

# לקרן יש פרופיל (!)

## פרופיל החשיפה של קרן

במהלך השנים התגבשה בישראל מתכונת לפיה מדיניות ההשקעות של קרנות הנאמנות מנוסחת בעיקר במונחים של התחייבות להחזקת ניירות ערך מסוגים שונים כשיעור מהשווי הנקי של נכסי הקרן ("רוב נכסי הקרן יושקעו במניות", "בין 20% ל- 50% מנכסי הקרן יושקעו באגרות חוב צמודות מטבע חוץ" וכדומה). מתכונת זו הביאה לסיווג קרנות הנאמנות לפי מאפייני ניירות הערך שמשקלם דומיננטי כשיעור מנכסי הקרן, כמשתמע ממדיניות ההשקעות.

כל זמן שמנהלי הקרנות לא פעלו באופציות, חוזים עתידיים ומכירות בחסר (להלן - נגזרים) נתנה המתכונת האמורה, מענה מספק לסיווג הקרנות ולקביעת קריטריונים לשמן.

תחילת פעילותן של קרנות הנאמנות בישראל בנגזרים שינתה לחלוטין את כללי המשחק, שכן בשל המנוף הגלום בנגזרים ניתן באמצעות השקעה באופציות בהיקף של אחוזים בודדים מנכסי הקרן להגיע לחשיפת מחיר היחידה של הקרן לשינויים בנכס הבסיס של האופציה, השקולה להשקעה ישירה בנכס הבסיס בעשרות ולעיתים אף במאות אחוזים מנכסי הקרן. מובן כי במצב זה המידע אודות שווי האופציה כשיעור מנכסי הקרן אינו רלוונטי, שכן אין אופציית רכש (Call) כאופציית מכר (Put) ואין אופציה שנרכשת עבור הקרן (Long) כאופציה הנוצרת עבור הקרן (Short), אין דין אופציה "קצרה מחוץ לכסף" לאופציה "ארוכה בתוך הכסף" וכו'. קושי נוסף מתעורר כתוצאה מפעילות בחוזים עתידיים, פעילות שאין לה כל ביטוי בשווי נכסי הקרן ואשר המנוף הגלום בה גדול ביותר.

נמחיש להלן באמצעות דוגמא מייצגת: קרן שמוגדרת כ"שקלית" (כי לפחות 90% מנכסיה מושקעים בשקלים), ותמהיל השקעותיה כולל בפועל 95% באפיקים שקליים ו- 5% באופציות "מחוץ לכסף" על מדד ת"א 25, מחירה עשויים להתנהג בתקופות מסוימות כמחירי קרן מנייתית לכל דבר. הסיכון הנובע מהפעילות האמורה אינו בא לידי ביטוי, היות ובמצב הקיים, שם הקרן או סיווגה בפרסומים שונים ("שקלית", "אגחית", "מנייתית", "מטחית" וכדומה) ואומדן הסיכון הנגזר מכך נקבעים בלעדית בהסתמך על סוגי ניירות הערך שמשקלם דומיננטי כשיעור מנכסי הקרן.

במסגרת הרפורמה המקיפה בתחום סיווג קרנות הנאמנות בישראל שהובילה רשות ניירות ערך, אשר נכנסה לתוקף ביום 31 בדצמבר 2007, מצאנו לנכון להתייחס לנושא האמור בדרך שתאפשר בצורה פשוטה לשים כל קרן על מרחב החשיפה להשפעות נכסים שונים כתוצאה מפעילות בנגזרים (להלן – חשיפה).

כדי להגיע לאמת מידה פשוטה, ידידותית וקלה להבנה מצאנו לנכון לתרגם את המידע אודות החשיפה לצמד תווים שיעביר את המידע האמור. בחרנו להגדיר צמד תווים אלה כ"פרופיל החשיפה של הקרן".

כוונתנו להביא למצב בו הפרופיל יפשט את המידע אודות חשיפת הקרן להשפעת שינויים במחירי נכסים שונים באופן דומה לאופן בו רצף התווים של דירוג אג"ח מפשט את המידע אודות סיכויי חדלות הפירעון של המנפיק (הידיעה שאג"ח המדורגות AAA בטוחות יותר מאג"ח המדורגות BBB הנה כבר נחלת הכלל).

לאחר הקדמה זו נסביר להלן כיצד נקבע פרופיל החשיפה של הקרן :

ניתוח פעילות הקרנות מלמד כי קיימים שני גורמי השפעה/סוגי נכסים מרכזיים המשפיעים על תנודתיות הקרן – חשיפת הקרן למניות (בקבוצה זו נכלול גם סחורות – COMMODITIES) וחשיפת הקרן למטבע חוץ. שני נכסי בסיס אלה גם נבדלים בסיכון הנהוג לייחס לכל אחד מהם (מניות, סחורות ודומיהם נחשבים למסוכנים יותר ממט"ח). מנהל קרן נדרש להגדיר במסגרת מדיניות ההשקעות של קרן שבניהולו את שיעור החשיפה המרבי (בערך מוחלט) לכל אחד משני סוגי הנכסים (מניות ומט"ח) לפי הסרגל הבא :

שיעור חשיפה מרבי לנכס	קוד דרגת חשיפה מרבית לסוג נכס	
	מניות	מט"ח
0%	0	0
10%	1	A
30%	2	B
50%	3	C
120%	4	D
200%	5	E
מעל 200%	6	F

צירוף המידע אודות דרגת החשיפה המרבית לכל אחד מנכסי הבסיס (שני תווים – מימין קוד דרגת החשיפה המרבית למט"ח ומשמאל קוד דרגת החשיפה המרבית למניות) יוצר את פרופיל החשיפה של הקרן שהנו חלק בלתי נפרד מהקריטריונים לסיווג הקרן ומוטמע גם בשם הקרן.

נמחיש את הערך המוסף של פרופיל החשיפה באמצעות מספר דוגמאות מייצגות :

1. קרן "שקלית" טהורה (למשל קרן כספית) תסווג בפרופיל 00. קרן שקלית ש"תתבל" את השקעותיה בחשיפה מנייתית בשיעור כזה או אחר, תבודל ממנה באופן ברור ותהיה בעלת פרופיל 10 או 20, לפי העניין. קרן שהפרופיל שלה יהיה 30 ומעלה, לא תוכל להגדיר את עצמה כקרן שקלית, בשל ההשפעה המהותית של רכיב המניות.

2. פרופיל החשיפה גם יאפשר להבחין ולכמת במסגרת קטגוריית "קרנות האג"ח" את ההשפעות של "רעשים נוספים" ויאפשר לנתח את ביצועי הקרנות בהתחשב בסיכונים שמנהלן נטל, סיכונים המתבטאים במאפייני ההשקעות בפועל ובפרופיל החשיפה – קרן אג"ח מדינה צמודי מדד בעלת פרופיל 10 שונה מקרן בעלת פרופיל 20 (ללא חשיפה למט"ח וחשיפה למניות בשיעורים של עד 10% ועד 30% בהתאמה).

3. קרן החשופה ב 100% למדד הניקיי 225 באמצעות החזקה במניות תהיה בעלת פרופיל חשיפה 4D. קרן החשופה ב 100% למדד הניקיי 225 באמצעות פעילות בנגזרים תהיה בעלת פרופיל חשיפה 4A. משמעות הדבר הנה שהקרן הראשונה מושפעת משינויים במדד הניקיי 225, אך גם משינויים בשער החליפין של מטבע הין, לעומת הקרן השנייה המושפעת מהותית רק משינויים במדד הניקיי 225.

## מידע בשם הקרן אודות חשיפת הקרן לאגרות חוב שאינן מדורגות בדירוג השקעה

כשנתיים לאחר שהוטמע פרופיל החשיפה כמתואר לעיל, וכאחד מלקחי המשבר שהתחולל בשוק ההון בשלהי שנת 2008, החלטנו להרחיב את המידע הכלול בשם הקרן ולהוסיף מידע נוסף אודות חשיפה אפשרית בקרן לסיכון שאינו מתבטא בשני הפרמטרים של הפרופיל - קרנות שעשויות להיות חשופות לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה (איגרות חוב קונצרניות המדורגות בדירוג נמוך מ"דירוג השקעה" - BBB או דירוג מקביל לו, או שאינן מדורגות כלל) בשיעור העולה על החשיפה המרבית שלהן למניות כעולה מדרגת החשיפה של הקרן למניות, נדרשו להוסיף לצד פרופיל החשיפה של הקרן, כחלק משמה, את הסימן "(?!)" . כך, למשל, קרן ששיעור החשיפה המרבי שלה למניות עומד על 30%, ומדיניות ההשקעות שלה מאפשרת לה להיות חשופה לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה בשיעור העולה על שיעור זה, תוסיף לצד פרופיל החשיפה של הקרן את סימן הקריאה באופן הבא:

"קרנית (2A)(?!)"...

אם בחר מנהל קרן שלא להוסיף את הסימן (!) לשם קרן מסוימת שבניהולו, המשמעות דומה להוספת התחייבות למדיניות ההשקעות של הקרן לפיה הקרן לא תיצור חשיפה לאג"ח שאינן מדורגות בדירוג השקעה בשיעור העולה על שיעור החשיפה המרבי של הקרן למניות. במקרה שדירוג אג"ח, המוחזקת בקרן ששמה אינו כולל סימן קריאה, יורד לדירוג הנמוך מדירוג השקעה, ובשל כך חורגות השקעות הקרן ממדיניות ההשקעות שלה, נקבע כי החריגה לא תיחשב להפרה אם מנהל הקרן יתקן את החריגה עד תום יום המסחר העשירי לאחר היום שבו החלה ויגיש לרשות ולבורסה דוח בדבר החריגה עד תום יום המסחר השני לאחר היום שבו החלה, אם לא תוקנה עד אז. מטרת הדבר לתת שהות בידי מנהל הקרן לממש את ההשקעה בתנאים סבירים.

פרופיל החשיפה ו"סימן הקריאה", כחלק שם הקרן ומסיווג הקרנות הכולל כותרות המאפיינות את הקרנות ומידע נוסף, נועדו לשפר את השקיפות ולהפוך את הגילוי הנאות לאפקטיבי יותר. למהלך הנדון חשיבות מיוחדת במצב בו למרות המידע הנרחב אודות הקרנות הזמין לכלל הציבור (תשקיפים, דוחות מיידיים, הרכב השקעות חודשי ועוד) באמצעות מערכת המגנ"א ([www.magna.isa.gov.il](http://www.magna.isa.gov.il)), עדיין מרבית הציבור מסתמך על המידע העיתון כאמצעי העיקרי לבחירת הקרן - פרופיל החשיפה נכלל במסגרת המידע שיפורסם בעיתונים אודות הקרנות וסיווגן.