

י"ב בכסלו התשס"ט
10 בדצמבר 2008

ע/25-85
zg080146

הנדון: גילוי בדבר עלות אפקטיבית למשקיע בתעודות סל אל מול השקעה ישירה בנכס הבסיס
הנחיה לפי סעיף 36א(ב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968

הריני מודיע על פרסום הנוסח המחייב של ההנחיה הרצ"ב.

פרופ' זוהר גושן

רשות ניירות ערך

גילוי בדבר עלות אפקטיבית למשקיע בתעודות סל אל מול השקעה

ישירה בנכס הבסיס

הנחיה לפי סעיף 36א(ב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968

דברי הסבר

נכון לחודש מאי 2008, נסחרו בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ (" הבורסה") למעלה מ- 360 מוצרי מדדים שונים, כאשר שווי החזקות הציבור המצטבר בהם עמד על יותר מ - 30 מיליארד ש"ח¹.

המגוון של מוצרי מדדים² שהונפק בישראל והעדר מנגנון מקובל ואחיד בין המנפיקים השונים למדידת העלות אותה מקבל מנפיק מוצרי המדדים, מקשים על המשקיע הסביר לאמוד ולהשוות את העלות האפקטיבית הגלומה בפועל בהשקעה בהם בהשוואה אל מול השקעה ישירה בנכסי הבסיס של המדד המסוים (להלן: " עלות אפקטיבית למשקיע"), שהינה אחת החלופות העומדות בפני המשקיע הרוכש את המוצר המדדי.

מטרת הנחיה זו הינה לקבוע כללים לאמידה ולגילוי של העלות האפקטיבית למשקיע בתעודות סל, גילוי המהווה פרט חשוב למשקיע הסביר העומד בפני החלטת השקעה, כאמור בסעיף 36 לחוק ניירות ערך.

מבחינת מגוון המוצרים עולה כי עלות אפקטיבית למשקיע קיימת גם במוצרי מדדים שאינם תעודות סל כגון תעודות בחסר, תעודות סחורה, תעודות פיקדון, תעודות ממונפות וכיו"ב. יחד עם זאת, בתעודת ממין אלה לא קיים ערך אקסוגני ואובייקטיבי לפיו ניתן לכמת את העלות האפקטיבית למשקיע.

במובחן מ"תשלומי נכסי המדד" בתעודות הסל כמפורט וכמוגדר להלן, שהנם אינהרנטים לניירות הערך הכלולים במדד ועל כן ניתנים לכימות אובייקטיבי (להלן: " הערך המדיד"), השקעה ישירה במוצרי המדדים האחרים עשויה להניב תשואה שונה למשקיע, או להיות כרוכה בעלויות מימון, והכל כתלות ביכולתו הסובייקטיבית של המשקיע. כך למשל, השקעה בחוזים על סחורות כרוכה בהכנסות מימון בגין גלגול החוזים, השקעה במטבע חוץ עשויה להניב תשואת ריבית בגין ההשקעה, מכירה בחסר יוצרת פיקדון במזומן שמניב ריבית. בנוסף, השקעה ממונפת בניירות ערך הכלולים במדד כרוכה בעלויות מינוף.

¹ הנתונים נלקחו מפרסומי בנק ישראל (www.boi.gov.il).
² בנייר זה מדד עניינו המדד הנעקב על ידי תעודת הסל.

העדר ערך מדיד כאמור מחייב כללי גילוי שונים למוצרי המדדים האחרים. על כן, הנחיה זו תעסוק בגילוי העלות האפקטיבית למשקיע בתעודות סל בלבד. יודגש, כי גם לגבי יתר מוצרי המדדים יש ליתן פרמטרים להשוואה, ואולם אלה ידונו בהנחיה נפרדת. עוד יובהר, כי בגדר תעודות סל לצורך הנחיה זו, לא יובאו בחשבון תעודות סל המנטרלות חשיפה מטבעית וזאת בשל העובדה שגם בהן כלולים רכיבים הדומים לאלה המאפיינים את יתר מוצרי המדדים, המצריכים כללי גילוי נפרדים כאמור.

בתעודות סל ההתחייבות המשפטית של מנפיק התעודה כלפי המשקיעים הינה למדד הנעקב (מדד מניות או מדד אג"ח לפי העניין). התחייבות זו שונה מהתשואה המתקבלת מהשקעה ישירה בנכסי הבסיס (מניות או אג"ח), העשויה לזכות גם בתשלומים נוספים דוגמת דיבידנדים במדדי מניות וריביות במדדי אג"ח (להלן: "תשלומי נכסי המדד"). בתעודות סל, תשלומים אלה אינם חלק מההתחייבות הגלומה בנייר הערך. תשלומי נכסי המדד, מחולקים על ידי ניירות הערך הכלולים במדד הנעקב וקבלתם על ידי מנפיק התעודה מותנית באופן בו בחר להתכסות ובמכשירים הפיננסיים בהם בחר להשקיע.

אי תשלום התקבולים הנובעים מנכסי המדד (ריביות או דיבידנדים), יחד עם ניכויים מתשלומי נכסי המדד (למשל, דמי ניהול מוצהרים) עשויים להוות מרכיב משמעותי בהחלטת ההשקעה. על כן, סבורה הרשות כי יש לשקף למשקיע את הפסד התשואה בגין ניכויים אלה באמצעות הכללתם בגדר המונח "עלות אפקטיבית למשקיע בתעודת סל אל מול השקעה ישירה בנכס הבסיס", זאת לעומת, הפסדי מסחר, עלויות התכסות, ו/או רווחי מסחר, לרבות רווח עודף מהשאלות למשל, אשר אינם נכללים בגדר מונח זה אשר אינם משקפים את התשואה מהחזקה פסיבית בנכסי המדד.

לצד החשיבות ליתן למשקיע גילוי אודות העלות האפקטיבית שהוא נושא בה כאשר הוא בוחר לרכוש את החשיפה למדד באמצעות השקעה בתעודות הסל, קיימת חשיבות גם לכך שגילוי זה יעשה באופן אחיד על ידי כל המנפיקים, כך שיהיה יעיל ויאפשר למשקיע הסביר לבצע את ההשוואה בין תעודות הסל השונות.

למעשה, הנחיה זו מבחינה תחת המונח עלות אפקטיבית למשקיע בין שני אלו:

א. ניכויים (כגון דמי ניהול מוצהרים) או תשלום בחסר של סכומים אשר ניתן לצפותם מראש (דוגמת ריביות הנובעות מאגרות חוב) ולגביהם יש ליתן גילוי כמותי ומדיד בעת הדיווח (להלן: "עלות ידועה");

ב. תשלומים אחרים שמשלמים ניירות הערך הכלולים במדד שלא ניתן להעריכם מראש כגון דיבידנד (להלן: "עלות נוספת"). לגבי אלה יינתן בעת הדיווח הגילוי הבא:

- 1) גילוי אודות שיעור התשלומים שהתחייב מנפיק התעודה לשלם למשקיע מתוך סך התשלומים שיתקבלו בידו בגין תשלומי נכסי המדד. מקום בו התחייבות המנפיק היא לתשלום הסכום שנתקבל בפועל או הסכום שציין עורך המדד, לפי הנמוך מביניהם – תצוין עובדה זו גם כן.

- (2) נתונים אודות ממוצע שיעור התשלומים שחילקו נכסי המדד בחמש השנים הקלאנדאריות עובר למועד הדיווח, וכן ערך גבוה ונמוך במהלך שנים אלה.
- (3) העלות האפקטיבית שנגבתה על ידי המנפיק בתעודה בשנה הקלאנדארית הקודמת.
- (4) בדוח התקופתי, ובדוחות הרבעוניים ינתן בקשר עם התקבולים האחרים נתון מספרי המכמת במדויק את **העלות האפקטיבית למשקיע**, שהינה שיעור ההפרש בין התקבולים שהמשקיע היה צריך לקבל לו החזיק ישירות בנכסי הבסיס בתקופת הדוח, לבין הסכומים שהמנפיק חילק (או התחייב לחלק) בפועל למשקיעים, בין בהעברה כספית ובין בהשקעה חוזרת במדד.

לצורך הדגמה בלבד נניח את הנתונים הבאים :

נניח במסגרת הדוגמא את הנתונים הבאים : תעודת סל העוקבת אחר מדד Dow Jones EuroStoxx 50 הגובה דמי ניהול מוצהרים בגובה 0.5%, ומתחייבת לחלק רק 50% מהדיבידנד שישולם על ידי מניות המדד. התעודה הונפקה בסוף שנת 2005.

דוגמא לדיווח במסגרת הדוח התקופתי אודות העלות האפקטיבית למשקיע לשנת הדוח :

”עלות אפקטיבית בשנת 2007 :

שיעור העלות האפקטיבית הנו 2%. אופן החישוב הינו כדלקמן :

דמי ניהול מוצהרים – 0.5%

שיעור הדיבידנד שחולק על ידי מניות המדד בשנת 2007 כפי שפורסם בידי עורך המדד ושלא הועבר למשקיעים : 1.5%

למידע נוסף אודות המדד לרבות תשואות דיבידנד ר' סעיף _____”

להלן דוגמא לגילוי שיש ליתן במסגרת התשקיף, הדוח התקופתי וכן בכל דיווח אחר הניתן על פי דין בקשר עם עלויות או תקבולים למשקיע בגין תעודות הסל, וזאת אודות העלות האפקטיבית הצפויה למשקיע :

”שיעור העלות האפקטיבית הנו כדלקמן :

דמי ניהול מוצהרים – 0.5%

עלות נוספת –

א. החברה תחלק 50% מהדיבידנד שיתקבל **אצלה** הנובע מהנכסים המגבים אך לא יותר מ-50% מהדיבידנד שחולק בפועל במניות המדד הנעקב.

יובהר כי סכום זה עלול להיות **נמוך** מ-50% מהדיבידנד שחולק בפועל במניות המדד הנעקב לאור העובדה כי הנכסים המגבים בהם מתכסה החברה אינם

בהכרח נכסי הבסיס בשיעור המדויק, ויכולים להיות גם בנגזרים על נכסי הבסיס (כדוגמת חוזים).

סכום הדיבידנד שישולם בידי מניות המדד כפי שיפורסם בידי עורך המדד ואשר לא יחולק מהווה חלק מהעלות האפקטיבית למשקיע.

ב. להלן נתונים אודות הדיבידנד שחילקו מניות המדד לפי פרסומי עורך המדד בקשר עם 5 השנים הקלנדאריות האחרונות (2002-2007):

שיעור ממוצע: 2.92%,

שיעור שנתי גבוה ביותר (2003): 3.5%

שיעור שנתי נמוך ביותר (2005): 2.5%

יובהר כי אלה תשואות עבר ואין בהן כדי ללמד על תשואה או תקבול עתידי. העלות האפקטיבית למשקיע בשנת 2007: 5% [לנתונים אודות התפלגות העלות ר' סעיף 3]”

³ נתון זה ינתן רק ככל שהתעודה נסחרה במהלך השנה הקלנדארית הקודמת.

רשות ניירות ערך

גילוי בדבר עלות אפקטיבית למשקיע בתעודות סל אל מול השקעה

ישירה בנכס הבסיס

הנחיה לפי סעיף 36א(ב) לחוק ניירות ערך, התשכ"ח - 1968

א. גילוי אודות עלות אפקטיבית למשקיע

על מציע תעודות סל לציבור (להלן: "המציע") ליתן גילוי אודות שיעור העלות האפקטיבית למשקיע הנגבית ממנו בתעודת הסל. העלות האפקטיבית מגלמת את הפער בין התשלומים הנובעים מהתעודות לאלה אשר היו נובעים מהחזקה ישירה בנכסי המדד הנעקב. עלות אפקטיבית למשקיע תכלול את אלה:

1. בתעודות סל על מדדי אגרות חוב:

- א. שיעור דמי הניהול ה"מוצהרים", כפי שהוגדרו בידי החברה.
 - ב. שיעור הריבית הצפויה להתקבל מאגרות חוב הנכללות במדדי אגרות החוב אשר החברה טרם התחייבה להעבירה למחזיקי התעודות.
 - ג. שיעור הריבית שהתקבלה מאגרות חוב הנכללות במדדי אגרות החוב אשר החברה טרם התחייבה להעבירה למחזיקי התעודות.
- לצד שיעור זה יצוין בהבלטה כי מקום בו אופן ההתכסות של המנפיק יניב למנפיק תשואה נמוכה מהתשואה הצפויה, ישא המשקיע בעלות אפקטיבית גבוהה יותר.

2. בתעודות סל על מדדי מניות:

- א. שיעור דמי הניהול ה"מוצהרים", כפי שהוגדרו בידי החברה.
- ב. תשלומי דיבידנד שחולקו בידי מניות הנכללות במדד בהתאם לפרסומי עורך המדד ולא הועברו למחזיקי התעודות.

3. בנוסף, הן לגבי תעודות סל על מדדי מניות והן לגבי תעודות סל על מדדי אגרות חוב יכללו במסגרת העלות האפקטיבית גם אלה:

- א. מקום בו תקבולים שאמורים להשתלם למשקיע משולמים לאחר מועד קבלתם, או סכומים שאמורים להיות מנוכים מהמשקיע מנוכים במועד המוקדם למועד בו המנפיק נדרש לשלם, תיכלל במסגרת העלות האפקטיבית הריבית הנובעת מההפסד/הרווח האלטרנטיבי של התשואה באותה תקופה, כאילו סכומים אלה צוברים ריבית חסרת סיכון, למעט מקום בו התשלומים או הניכויים לפי העניין, מתבצעים בתדירות שאינה עולה על חצי שנה.

ב. כל תשלום אחר שערכו ידוע וניתן לכימות, אשר אינו מחולק למשקיע והיה מתקבל על ידו אילו החזיק במישרין בנכסי המדד.

4. בכל הנוגע לתעודות סל על מדדי מניות יובא הגילוי האמור בסעיף 2(ב) כדלקמן:

- א. החברה תציין האם התחייבה לשלם דיבידנדים הנובעים ממניות המדד, ואם כן באיזה שיעור (באחוזים).
- ב. מקום בו התחייבה החברה לשלם למשקיעים רק חלק מתקבולי הדיבידנדים האמורים, תציין החברה כי היתרה אינה מחולקת למשקיעים ומהווה חלק נוסף מהעלות האפקטיבית למשקיע בתעודה.
- ג. מקום בו לחברה מקורות נתונים אמינים, תציין את ממוצע תשואת הדיבידנד במדד בחמש השנים האחרונות וכן תציין את השנים בהן חולק הסכום הגבוה ביותר והסכום הנמוך ביותר של דיבידנד בשנים האמורות, ואת שיעור הדיבידנד בשנים אלה.
לצד נתון זה, יובהר כי אלה תשואות עבר ואין בהן כדי ללמד על תשואה או תקבול עתידי.
בנוסף, תציין את הנתונים שהיו בבסיס הערכתה.

5. לצד אלה תצוין, בתעודת סל על מדדי מניות ואגרות חוב, עלות אפקטיבית למשקיע בגין השנה הקלנדארית שהסתיימה קודם למועד הדיווח. החברה תצרף הסברים לעלות האמורה, אם נראה לה כי הדבר יוסיף מידע חשוב למשקיע סביר.

6. דמי הניהול המוצהרים יחד עם שיעור הדיבידנדים והריביות שלא חולקו במלואם, בצירוף שיעורים נוספים במפורט בסעיף 3 לעיל, ידווחו גם במסגרת הדוח התקופתי תחת הכותרת "עלות אפקטיבית למשקיע בתעודות סל אל מול השקעה ישירה בנכס הבסיס בשנת X".

7. מבלי לגרוע מן האמור לעיל, במקרים בהם מנפיק התעודות התחייב לחלק למשקיע את הנמוך מבין הסכומים המפורטים להלן: (א) הסכום שחולק על ידי ניירות הערך המרכיבים את המדד, כולו או מקצתו (כפי שמפורסם על ידי עורך המדד); ו (ב) הסכום שנתקבל על ידי המנפיק; יידרש המנפיק לפרסם דוח מיידי מקום בו נודע לו כי הסכום בחלופה ב' נמוך באופן מהותי מהסכום שבחלופה א'. בדוח המיידי יינתנו הסברים לפער האמור.
התייחסות והסברים לפער כאמור, לרבות סכום הפער, גם אם אינו מהותי, ינתנו בדוח הרבעוני הרלוונטי ובדוח התקופתי.

8. במקרה בו המנפיק לא התחייב לתשלום הדיבידנדים, הריביות או התקבולים המפורטים לעיל כחלק מ"העלות האפקטיבית למשקיע", או שהתחייבות אינה לכל אורך חיי התעודה, או שהמנפיק השאיר בשיקול דעתו תשלום הסכומים האמורים, תנהג החברה באופן הבא:

- א. אם תעודות הסל אינן מבטיחות את כל הריביות או כל הדיבידנד הנובעים מהמדד (לרבות אם הותירו לשיקול דעת המנפיק תשלום כאמור), יתווספו סכומים אלה (שאינם משולמים או שאינם צפויים להיות משולמים למשקיע) לעלות האפקטיבית. היה ויוחלט במועד עתידי על תשלום הסכומים, תהיה רשאית החברה לדווח כי העלות האפקטיבית בפועל הייתה נמוכה מהעלות האפקטיבית שדווחה בעבר.
- ב. אם המנפיק התחייב לתשלום סכומים אלה, ואולם התחייבות כאמור מוגבלת לחלק מתקופת התעודה תצוין העלות האפקטיבית למשך תקופת ההתחייבות, וכן העלות האפקטיבית לאחר תום תקופת ההתחייבות, שתוגדר כ"עלות אפקטיבית מקסימלית".

ב. אופן הדיווח

- הוראות הנחיה זו יחולו בכל דיווח של החברה העוסק בתשלומים למחזיקי תעודות הסל או עמלות הנגבות מהם, בכל דיווח מותר או נדרש על פי דין, אלא אם ניתנה בגוף ההנחיה התייחסות למועד דיווח מסוים.
- מקום בו המדובר בתעודות מורכבות המערבות מספר מדדים, ינתן הגילוי בנפרד לכל מדד ובמצטבר לכל המדדים באותה תעודה.

ג. תחילה

- החל מפרסום הדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2008. לעניין סעיף 5 להנחיה זו מועד התחילה יהא ביום 31 בדצמבר 2009.