שהמנפיקים לוקחים, פיקוח עליהם והתערבות במקרה הצורך, הן על ידי הנאמן והן על ידי הרשות.
2. **בקרה פנימית** – מאפשר לגורמים הפנימיים בתוך החברה לאתר סיכונים באופן פשוט יותר.
3. **פיקוח על ידי השוק** – חשיפת סיכון האשראי מאפשרת מעקב צמוד של השוק (ציבור המשקיעים, עיתונות וכד') על הסיכון, והצפת הבעיות ככל שיהיו.
4. **תחרות** – חשיפת הסיכון מאפשרת השוואה טובה יותר בין המנפיקים השונים והתעודות השונות. השימוש בסימול המקוצר של פרופיל החשיפה גורר את השוק לתחרות על העלאת הפרופיל והקטנת הסיכון.

### סיכום

אין עוררין על כך שסיכון האשראי הוא הסיכון המשמעותי ביותר הגלום בפעילות תעודות הסל. הדרך היחידה לבטל את סיכון האשראי היא למנוע התכסות בנכסים שאינם נכסי בסיס, אולם משמעות מהלך זה היא חיסול של מרבית הפעילות בשווקים הזרים, הגדלה מסוימת של סיכונים אחרים (בעיקר סיכונים שוק וסיכונים תפעוליים) ופגיעה קשה בפעילות המנפיקים. גם הקצאת הון גבוהה מדי איננה כלי מעשי לביטול הסיכון, שכן הגדלת ההון

<sup>19</sup> הצגת פרופיל החשיפה מבוססת על הצגה דומה המקובלת בקרנות הנאמנות.

הנדרש לכדי סכומים שיאפשרו כיסוי הפסדים כאלה, קרי הקצאה של 100%, משמעותה סגירה של שוק תעודות הסל.

יתרה מזאת, לכל הגדלה של הקצאת ההון יש גם משמעויות שליליות ביחס לחשיפה של התעודות לסיכון האשראי. הגדלת ההון הנדרש תצריך את המנפיקים לגייס הון נוסף (לדוגמה בדרך של לקיחת הלוואה על ידי בעלי השליטה) ותביא קודם כל להגדלת התשואה הנדרשת על ההון. הגדלה זו תיצור תמריץ להגדלת התשואה על ידי לקיחת סיכונים גדולים יותר, דהיינו, הפקדת הכספים בבנקים מסוכנים יותר או חיפוש מקורות רווח חלופיים, במקומות שעלולים לגרום סיכונים אחרים, לרבות סיכונים של אי עמידה בדרישות הרגולציה.

על כן, הואיל ולא ניתן לבטל את הסיכון לחלוטין, נוצר הצורך לנהל את הסיכון ובדרך זו למזער אותו ככל הניתן. מטרת המסגרת הפיקוחית שהוצגה לעיל היא לאפשר לנהל את הסיכון בצורה יעילה.

## **ו. סיכון השוק**

### **כללי**

סיכון שוק מוגדר בבאזל 2 כך: "סיכון להפסדים על פוזיציות מאזניות וחוף מאזניות הנובעים משינויים במחירי השוק". סיכון שוק קלאסי נובע מרווח או מהפסד בשל שינויים בתנאי השוק במהלך החזקה בנכסים פיננסיים. לעומת זאת, בתעודות סל סיכון שוק נובע מחשיפה הנוצרת בגין חוסר התאמה בין הנכסים לבין ההתחייבויות, קרי, חוסר התאמה בין הרכב נכסי תעודת הסל לבין הרכב המדד הנעקב. כך למשל, לתעודת סל בודדת אשר מחזיקה כנגד התחייבותה לשלם את ערך המדד אך ורק את נכסי הבסיס במדד בהתאם למשקולותיהם, סיכון השוק כמעט ואינו קיים. יוצא מכך שהתכסות חלקית בנכסי המדד יוצרת בפועל את סיכון השוק הספציפי לתעודת סל. התכסות חלקית יכולה להתרחש גם מקום בו נמכרת (נוצרת) או נרכשת (נפדית) תעודת סל על ידי המנפיק בבורסה. פעילות כאמור ללא התאמת ההתכסות באופן מיידי יוצרת את סיכון השוק למנפיק.

### **המודל המוצע לתחום תעודות הסל**

#### **מודל ניהול ובקרת סיכוני שוק**

הואיל ומנפיקי תעודות הסל נדרשים לבצע מאות ואלפי עסקאות ביום, הם חשופים לסיכון שוק כעניין שבשגרה, גם אם אופן ההתכסות שלהם בבסיסו הוא שמרני ביותר. על כן, אחד הנדבכים במודל הפיקוח עניינו אופן ניהול סיכון זה, אמידתו והקצאת ההון הנדרשת בגין הסיכון שנאמד. נדבך נוסף עניינו הדיווח והגילוי של סיכון השוק ומרכיביו, במטרה לצמצם את התמריץ ללקיחת סיכון ועל מנת לאפשר פיקוח יעיל ואפקטיבי על ניהול הסיכונים

בחברות תעודות הסל. כאמור, מודל ניהול ובקרת סיכוני השוק הוכן על-ידי ד"ר מעינה וייסמן וד"ר אבי וואהל, ונבחן על ידי פרופ' צבי וינר מטעם הרשות.

המודל מבוסס על שיטות סטנדרטיות ומקובלות בתחום ניהול סיכוני שוק, תוך התייחסות למאפיין ייחודי לתעודות סל והוא ההתחייבות של החברה המנפיקה לשמור על יחס גבוה בין הנכסים לבין ההתחייבויות של התעודה (יחס של לפחות 1:1). בניגוד לתחום קרנות הנאמנות, שם מנהל הקרן אינו מתחייב לתשואה כלשהי ועל כן אינו מתחייב לעקוב במדויק אחר מדד זה או אחר, מנפיק תעודת סל מתחייב לשלם למחזיקי התעודות את תשואת המדד הנעקב, ועל כן אם לא יעקוב במדויק אחר מדד זה יאלץ להשלים את החסר מכיסו. הואיל ומדובר בתחום בו מנוהלים עשרות מיליארדי ש"ח מחד, ובחברות ייעודיות עם הון עצמי נמוך באופן יחסי מאידך, טעות עקיבה משמעותית עלולה לערער את יציבותו של המנפיק, על כל ההשלכות החמורות העלולות לנבוע מכך.

מודל ניהול הסיכונים שיתואר להלן נועד לשרת שלוש מטרות עיקריות:

1. כלי דיווח – לציבור ולרשות – על היקף סיכון השוק;
2. כלי ניהולי לחברה המנפיקה – לצורך פיקוח ובקרה על היקף סיכון השוק;
3. בסיס לקביעת סך ההון שיוקצה במסגרת מודל הפיקוח הכולל לתעודות הסל.

המודל מורכב משלושה רבדים אשר יחדיו מהווים מכלול שלם של מערכת לניהול סיכונים בחברות תעודות הסל:

1. אמידה של שווי הוגן בסיכון (VaR) ברמת תעודה וברמת החברה, **אחת לשבוע**;
2. תרחיש קיצון היסטורי ברמת התעודה וברמת החברה, **אחת לשבוע**;
3. ביצוע תרחישי קיצון תוך-יומיים ברמת החברה **בכל 10 דקות**.

להלן נתייחס לכל אחד מהמבחנים המרכיבים את המודל המוצע.

**אמידה של שווי הוגן בסיכון (VaR) - VaR** הינו מדד מקובל בניהול סיכוני שוק. מדד זה בוחן את ההפסד הצפוי לתיק נכסים ספציפי בהסתברות נתונה מראש, בטווח זמן מסוים. כך לדוגמא, VaR 95% ליום עסקים אחד בסך מיליון ש"ח לתעודת סל המנהלת מיליארד ש"ח, משמעו שהסתברות להפסד בסכום גדול יותר ממיליון ש"ח עומדת על 5%, ולהיפך – ההסתברות שההפסד בתיק, ביום עסקים אחד, יהיה שווה או קטן ממיליון ש"ח עומדת על 95%.

מודל ה-VaR שנבחר הוא VaR היסטורי<sup>20</sup>, אשר יימדד ברמה של 95% ליום עסקים אחד. חישוב ה-VaR יתבצע אחת לשבוע, להבדיל מהמצב היום בו הבדיקה מתבצעת למעשה אחת לרבעון. ה-VaR יחושב בנפרד ברמת תעודה בודדת וברמת החברה.

בדיקת התקפות של חישוב ה-VaR הינה באמצעות **Backtest**: בוחנים בדיעבד (ככלל – אחת לשבוע) כמה פעמים חרג ההפסד בתיק מסכום ה-VaR. בדוגמא לעיל של 95% VaR, ב-5% מהמקרים אמורה להיות חריגה, היינו בפעמים אלה ההפסד אמור להיות גבוה ממיליון ש"ח. בנוסף, במסגרת בדיקות ה-Backtest מוגדרים "תמרורי אזהרה" – מספר חריגות כולל ומספר חריגות רצופות, שבהתקיימן על החברה לבצע בדיקה חוזרת על מנת לוודא שהמודל תקף.

**תרחיש קיצון היסטורי** - חישוב של ההפסד לתיק על פי השינויים בגורמי הסיכון, כאשר לוקחים את השינויים בפועל אשר הביאו לירידה הקיצונית ביותר בשווי התיק במהלך שלוש השנים האחרונות. כלומר, משליכים על התיק הקיים את הירידות הקיצוניות ביותר שהתרחשו בשוק בתקופה מוגדרת, אשר נקבעה במודל כשלוש השנים האחרונות, ובוחנים מהו סכום ההפסד שמתקבל. התרחיש מבוצע אחת לשבוע לכל תעודה בהתאם לגורמי הסיכון הרלבנטיים לה, וכן ברמת החברה. לדוגמא, אם התיק כולל רק החזקות של דולר בפוזיציות לונג, אזי התרחיש יבוסס על השבוע שבו חלה הירידה הקיצונית ביותר של הדולר במהלך שלוש השנים האחרונות. יש לציין כי נוכח העובדה שהשנים האחרונות התאפיינו בתנודתיות גבוהה של השווקים, המודל מחמיר עם המנפיקים בתקופת היישום הראשונה. הרשות תבחן במהלך שנת 2012 האם יש צורך בשמירת מצבי הקיצון של שנת 2008 במסגרת המודל האמור.

**תרחיש קיצון תוך-יומיים** - בקרה המהווה אינדיקציה תוך-יומית לקיום הסתברות משמעותית ל"קטסטרופה", המתבצעת אחת ל-10 דקות ברמת כלל התעודות של החברה. זהו כלי פשוט לתפעול המניח הנחות פשטניות ומחמירות – סכימה של ההפסדים בגין שינויים קיצוניים בגורמי הסיכון העיקריים של החברה. בנוסף, מקצינים את התרחיש עוד יותר באמצעות שבירת קורלציות בין גורמי הסיכון, היינו מתעלמים מכך שישנם קשרים בין גורמי סיכון שונים אשר ימנעו בפועל את התממשותם של סיכונים אלה בו-זמנית. כך לדוגמא, אם התיק כולל פוזיציות לונג במניה של חברה, ופוזיציות שורט במניה של חברת בת שלה, תרחיש הקיצון התוך-יומי יהיה סכום ההפסדים בגין ירידה במחיר מניית החברה ועליה במחיר של מניית חברת הבת. אם סכום ההפסדים יעלה סך החשבון המגבה, מדובר יהיה בחריגה שתחייב בחינה פרטנית, ובמידת הצורך הכנסת שינויים בתיק וחישוב VaR בסוף אותו היום.

המודל כולל חובת תיעוד של תוצאות הבדיקות, של החריגות ושל ההסברים לחריגות.

<sup>20</sup> קיימות שיטות נוספות לחישוב VaR – השיטה האנליטית ושיטת מונטה-קרלו.

אף אחד מרבדי המודל אינו מספק בפני עצמו. מודל ה-VaR אינו מודל מושלם, והוא מבוסס על הנחות שונות ועל שיטות חישוב שונות, וגם בבסיס תרחישי הקיצון עומדות הנחות רבות, ואולם, שילוב הרבדים יוצר מודל כולל המשפר משמעותית את יכולת החברה לנהל ולבקר את סיכוני השוק שלה. ההנחה היא שבמהלך התקופה הקרובה, לאחר שהמודל ייושם ותתקבלנה תוצאות בפועל ומסקנות מעשיות הן מצד הרשות והן מצד המנפיקים, יוכנסו במודל שיפורים והתאמות. בשלב זה, הואיל ומדובר במודל חדש, אשר ניתן ליישמו בדרכים רבות, הושם דגש על כך שהמודל יספק תוצאות בנות השוואה בין המנפיקים השונים. לפיכך, שיקול הדעת הניתן לחברות במסגרת המודל הינו מצומצם יחסית, על מנת שיישם בצורה אחידה ככל הניתן, ועל מנת למנוע מניפולציות ויישום בדרך המיטיבה ביותר עם כל חברה. אחת ההשלכות של קביעת קריטריונים על ידי הרשות היא הצורך של נותני השירותים לחברות בתחום זה לבצע התאמות למודלים אותם הם מוכרים. על כן, בשלב זה תנאים אלה עלולים להיות חסם זמני של כניסת גורמים נוספים הנותנים שירותים בתחום ניהול הסיכונים.

מנפיקי תעודות הסל עבדו במשך השנתיים האחרונות על פיתוח ויישום המודל המוצע. מדידת ה-VaR השבועי וביצועי תרחישי קיצון שבועיים החלו כבר להיות מיושמים הלכה למעשה בחברות המנפיקות (הגם שטרם יושמו באופן מלא בהתאם למודל), וביצוע תרחישי הקיצון התוך-יומיים צפוי להיות מיושם באופן מלא לקראת סוף 2012.

יש לציין, כי בתעודות מדורגות קיימת מגבלה על היקף החשיפה (אי ההתאמה ביחס להרכב המדד) ברמת נכס הבסיס הבודד (למשל: רמת המניה הבודדת). נוכח המודלים הפנימיים הקיימים והקצאת ההון המוצעת לא מצאנו לנכון להיכנס לחשיפה ברמת מניה בודדת. יחד עם זאת, אנו סבורים כי לאחר שיבחן המודל המוצע על פני זמן יהיה מקום לבחון הטלת מגבלות נקודתיות על חשיפה ברמת המניה הבודדת, או לחילופין הטלת חובת גילוי ביחס לחשיפה האמורה.

### כללי השקעה

בנוסף למגבלות הקבועות במודל ניהול ובקרת סיכוני השוק, נדבך נוסף אשר משליך על צמצום סיכוני השוק מצוי גם בכללי ההשקעה לתעודות סל. כך, קובעים הכללים כי ניתן להשקיע אך ורק בנכסים הכלולים במדד או במכשירים פיננסיים העוקבים אחריהם; ישנן מגבלות על אורך החוזים והפיקדונות בהם מותר למנהל תעודות הסל להשקיע, כאשר הדגש הוא על אורך חיים קצר; נקבעו מגבלות לגבי היקף ההחזקה המותר לתעודת סל בנכס ספציפי, על מנת שמכירת אותו הנכס (סגירת הפוזיציה) לא תגרום לתנודות שוק מהותיות בשווי הנכס.

### הקצאת הון

הקצאת ההון בגין סיכוני שוק במסגרת מודל הקצאת ההון הינה:

1. הון בהתאם לגבוה מבין שיעור של פי שלושה מערך ה- VaR 95% לטווח של יום אחד לבין תרחיש הקיצון השבועי שנמדד. יצוין, כי יקבעו גם כללים מחמירים ביחס לרמת החשיפה האפשרית (מעבר למדידתה). כל חברה תתחייב שרמת החשיפה שלה לא תעביר אותה מעבר לערך VAR מקסימאלי של 1.5 פרומיל (0.15%) מנכסי התעודה.
2. נקבעה דרישת הקצאת הון מינימלי בגין סיכון השוק בגובה של 5 מיליון ש"ח.
3. מגבלה על תרחישי הקיצון התוך-יומיים – סכום זה לא יעלה על סך החשבון המגבה.
4. אם מספר החריגות של תרחישי הקיצון התוך-יומיים יעלה על חמישה במהלך חודש קלנדרי, אזי **בסוף היום בו נמדדה החריגה החמישית** יחושב ערך ה- VaR וכן יבוצע תרחיש קיצון היסטורי. הקצאת ההון תהיה פי שלושה מערך ה- VaR שנצפה באותו יום, ולא פחות מתרחיש הקיצון שנמדד באותו יום. הקצאת ההון החריגה תבוצע תוך 3 ימי עסקים, והיא תישאר בתוקפה לפרק זמן של שלושה חודשים או תקופה אחרת שתיקבע הרשות.
5. אם תוצאות בדיקת ה- Backtest חרגו מהמספר המקסימאלי המותר (כלומר, הופיעו תמרורי האזהרה), אזי תוגדל הקצאת ההון בגין ה- VaR ותעמוד על **פי ארבעה** מסכום ה- VaR במקום פי שלושה, וזאת למשך שישה חודשים או עד לתיקון המודל בהתאם לאישור הרשות, לפי המאוחר. ההקצאה הנוספת תבוצע בתוך 3 ימי עסקים מהמועד בו נחצה רף החריגות המותר.
6. תמשיך לחול מגבלת החשיפה הקיימת כיום בפעילות המנפיקים, המהווה חלק ממדיניות ניהול הסיכונים של החברות, ולפיה סך החשיפה (המוגדרת כאי התאמה בין נכסים להתחייבויות) לא תעלה בסוף כל יום על 100 מיליון שקלים או על סך שווי הנכסים בחשבון המגבה, לפי הגבוה.

## ז. סיכון הנזילות

### כללי

סיכון נזילות משקף חשיפה למצב בו ישנו מחסור במזומן או במקורות אשראי זמינים לצורך ביצוע פעולות<sup>21</sup>. בעיתות בהן נדרש המנפיק באופן מיידי לנכסים נזילים, התממשות סיכון זה עלולה להוביל למימוש נכסים במחירי הפסד ואף לחדלות פירעון. כאשר עסקינן בתעודת סל, חשיפה לסיכון נזילות מקבלת משנה חשיבות לאור מאפייניו של מוצר זה כתעודת התחייבות המקנה למחזיק בה זכות לבצע המרה יומית. כך למשל, אי יכולתו של המנפיק להמיר את

<sup>21</sup> הסיכון אינו מוגדר במפורש בבאזל 2. בהוראות ניהול בנקאי תקין (הוראה 342) הוא מוגדר כך: "הסיכון לרווחי התאגיד הבנקאי ולהונו הנובע מאי יכולתו לספק את צרכי נזילותו".

הנכסים המגבים לסוג הנכס אותו הוא מחויב להעביר למחזיק (נכס הבסיס או מזומנים, לפי העניין<sup>22</sup>), משמעה הפרת ההתחייבות כלפי המחזיק, על כל המשתמע מכך.

מנפיק תעודות סל חשוף לסיכון נזילות במספר מצבים, כגון:

1. **גודל עסקה** - היקף עסקה גדול עלול להקשות על המרת תעודת הסל בשוק, ובכך ליצור למנפיק קשיי נזילות בבואו להעביר למחזיק את נכס הבסיס או את שוויו במזומנים;
2. **שאלות** - הואיל וחלקן הגדול של השאלות הוא on call, קרי שהמשאיל יכול "לקרוא" לנכס שהשאיל באופן מיידי, מנפיק תעודות סל אשר שאל את הנכס (לדוגמא, כאשר מדובר בתעודה בחסר) נדרש לרכוש בחזרה את הנכס המושאל (הואיל ובינתיים הנכס נמכר) תוך זמן קצר כדי להשיבו, מה שעלול ליצור עבורו חשיפה לסיכון נזילות;
3. **חוזים עתידיים** - מסחר בחוזים עתידיים יוצר למנפיק חשיפה לסיכון נזילות כתלות במשך חיי החוזה והיקף ההחזקה בחוזים על ידי המנפיק, כאשר החוזה הינו לתקופה מסוימת והמנפיק נדרש לממשו טרם פקיעתו;
4. התכסות ב**נכס פיננסי לא סחיר** (דוגמת כתבי התחייבות מסוג Notes).

## המודל המוצע לתחום תעודות הסל

### הוראות התשקיפים

הפרקטיקה המקובלת במסגרת הוראות התשקיפים היום קובעת מנגנונים אשר מטרתם, בין השאר, לצמצם את סיכון הנזילות, כגון קביעת ימים בהם לא תקבל החברה הודעות המרה מהמחזיקים, קביעה כי תמורת ההמרה למחזיק תינתן בהתאם לשער הנעילה של נכס הבסיס הנעקב ביום הקובע להמרה<sup>23</sup>, דבר המקנה למנפיק יכולת לממש את נכסי ההתכסות ולהעביר למחזיק את תמורת ההמרה בהתאם למחיר המימוש בבורסה<sup>24</sup>, נמוך ככל שיהיה, ועוד.

### כללי השקעה

כללי השקעה למנפיקי תעודות הסל קובעים מגבלות אשר יש בהן כדי לצמצם באופן משמעותי את החשיפה לסיכון נזילות. להלן מקצת הכללים הרלבנטיים לסיכון הנזילות:

1. תותר התכסות בנייר ערך הרשום למסחר בבורסה בלבד והכלול במדד הנעקב;

<sup>22</sup> ישנן תעודות סל בהן ההמרה היא למזומן ולכן הסיכון הוא בהמרת נכסים שונים (מניות, חוזים עתידיים ועוד) למזומן. לעומתן, בתעודות אחרות ההמרה היא בעין, קרי לניירות הערך הכלולים במדד, או אז הסיכון קיים מקום בו ההתכסות היא באמצעים אחרים מאשר ניירות ערך אלה.

<sup>23</sup> היום הקובע להמרה מוגדר בתשקיף ונגזר מסוג ההמרה - המרה לבקשת המחזיק או המרה כפויה.

<sup>24</sup> באופן דומה, בתעודות סחורה העוקבות אחר מחירי חוזים עתידיים על הסחורה, נקבעת תמורת ההמרה בהתאם למחירי ה-bid של החוזים במועדים הקבועים בתשקיף, דבר המאפשר לחברה למכור את החוזים בהם התכסתה ללא חשיפה למחיר.

2. קביעת שיעור מרבי להחזקה בנייר ערך, הן ברמת המנהל והן ברמת מנפיק נייר הערך, מתוך סך ניירות הערך הנסחרים ;
3. תותר לקיחת אשראי מבנקים, בפיקוח הנאמן, לצורך גישור על פערי עיתוי בסליקה או לצורך מימוש מדיניות השקעה שהתקבלה על ידי הדירקטוריון במטרה לאפשר מעקב אחר המדד (למשל, לצורך התכסות בתעודות בחסר ובתעודות ממונפות). בניגוד להוראות החלות על קרנות הנאמנות, לא יוטלו מגבלות של מינוף אשראי על מנפיקי תעודות הסל ;
4. תותר התכסות בחוזים סחירים על נכס הבסיס או על מרכיביו. ניתן יהיה להחזיק בחוזה הקצר בלבד ובכל מקרה אורך חייו לא יעלה על שישה חודשים. כמו כן, על מנת להתקשר בחוזה אשר אינו נסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב יידרש כי החוזה יעמוד במגבלת מינימום היקף מסחר. על המנפיק יהא לעמוד במגבלת סך היקף ההחזקה בחוזים ;
5. ככלל, לא תתאפשר השקעה בנכס לא סחיר דוגמת Note או ETN ;
6. התכסות בחוזי החלף (SWAP) תתאפשר תחת זכות יציאה יומית מההתקשרות בהתאם לנוסחה מוסכמת. כמו כן, שערך החוזה יעשה לפי שוויו בעת ההמרה ;
7. כל מנפיק יידרש להחזיק יותר מחשבון פעיל אחד בבנק בכל תעודה. החשש הינו שהמנפיק ייקלע למצב בו יתקשה לבצע פעולות מול בנק ובהן משיכת מזומנים, פעולות כיסוי וכדומה, וזאת החל במצב קיצוני של חדלות פירעון של הבנק וכלה במצב של תקלה טכנית בשירותיו של הבנק. החזקת מספר חשבונות פעילים מול בנקים עשויה לצמצם סיכון זה ;
8. הפקדת מזומן תותר רק בבנקים מסחריים. ניתן יהיה להפקיד את הכסף בפקדון שאינו עולה על שלושה חודשים (אלא אם כן ניתן אישור דירקטוריון להפקדה למשך זמן ארוך יותר שלא יעלה על שישה חודשים, והדבר דווח לציבור) כאשר שערך הפיקדון ייעשה לפי ערך של משיכה מיידית של הכספים שהופקדו (ועל כן ישקלל הפסד ריבית וקנס) ;
9. חל איסור על שאילות, למעט שאילות נכסי בסיס בתעודה בחסר ובהתאם למגבלות שייקבעו.

### **הקצאת הון בגין שערך פיקדונות**

מעבר למגבלות שצוינו לעיל, מנפיק תעודת הסל יחויב בהקצאת הון בשיעור של **100%** בגין כל אפשרות להפסד כספי בגין משיכה מוקדמת של הכספים. לפיכך נקבע במודל הפיקוח, כפי שתואר לעיל, כי שערך פיקדונות ייעשה לפי ערך משיכה מיידית אשר משקלל מראש הפסד ריבית ותשלום קנס בגין שבירת הפיקדון. באופן זה, המנפיק מעמיד סכום כסף נוסף בגין סיכון הנזילות.



## ח. מודל הקצאת ההון

### כללי

כפי שהוצג לעיל ביחס לכל גורם סיכון, מודל הקצאת ההון מחייב כל מנהל לרתק סכום קבוע מראש כהון התחלתי, שעליו תתוסף הקצאת הון נוספת בגין גורמי הסיכון השונים, כך שבעת שינוי באחד ממרכיבי הסיכון ובמקרה של הגדלת הסיכון או הקטנתו, תיווצר התאמה בסכום ההון המרותק. בסעיף זה יובאו באופן מרוכז עיקרי דרישות הקצאת ההון ממנהלי התעודות, ומשמעויותיהן הכספיות.

מודל הפיקוח נערך בשיתוף מנהלי תעודות הסל מתוך מטרה ליצור מודל אשר מנהלי תעודות הסל יוכלו לעמוד בדרישות ההון הקבועות בו מחד, ומאידך יהווה תמריץ שלילי לנטילת סיכונים. בבסיס הדיונים שהתנהלו מול המנפיקים ובבסיס דרישות הקצאת ההון במודל עומדת ההבנה הברורה כי דרישה של הקצאת הון גבוהה מדי תביא ליציאתם של מנפיקים מהשוק, תוך מעבר של אלו לניהול קרנות נאמנות מחקות וקרנות סל בלבד. על כן, מודל הקצאת ההון מנסה לאזן בין הצורך בהקצאת הון כנגד הסיכונים ובין מגבלות ההון הקיימות בשוק. דרישות הקצאת ההון אינן מהוות כלי המבטיח את יציבות התעודות, אלא כלי שנועד לתמרץ פעילות שמרנית ו"לקנוס" את החברות בגין פעילות מסוכנת.

המודל נקבע על ידי סגל הרשות, ובהכנתו השתתפו פרופ' אמיר ברנע מטעם איגוד תעודות הסל ופרופ' צבי וינר כיועץ חיצוני מטעם הרשות.

### הקצאת ההון על פי המודל

#### א. הקצאת הון בגין סיכון תפעולי

הקצאת ההון המינימאלית בגין הסיכון התפעולי הינה בגובה של 20 מיליון ש"ח. הקצאה זו הינה ההקצאה ההתחלתית אשר אינה תלויה בסך הנכס המנוהל. עם זאת, ההקצאה האמורה הינה סכום מינימאלי בלבד. כנדבך נוסף, נבנה מודל להקצאת הון בהתאם לסך שווי הנכס המנוהל. הקצאת ההון הנוספת בגין הסיכון התפעולי מתוארת להלן:

#### הקצאת הון בגין סיכון תפעולי

הקצאת הון	הקצאה בגין סיכון תפעולי
0.3%	בגין נכס מנוהל של עד 10 מיליארד
0.2%	בגין גובה הנכס המנוהל שמעל 10 מיליארד ועד ל- 20 מיליארד
0.1%	בגין גובה הנכס המנוהל שמעל 20 מיליארד

## ב. הקצאת הון בגין סיכון אשראי

הקצאת ההון ההתחלתית בגין סיכון האשראי, תלויה בסך הנכסים המנוהל:

### הקצאת הון התחלתית בגין סיכון אשראי

הקצאת הון	הקצאה התחלתית בגין סיכון אשראי
10 מיליון ש"ח	גוף המנהל נכסים של עד 7.5 מיליארד
20 מיליון ש"ח	גוף המנהל נכסים שמעל 7.5 מיליארד ועד 15 מיליארד
30 מיליון ש"ח	גוף המנהל נכסים שמעל 15 מיליארד

בנוסף, נקבעה הקצאת הון נוספת ביחס לסיכון האשראי הגלום בפעילות מנהל התעודה ובהתאם לקבוצת הסיווג אליה משתייך הגוף הפיננסי אליו חשופה החברה.

### הקצאת הון בגין סיכון אשראי של פיקדונות

הקצאת הון	קבוצה
0.25%	בנקים מקבוצה א'
5%	בנקים מקבוצה ב'
100%	מוסדות פיננסיים מקבוצה ג'

ביחס לפעילות השאלות נקבעה הקצאת הון בשיעור של 0.5% מסך שווי הנכסים המושאלים, בגין השאלות שאינן מקיימות אחד מהתנאים שלהלן:

- ההשאלה מתבצעת מול חבר בורסה בישראל בהתאם לכללי הבורסה.
  - ההשאלה מתבצעת מול בנק או ברוקר זר, תנאיה משקפים את המקובל בשוק ( Best Practice), והבנק או הברוקר הזר מתחייב להעמיד בטחונות בשיעור של 105% בחשבון המשמש כבטחון להשאלה (segregate account).
- בכל מקום בו לא מתקיים אחד מהתנאים האמורים יחויב מנהל תעודת הסל בהקצאת הון בשיעור של 100% משיעור החשיפה לסיכון האשראי בגין ההשאלה.

### הקצאת הון בגין השאלות

הקצאת הון	סוג ההשאלה
0.5%	השאלה בהתאם לתנאים האמורים
100%	השאלה שלא בהתאם לתנאים האמורים

כמו כן, נקבעה מסגרת הקצאת הון לפעילות באמצעות עסקאות SWAP ו-Notes (ככל שיותר).

### הקצאת הון בגין Notes ו- SWAPs

בגין Unfunded	בגין Notes ו- Funded	
---------------	----------------------	--

SWAPs	SWAPs	
2% מסכום החשיפה לסיכון אשראי	1.5% מסכום העסקה	מול בנקים מקבוצה א'
5% מסכום החשיפה לסיכון אשראי	100% מסכום העסקה	מול בנקים מקבוצה ב'
100% מסכום החשיפה לסיכון אשראי	100% מסכום העסקה	מול מוסדות פיננסיים מקבוצה ג'

ביחס לפעילות באמצעות מכשירים אלה, אשר לא תעמוד בתנאים המשקפים נוהג מקובל ושמרני לעסקאות מסוג זה, תידרש הקצאת הון בגובה 100% מסכום העסקה. תנאים אלה ייקבעו במסגרת כללי השקעה.

בגין השקעה בתעודות סל של מנפיקים מתחרים לא נדרשת הקצאת הון, הואיל והגופים הללו מפוקחים על ידי הרשות ופועלים בהתאם למודל הפיקוח המוצג בנייר זה. חשיפה זו מוגבלת ל-5% מסך הנכסים לסדרה.

#### ג. הקצאת הון בגין סיכון שוק

הקצאת ההון התחלתית בגין סיכון שוק לא תפחת מ-5 מיליון ש"ח למנהל תעודות סל. הקצאת נוספת בגין סיכון זה תהיה בשיעור שלא יפחת מפי שלושה מה- VaR המקסימאלי שנמדד באותו החודש, או מתרחיש הקיצון השבועי ההיסטורי שנמדד.

#### הקצאת הון בגין סיכון שוק

שיעור ההקצאה	
הגבוה מבין: א. 5,000,000 ב. $3 \times \text{VaR}$ ג. תרחיש הקיצון השבועי ההיסטורי	סכום הקצאת ההון
<ul style="list-style-type: none"> <li>הגבוה מבין סכום ההקצאה המקורי, VaR באותו יום כפול 3, ותרחיש הקיצון שנמדד באותו יום</li> <li>העלאת ההקצאה ל-VaR כפול 4</li> </ul>	<p><b>חריגות:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>הקצאה בגין 5 חריגות בחודש של תרחישי קיצון תוך-יומיים</li> <li>הקצאה בגין כשלון בדיקות ה-Backtest</li> </ul>

#### ד. הקצאת הון בגין סיכון נזילות

כללי ההשקעה שנקבעו מחייבים השקעה בנכסים נזילים. במצב בו אין נזילות מיידית, נקנס מנהל תעודת הסל ומחויב בהקצאת הון בהתאם. סיכון הנזילות העיקרי מצוי בפיקדונות הסגורים לתקופה העולה על יום עסקים אחד. לפיכך, השקעה בפיקדונות משוערכת לפי ערכם במקרה של משיכה מיידית, אשר משקלל קנסות והפסדי ריבית במקרה של שבירת הפיקדון, כך שבפועל מוקצה הון בגין הסיכון של פירעון מוקדם של הפיקדון בשיעור שמכסה 100% מסיכון הנזילות בעניין זה.

חריג לעניין זה הוא סיכון הנזילות בגין התכסות באמצעות חוזים, אשר בגינו לא נקבעה הקצאת הון. סיכון זה מגודר, בין היתר, במגבלות השקעה שונות, הקובעות פרמטרים מינימליים של סחירות ונזילות כתנאי מקדים ומחייב להשקעה במכשיר זה.

#### **ה. העמדת הון עצמי נוסף**

לרשות תוקנה סמכות, שבשיקול דעת, לדרוש ממנהל תעודת סל הקצאת הון נוספת של עד מחצית מגובה ההון אותו נדרש מנהל התעודה להעמיד במסגרת החשבון המגבה. הרשות צפויה לעשות שימוש בסמכות זו עקב התנהלות לא תקינה בקשר עם פעילות מנהל תעודת הסל, בגין כשלים שנתגלו, בגין העדר השקעה מספקת בתהליכי בקרה, בכוח אדם ובאמצעים טכנולוגיים מתאימים, או במקרים אחרים בהם יעלה חשש ביחס להתממשות איזה מהסיכונים הקיימים בפעילות התעודות, בגין טיפול לקוי בסיכונים אלה.

## יישום בפועל – הקצאת הון בתעודות הסל

לצורך מתן תמונה אינדיקטיבית ליישום מלא של מודל הקצאת ההון, להלן חישוב מקורב לצורך המחשה של הקצאת ההון, אשר תידרש על פי מודל הקצאת ההון משלושה מנהלי תעודות.

### **הקצאת הון בתעודות סל – יישום בפועל (נתונים אינדיקטיביים)**

חברה קטנה	חברה בינונית	חברה גדולה	
			<b>הקצאת הון בגין סיכון תפעולי</b>
4,000,000,000	8,000,000,000	17,500,000,000	גובה הנכס המנוהל
<b>20,000,000</b>	<b>24,000,000</b>	<b>45,000,000</b>	<b>הקצאת הון</b>
			<b>הקצאת הון בגין סיכון שוק</b>
			VaR
150,000	300,000	1,500,000	תרחיש קיצון
<b>5,000,000</b>	<b>5,000,000</b>	<b>5,500,000</b>	<b>הקצאת הון</b>
			<b>הקצאת הון בגין סיכון אשראי</b>
750,000,000	1,300,000,000	6,500,000,000	פיקדונות בבנקים בקבוצה א'
0	0	0	פיקדונות בבנקים בקבוצה ב'
0	5,000,000	5,000,000	פיקדונות במוסדות פיננסיים בקבוצה ג'
170,000,000	400,000,000	750,000,000	השאלות בהתאם לתנאים
0	0	0	השאלות שלא בהתאם לתנאים
100,000,000	200,000,000	300,000,000	Funded SWAPs ו-Notes (בנקים בקבוצה א')
0	0	100,000,000	חשיפה לסיכון אשראי של Unfunded SWAPs (בנקים בקבוצה א')
<b>14,225,000</b>	<b>33,250,000</b>	<b>61,500,000</b>	<b>הקצאת הון</b>
<b>39,225,000</b>	<b>62,250,000</b>	<b>112,000,000</b>	<b>סה"כ הקצאת הון</b>

### אופן העמדת ההון המוקצה

במסגרת תיקון 16 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, כל מנפיק יהיה חייב בניהול חשבון מגבה, אשר הנכסים המופקדים בו ישמשו בטוחה לקיום התחייבויותיו למחזיקי התעודות. נכסי החשבון המגבה יוחזקו בנפרד מנכסי הנאמן ומנכסי מנהל התעודה, ועל כן, ככלל, הנושים שאינם המחזיקים לא יוכלו להיפרע מחשבון זה. עם כניסתו של תיקון 16 לתוקף, יועמד ההון המוקצה כנכסים פיננסיים במסגרת החשבון המגבה, שניתן יהיה לחלטם בעת

הצורך, והוא יהווה כרית ביטחון אפקטיבית, המנותקת ממדידת ההון החשבונאי. עד לאותו המועד תתבצע העמדת ההון כחלק מההון העצמי של החברות, שיחושב כאמור לפי עודף הנכסים הפיננסיים הנזילים, ולא בהתאם להון העצמי החשבונאי.

בפני מנהלי תעודות הסל תעמודנה מספר חלופות לצורך העמדת ההון העצמי:

1. הפקדת מזומן בחשבון המגבה;
2. הפקדת נכסים אחרים בחשבון המגבה עם "מקדמי כיסוח", שיאומצו מהכללים בנושא זה החלים על חש"בים.

### לוח זמנים ליישום מודל הקצאת ההון

מודל הקצאת ההון הנ"ל יוסדר בתקנות אשר יותקנו יחד עם תיקון 16. עם זאת, לאור החשיבות הרבה של הנושא לשוק ההון בכלל ולשוק תעודות הסל בפרט, לאחר שיאושר מודל הפיקוח תורה הרשות למנפיקי תעודות הסל לדווח למשקיעים על הקצאת ההון שלהם במסגרת פעילותם בהתאם לפרמטרים המפורטים במודל הקצאת ההון, באופן של דרישת גילוי של "אמץ או גלה".

### **ט. פיקוח**

הקמת מערך ניהול סיכונים, במיוחד בגוף המנהל כספי ציבור ובאופן מובהק בגוף המנהל פעילות מורכבת כמו תעודות סל החשוף לסיכון יציבותי, איננה תהליך חד פעמי של הגדרת בקורות והקצאת הון. מערך ניהול סיכונים כולל תהליכי בחינה שוטפים של הסיכונים הקיימים, בדיקה של אופן המדידה הנכון של סיכונים אלה והגדרת בקורות ומנגנונים שונים לניהול הסיכון. ניהול סיכונים בחברה כולל גם תרבות ארגונית התומכת בתהליך ניהול הסיכונים, גם ברמת ההשקעה הכספית במערכות ובכוח אדם, אך גם בקבלת תפיסת העולם כי הפעילות כרוכה בסיכון שיש לנהל ולגדר.

תהליך חיזוק מנגנוני הפיקוח והבקרה החל עוד במהלך שנת 2008. תהליך זה מבוצע בשיתוף עם המנפיקים, ומתוך תפיסת עולם כי חיזוק מנגנוני הפיקוח הינו אינטרס לא רק של הרגולטור, אלא גם של שוק תעודות הסל בכללותו.

מודל הפיקוח המתואר – הכולל הגדרת כללי השקעה לנכסים המוחזקים, בניית מודל לגידור סיכוני האשראי, מדידה שוטפת של סיכוני השוק, הקצאת הון בגין גורמי הסיכון השונים ועוד – איננו יכול לעמוד בפני עצמו. המגבלות, ההוראות והמודלים שנקבעו חייבים להיתמך במערכת מסודרת של פיקוח על הסיכונים, פיקוח שייבחן באופן שוטף את גורמי הסיכון ואת היכולת והצורך לגדר אותם. מסגרת הפיקוח מתחילה ברגולטור, בעניינינו הרשות, עוברת דרך

שומרי הסף (נאמן, רו"ח מבקר, יועצים משפטיים ועוד) ומסתיימת בתרבות הארגונית ובבקורות הפנימיות בחברה המפוקחת.<sup>25</sup>

תפיסה זו תואמת את המתודולוגיה הקיימת בבנקים (באזל 2) ובחברות הביטוח (2) (Solvency). על פי תפיסה זו, הקצאת ההון היא רק הנדבך הראשון באופן ניהול הסיכונים. הנדבך השני מתייחס לבחינה שוטפת של הסיכונים על ידי החברה ועל ידי גורמי הפיקוח, כאשר אחד מתפקידי הפיקוח הינו הערכה של ניהול הסיכונים והלימות ההון. הנדבך השלישי מתייחס לדרישות גילוי ושקיפות, והוא מאפשר פיקוח של השוק על עצמו. גם נדבך זה מקבל התייחסות במסגרת מודל הפיקוח ברשות.

להלן נתאר את תהליך הפיקוח החל מרמת החברה, דרך הנאמן, המהווה את שומר הסף המרכזי בחוק השקעות משותפות בנאמנות, וכלה בתפקיד הרשות במודל פיקוחי זה.

### החברות

**חובת האחרייות וכללי ממשל תאגידי תחת תיקון 16** - שיפור הליך ניהול הסיכונים בקרב החברות המנפיקות נעשה בכמה דרכים. המסגרת הבסיסית ביותר היא חיזוק חובת האחרייות וכללי הממשל התאגידי בקרב החברות והשוואתם לקרנות הנאמנות, מהלך המתבצע במסגרת תיקון 16. כללי הממשל התאגידי מתייחסים בין היתר לחובתו של הדירקטוריון לקבוע נהלים המיועדים להבטיח את ניהול הסיכונים בהתאם למדיניות שנקבעה, ולחובתה של ועדת ההשקעות לקבוע את דרך הפעילות של התעודה ביישום פעילות ההשקעה שלה. כמו כן, על הדירקטוריון למנות דירקטורים מקרב הציבור. מגבלות הוטלו גם על עובדים העוסקים בניהול סיכונים ביחס לעיסוק בתפקיד הכרוך בקבלת החלטות שעניינן ניהול תיק ההשקעות. חובת ועדת ההשקעות לבחון את הסיכונים מצויה גם בכללי ההשקעה שגובשו לתחום תעודות הסל. מקום בו יש לבחון חלופות שונות של השקעה, הוטלה על ועדת ההשקעות האחרייות לוודא כי החלופה שנבחרה מקיימת כללי ניהול סיכונים ראויים.

**מערכות מידע** - שינוי מרכזי נוסף שיתבצע בענף זה הוא הקמה של תשתית תפעולית מסודרת ברמת החברה המנהלת. הדבר מצריך השקעה של כספים רבים בהקמת מערכות מידע שיאפשרו לא רק את פעילות המסחר השוטפת, אלא גם את מדידת הסיכון וניהולו. כך למשל, קביעת חובת המדידה של תרחישי קיצון במהלך המסחר התוך-יומי (בכל 10 דקות) אינה רק כלי מדידה שוטף של סיכון השוק, אלא היא מחייבת את עצם הקמת המערכות שיאפשרו קליטה של הפוזיציה שבה מצוי המנפיק בכל נקודת זמן. תשתית תפעולית זו לא קיימת כיום בחברות, ובנייתה צפויה להוות קפיצת מדרגה ביכולת השליטה של המנפיק על כספי הציבור המצויים בניהולו ועל הסיכון הכרוך בכך.

<sup>25</sup> גורם פיקוח מרכזי נוסף הקיים בשוק הינו חברות הדירוג, אשר מדרגות תעודות נבחרות בהתאם למתודולוגיה המתייחסת, בין היתר, לסיכון האשראי של הגורמים בהם מופקדים הכספים, היקף החשיפה לנכסי בסיס שונים, אך גם להיבטי ניהול ותפעול התעודות אשר מעודד שמירה על סטנדרט ניהולי ופיקוחי מסוים.

**היבטים ארגוניים** - התשתית הנדרשת אינה תשתית פיסית בלבד. יישום של הליכי בקרה על הפעילות, בין אם נדרשים על ידי הרגולטור ובין אם נדרשים על ידי הנהלת החברה, מצריך הקצאה של כוח אדם מתאים והכשרתו. עם הגידול בפעילות הוגדרה בחברות פונקציות ניהול סיכונים פיננסיים והוגדלה מצבת כח האדם ביחידות העוסקות במנהלי הסיכונים. מרבית החברות יזמו בעצמן סקרי סיכונים, בהם נבחנו הסיכונים התפעוליים הכרוכים בפעילות, כמו התמודדות עם נפילות מערכות תקשורת, הפסקות חשמל, אבטחת מידע, מעילות ועוד. כל החברות חוסות תחת כנפיו של בית השקעות או מבטח, והן כפופות לביקורת פנימית שלו. גם ברמת הסיכון המשפטי קיים טיפול ברמת החברה, ולמרבית המנפיקים ישנם יועצים משפטיים בתוך הקבוצה לשיפור הטיפול המשפטי.

כל היועצים שסייעו להכנת מודל ניהול הסיכונים, בין אם מצד איגוד תעודות הסל (ד"ר מעינה ויסמן, ד"ר אבי וואהל ופרופ' אמיר ברנע) ובין אם מצד הרשות (פרופ' צבי וינר), הדגישו את חשיבות יצירת גורם ניהול סיכונים ברמת החברה שיקבל לאחריותו את בחינת הסיכונים, מדידתם וניהולם. ההמלצה היא כי מנהל הסיכונים יהיה בדרג של חבר הנהלה, כפוף במישרין למנכ"ל, וימסור דיווחים למנכ"ל, לוועדת ההשקעות ולדירקטוריון. בכוננתנו לאמץ המלצה זו, במטרה להדגיש את חשיבות נושא ניהול הסיכונים בחברה ולחייב את החברות להקצות לו את המשאבים והסמכויות הדרושים.

אופן ניהול הסיכונים בחברה יהיה כפוף לביקורת הרשות, והוא מהווה כבר כיום את אחד הנושאים המהותיים הנבחנים בביקורות השוטפות המבוצעות, כפי שיתואר להלן.

## **הנאמן**

**חיזוק יכולת הפיקוח של הנאמן** - תחת חוק ניירות ערך, לנאמן לתעודות חובה לפעול לטובת המחזיקים בתעודות, ולמלא אחר הוראות שטר הנאמנות. הוראות שטרי הנאמנות של התעודות השונות מגדירות את חובתה של החברה להחזיק יחס של 1:1 (לפחות) בין נכסי התעודה ובין ההתחייבויות בגינה, ומטילות על החברה חובה להעביר דוח בעניין זה לנאמן. מנגנון זה מהווה את אחד הכלים המשמעותיים ביותר לשמירה על ערכה של התעודה.

כחלק מהסדרת תחום תעודות הסל ניתן כבר כיום, עוד לפני כניסתו לתוקף של תיקון 16, דגש לחיזוק יכולת הפיקוח של הנאמן. בשלב ראשון, הושם הדגש על מתן גישה ישירה לנאמן לחשבונות הבנק של התעודות, על מנת לאפשר לו פיקוח עצמאי על הנכסים המוחזקים בתעודת הסל. בשלב השני, הוחל בתהליך של מתן גישה לנאמן למערכות המידע המשמשות את החברות להערכת הנכסים, וזאת על מנת לספק לו כלי שוטף ופשוט לפיקוח. הדבר תואם את מדיניות הרשות לחזק את מעמדו של הנאמן כשומר סף.

**שינוי תפקיד הנאמן במסגרת תיקון 16** - עם כניסתו לתוקף של תיקון 16, צפוי שינוי משמעותי באחריות הנאמן, וכתוצאה מכך גם בדרך פעילותו. הנאמן יהפוך מנאמן פסיבי (תחת חוק ניירות ערך) לנאמן אקטיבי (תחת חוק השקעות משותפות בנאמנות). ראשית, בניגוד למצב הקיים בו המנפיקים הם הבעלים של הנכסים, תחת חוק השקעות משותפות



בנאמנות הנכסים יוקנו לנאמן אשר יחזיק בהם עבור מחזיקי התעודות. בנוסף, על פי תיקון החוק, הנאמן יידרש לפקח על קיום הוראות החוק, לרבות על ניהול התעודה. הדבר יהפוך את הנאמן לגוף שיבצע הליכים אקטיביים לבחינת פעילות התעודה, לרבות ביצוע ביקורות בתעודות שהוא נאמן להן. הגידול באחריות ובהיקף הפעילות צפוי להיות מלווה בעלייה תואמת בשכרו של הנאמן, ולשקף את תפקידו החדש כגוף אשר לו אחריות פיקוחית ביחס לתעודות שהוא נאמן להן.

## **הרשות**

רשות ניירות ערך נדרשת גם היא להתמודד עם אתגר חדש, והוא ניהול הסיכונים של תעודות הסל. מעבר למשטר של "פיקוח" יאפשר לרשות לקבוע הוראות מסדירות ביחס לסיכונים הקיימים בפעילות תעודות הסל, ובכך לצמצם באופן משמעותי. על פי המצב המשפטי כיום, הגדרת רמת הסיכון נתונה בידי המנפיקים, אשר מחויבים במתן גילוי אודותיו בלבד. מעבר למשטר של הסדרה ופיקוח כאמור יאפשר לרשות לתת הוראות פוזיטיביות, בדמות מגבלות בדבר סיכונים השוק, הוראות לצמצום סיכונים הנזילות וסיכונים האשראי וכן הגדרת מנגנונים מחייבים לניטור התממשותם של סיכונים תפעוליים. בנוסף, נדרשת הרשות לפקח על מערך ניהול הסיכונים בתעודות, ולבחון את אופן ניהול הסיכונים שלהם.

לצורך כך נדרשת הרשות לעבור תהליכים דומים לאלה העוברים על המנפיקים.

**מערכות מידע** - הרשות נמצאת במהלכו של תהליך הסבת הדיווחים של החברות לפורמט שיאפשר קליטה של הנתונים במערכות המידע של הרשות. באופן זה יתאפשר לפתח מערכות בקרה אוטומטיות, בדומה לקיים בקרנות הנאמנות.

**הקמת מערך ניהול סיכונים ברשות** - גם כאן, מעבר לתשתיות הפיסיות, נדרשת הרשות להקים מערך ארגוני פנימי לניהול סיכונים. תפקידו של מערך זה יהיה לבקר את ניהול הסיכונים בחברות המנפיקות מחד, ומאידך לנהל בראייה מערכתית את הסיכונים הגלומים בפעילות התעודות. לצורך כך נדרשת הרשות קודם כל להשקיע משאבי כוח אדם וזמן בהכשרה נאותה בתחום ניהול הסיכונים, הן סיכונים פיננסיים והן סיכונים תפעוליים, תוך בחינת אופן ניהול הסיכונים הקיים בתעודות הסל ובגופים דומים. נוכח מורכבותו של תחום זה עושה הרשות לעיתים גם שימוש ביועצים חיצוניים לצורך בחינה של סוגיות ספציפיות.

**ביקורות** - כבר כיום מבקרת הרשות את הפעילות המתבצעת בחברות המנפיקות באמצעות ביקורות מתוכננות מראש. הרשות מתכוונת לערוך ביקורות בכל מנפיקי תעודות הסל במהלך השנתיים הקרובות, כאשר זה מכבר הושלמה הביקורת בשתי קבוצות של חברות. כמו כן, כהקדמה לביקורות בחברות המנפיקות, ועל מנת לייעל את הביקורת, התבקשו כל החברות למסור לרשות מידע בדבר אופן בחינת וניהול הסיכונים בחברות, ובין היתר סקרי סיכונים וממצאי ביקורות פנימיות שנערכו מתחילת 2008, ספרי נהלים של החברות ופרוטוקולים של ישיבות דירקטוריון.

## גילוי

כהשלמה להליך ניהול הסיכונים בקרב הגורמים השונים, פועלת הרשות להסדיר את מתכונת הדיווח בחברות. דיווח זה משמש, מעבר למתן הגילוי לציבור לצורך הערכת השווי של התעודות המונפקות, גם לצורך פיקוח של השוק על עצמו. מתכונת הדיווח הקיימת כיום בקרב החברות כוללת:

1. דיווח יומי של פרמטרים המשמשים להערכת השווי של התעודות;
2. דיווח חודשי של מקורות סיכון האשראי והיקף החשיפה של התעודות לסיכון אשראי;
3. דיווח חודשי של היקף החזקות הציבור בתעודות (יצירה/פדיון);
4. דיווח רבעוני של סיכוני השוק של החברות – ניתוחי רגישות, VaR, תרחישי קיצון.

גילוי זה מצוי בתהליך של שיפור מתמיד, וכאמור בתהליך מעבר למתכונת דיווח שתאפשר קליטת הנתונים על ידי מערכות ממוחשבות. ככיוון עתידי, החלה לאחרונה בחינת הצורך בפרסום פירוט מלא של כל נכסי תעודות הסל, בדומה לקיים בקרנות הנאמנות.

המידע הקיים יוצר שקיפות רבה באשר לאופן הפעילות של תעודות הסל, ומאפשר פיקוח אפקטיבי של שוק ההון והמשקיעים מן הציבור.

## **י. סיכום**

מודל הפיקוח על שוק תעודות הסל הינו אחד הנדבכים החשובים בהסדרת התחום, הואיל ומדובר בתעודות מתחייבות ובהשקעת כספי ציבור. החשיבות שבהסדרת תחום זה מקבלת משנה תוקף לאור היקף הפעילות הגדול של שוק תעודות הסל והסיכון המערכתי לשוק ההון בגין קריסה של שוק זה. נייר זה סקר את ארבעת הסיכונים העיקריים ליציבותו של שוק זה: סיכון תפעולי, סיכון אשראי, סיכון שוק וסיכון נזילות. הנייר מציע "סל כלים", הכולל מסגרת רגולטורית תחת תיקון 16, מודל סיכוני אשראי, כללי השקעה, הקצאת הון, מודלים למדידת סיכון השוק ועוד – אשר מטרתו לצמצם חשיפת תחום תעודות הסל לסיכונים אלו, כמפורט בתמצית להלן:

**סיכון תפעולי** – הקצאת הון בגין סיכון תפעולי אינה מהווה ביטוח מפני התממשות הסיכון והנזק שיגרם בעקבותיו, הואיל ומדובר בסיכון אשראי אינו ניתן לכימות מראש. על כן המודל המוצע שם את הדגש גם על חיזוק היבטי הממשל התאגידי בקרב המנפיקים, וגם על הקמת תשתית של מערכות בקרה ומחשוב בחברות. מודל הקצאת ההון המוצע (הון התחלתי והון בגין סיכון תפעולי) שאוב ממודלים של גופים מפקחים אחרים, תוך עריכת התאמות לתחום תעודות הסל, וככלל הינו מחמיר ושמרני. המודל מהווה קפיצת מדרגה בכל המובנים ביחס לאופן הניהול והבקרה בקרב מנפיקי תעודות הסל.

**סיכון אשראי** - סיכון האשראי הוא הסיכון המשמעותי ביותר הגלום בפעילות תעודות הסל. הדרך היחידה לבטל את סיכון האשראי היא למנוע התכסות בנכסים שאינם נכסי בסיס, אולם משמעות מהלך זה היא פגיעה קשה בפעילות המנפיקים, תוך הגדלה מסוימת של סיכונים אחרים (בעיקר סיכונים שוק וסיכונים תפעוליים) וחסול מרבית הפעילות בשווקים הזרים. גם הקצאת הון גבוהה מדי איננה כלי מעשי לביטול הסיכון, שכן הגדלת ההון הנדרש לסכומים שיאפשרו כיסוי ההפסדים בגין סיכונים אשראי, משמעותה סגירה של שוק תעודות הסל או יצירת תמריץ להגדלת התשואה על ידי לקיחת סיכונים גדולים יותר. נייר זה מציע למזער את סיכון האשראי ככל הניתן באמצעות הגדרת כללים ומודלים שנועדו לאפשר לנהל את הסיכון בצורה יעילה, ובראשם: הסדרת מודל סיכונים אשראי על פיו יושקעו מרבית הכספים בבנקים בדירוג גבוה ובדיקה שוטפת וסדירה של רמות הסיכון בהם; שמירה על נזילות של הכספים ועל גיבויים שיאפשרו העברת הכספים בעת משבר; פיזור של מקורות ההשקעה; יצירת תמריץ שלילי ללקיחת סיכון על ידי הקצאת הון בגין גורמי סיכונים אשראי בהתאם לרמת הסיכון שלהם; גילוי שוטף של מקורות הסיכון, המאפשר פיקוח עליהם, ועוד.

**סיכון שוק** – לצורך אמידת סיכון השוק וניהולו, נעשה שימוש במודל ה-VaR ובתרחישי קיצון, וזאת בדומה למקובל בקרב גורמי פיקוח אחרים בכלל ובבנקים בפרט. הקצאת ההון בגין סיכון השוק מבוססת על המדידה באמצעות מודל ה-VaR ותרחישי הקיצון, והיא כוללת הגדלת ההון הנדרש במקרה של חריגות במדידה. המודל המוצע לתחום תעודות הסל עומד בשורה אחת עם יתר המודלים, ואף נוקט גישה שמרנית ומחמירה, תוך התווית כללים ברורים על מנת לאפשר השוואה בין השחקנים בענף.

**סיכון נזילות** – מודל הפיקוח מבקש להגביל את סיכון הנזילות של מנפיק תעודות הסל בשני מישורים עיקריים – באמצעות התכסות בנכסים נזילים במסגרת קביעה של כללי השקעה ברורים וסדורים, ובאמצעות קביעת מגבלות על הליך ההמרה. מקום בו נוצר סיכון נזילות, כמו בפיקדונות בבנקים, נדרשת אף הקצאת הון בשיעור של 100% מסיכון הנזילות.

מודל הקצאת ההון יוסדר בתקנות אשר יותקנו ביחד עם תיקון 16. עם זאת, לאור החשיבות הרבה של הנושא לשוק ההון בכלל ולשוק תעודות הסל בפרט, תיקבע הרשות עד למועד כניסת התקנות לתוקף דרישת גילוי של "אמץ או גלה", וזאת במטרה שהתנהלות החברות לציבור תהא שקופה וגלויה. מכיוון שהסדרת הקצאת ההון במסגרת החשבון המגבה מצריכה תיקון חקיקה, אופן הדיווח בשלב הביניים יישקף את עודף הנכסים הכספיים הנזילים הקיימים בחברות. כמו כן, אופן הדיווח יישקף את מבנה שוק מנפיקי תעודות הסל לאחר איחוד קבוצות תכלית-אינדקס ומיטב-מבט. החברות בכל אחת מקבוצות אלה, נוהלו בעבר על ידי על ידי מנהלי תעודות נפרדים, אולם לאחר מיזוגן הן מנהלות יחד תחת אותו בית השקעות. בהתאם לכללי הקצאת ההון שגובשו, תידרשנה כל אחת מהקבוצות להעמיד חשבון מגבה אחד, ועל כן ההתייחסות אליהן תתבצע ביחד גם במסגרת דרישת הגילוי של "אמץ או גלה". אימוץ כללי ההשקעה צפוי באופן הדרגתי על ידי החברות המנפיקות, עוד טרם אישור ויישום תיקון 16.

יחד עם זאת, גם סל הכלים המתואר לעיל איננו מהווה פתרון מושלם לסוגיית היציבות בתעודות הסל. אין במודל המוצע, או בכל מודל קיים בתחומים מפוקחים אחרים, לרבות אלה הנחשבים למפוקחים ברמה הגבוהה ביותר, כדי להגן בצורה מוחלטת מפני אי עמידה בהתחייבויות המנפיק במקרה של התממשות סיכון משמעותי כדוגמת סיכון האשראי. לא ניתן לבטל את הסיכונים הקיימים בפעילות, ועל כן חייבים לנהל אותם בצורה מאורגנת. הקמת מערך ניהול סיכונים לפעילות מורכבת כמו פעילות תעודות הסל, החשופה בנוסף לסיכון יציבותי, כוללת תהליכי בחינה ופיקוח שוטפים של הסיכונים, אופן מדידתם והגדרת בקרות ומנגנונים לניהולם. סל הכלים המוצע חייב להיתמך במערכת מסודרת של פיקוח על הסיכונים, פיקוח שייבחן באופן שוטף את גורמי הסיכון ואת היכולת לגדר אותם, הן בקרב החברות המנפיקות והן בקרב גופי הפיקוח – הנאמן והרשות עצמה. הפיקוח על הסיכונים חייב לעמוד בלב המודל הפיקוחי, גם ברמת ההשקעה הכספית במערכות ובכוח אדם, אך גם כתפיסת עולם ארגונית.