



קרנות נאמנות

מידע חיוני למשקיעים



- 3 בעזרת השם**..... השם נחשב לאחד ממקדמי המכירות העיקריים של הקרן, אמצעי זיהוי וגורם משיכה מן המעלה הראשונה
- 4 מה מסתתר מאחורי הכוכבית?**..... הכוכבית הוכיחה את עצמה כמקדם מכירות רב חשיבות. על רקע עוצמתו של נתון זה להלן מספר כללי זהירות לפני קבלת החלטת השקעה בהסתמך על הכוכבית
- 5 זמן קרנות**..... מאמר זה יעסוק בגורם הזמן והשלכותיו על ענף הקרנות בשני היבטים תפעוליים
- 6 בלי נדר**..... על קרן שבמסגרת מדיניות ההשקעות שלה מתחייב מנהל הקרן לנהל את נכסי הקרן באופן המיועד להביא לכך כי ביום מסוים לא יפחת מחיר הקרן מגובה מסוים
- 8 חשיפה לצפון**..... "קרן חשיפה" הנו כינוי לקרן אשר במסגרת מדיניות ההשקעות שלה ניתן ביטוי כמותי לפעילות בנגזרים (אופציות, חוזים עתידיים ומכירה בחסר) במונחי חשיפה
- 10 חתול בשק**..... כללי התנהגות בסיסיים לפני רכישת קרן נאמנות - אמצעים שאמורים למנוע מקרים טיפוסיים של קניית חתול בשק
- 12 תצא בחוץ**..... מיקור חוץ (Outsourcing) של ניהול תיק ההשקעות של קרן הנו תופעה שצברה בשנים האחרונות תאוצה. מה זה אומר? למה זה קורה? למי זה כדאי?
- 13 כמה זה עולה לי?**..... שוקל השקעה בקרן נאמנות ורוצה לדעת כמה זה יעלה לך? ובכן, כדאי שתדע שלרוב אתה צפוי לשלם, במישרין ובעקיפין, ללא פחות מחמישה גורמים.
- 16 מה נשתנה**..... דמי ניהול משתנים
- 18 החייבת והפטורה**..... ההיבטים השונים הקשורים במסלולי המס של הקרנות ומשמעותם.
- 20 לקרן יש פרופיל (!)**..... "פרופיל החשיפה של הקרן" מפשט את המידע אודות חשיפת הקרן להשפעת שינויים במחירי נכסים שונים



- מידע זה מוגש על ידי רשות ניירות ערך כשירות לציבור. מודגש ומובהר כי אין באמור בחוברת מידע זו בכדי לשנות כל דין, והנוסח היחיד הקובע הוא נוסח החוק והתקנות.
- המאמרים בחוברת זו כתובים בהקשר צרכני חינוכי ועוסקים במגוון היבטים הקשורים בענף קרנות הנאמנות בישראל. תכליתם להעשיר את הידע של ציבור המשקיעים בתחום ולהקנות כלים לשימוש מושכל במידע הקיים על אודות תעשייה זו לצורך קבלת החלטת השקעה.
- כל שימוש להלן בלשון זכר יש לקרוא, לפי העניין, כאילו נכתב גם בלשון נקבה.

בעזרת השם

שמה של קרן הנאמנות הוא לא רק אמצעי זיהוי, אלא אף נחשב לאחד ממקדמי המכירות העיקריים של הקרן ולגורם משיכה מן המעלה הראשונה. העוצמה הגלומה בנתון זה עשויה להוביל לגילוי יצירתיות רבה בשמות הקרנות. החשיבות הרבה שמיחסים מנהלי קרנות לשם הקרן מקבלת ביטוי מובהק במקרים בהם מתבקשת עמדתנו באשר לשאלה מה צריכה להיות מדיניות ההשקעות של הקרן על מנת שיתאפשר שימוש בשם מסוים. שאלה זו היא אינדיקציה לכך שבמידה מסוימת פרטי מדיניות ההשקעות של הקרן משרתים את השימוש בשם ולא להפך. לעתים (לא רחוקות) שינוי השם, אשר מלווה לפעמים בשינוי מדיניות השקעות, הוא אמצעי ל"פתיחת דף חדש" - מחיקת העבר הלא מוצלח דווקא של הקרן ויצירת מותג חדש ורענן, עם הרבה תקוות לעתיד טוב יותר.

עד ראשית שנות התשעים של המאה הקודמת היו מרבית הקרנות המנוהלות בידי מנהל מסוים מאופיינות בשמות בעלי מכנה משותף, ללא זיקה מיוחדת לסוג ההשקעות שלהן (פרחים, עצים, אבנים יקרות, ציפורים וכו'). עם שכלול השוק והגידול החד במספר הקרנות, וגם כחיקוי למנהל חלוץ שבחר בדרך אחרת וראו האחרים כי טוב, התגבשה המתכונת הרווחת בימים אלה, שכוללת שם מנהל קרן ואפיק השקעות ו/או שם תואר שיש בו לדעת מנהל הקרן כדי לאפיין את הקרן ובעיקר כדי למשוך אליה תשומת לב.

פעמים רבות מדובר ביצירתיות של מנהלי קרנות, שהענף מאמץ ומחקה ויוצר בכך קטגוריה. דוגמה מובהקת לכך היא הקרנות ה"אקטיביות", כגון קרן האג"ח האקטיבית. עד להגעת קרן האג"ח האקטיבית היו "סתם" קרנות אג"ח - קרנות שרוב נכסיהן הושקע באג"ח לסוגיהן על פי שיקול דעתו המוחלט של מנהל הקרן. אך מנהלי הקרנות מצאו שאקטיבי זה גם אטרקטיבי, ויצרו קטגוריה חדשה. מהם מאפייני קרנות-האג"ח האקטיביות? ניחשתם נכון - קרנות שרוב נכסיהן מושקע באג"ח לסוגיהן, ובהן מנהל הקרן אמור לבחון באופן תדיר שינויים בתנאי השוק, העשויים ליצור כדאיות לשינוי אפיק ההשקעה, על פי שיקול דעתו המוחלט של מנהל הקרן. האם לא מדובר במיצוב חדש לרעיון ישן? על המשקיע לשפוט.

השימוש במונח "אקטיבי" אינו היחיד. גם המונח "קרן מנוהלת" הפך שגור אצל חלק מן הקרנות. מהי קרן "מנוהלת"? לאור ההסבר אודות מהותה של הקרן ה"אקטיבית" אנו מניחים שתבינו לבד... אותה הגברת בשינוי אדרת.

השימוש המתוחכם בשמות הקרנות גבר בשנים האחרונות עם שכלול שוק ההון וכניסתם של מכשירים חדשים וכתוצאה מהמשך הגידול במספר הקרנות והצורך לאפיין ולבדל קרנות, לכאורה זהות, המנוהלות בידי מנהל קרן מסוים מתוך כלל הקרנות בענף (למעלה מ-1400) וגם מתוך הקרנות שבניהולו.

חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, אשר מסדיר את פעילות הקרנות בישראל, קובע כי לא יהיה לקרן שם שיש בו כדי להטעות. רשות ניירות ערך משתדלת להימנע מהתערבות בשיקולים העסקיים והשיווקיים של מנהלי הקרנות, עד לנקודה בה היא סבורה שעלול להיגרם לציבור נזק. על רקע האמור לעיל, החליטה הרשות לפרסם הנחיה למנהלי הקרנות והנאמנים בנושא "עקרונות וכללים לקביעת שם קרן". הנחיה זו מצורפת בהמשך.

על אף האמור לעיל יש לזכור: המידע הגלום בשם הוא חלקי בלבד ואין בו כדי להחליף את



המידע אודות מדיניות השקעות אשר נכלל בתשקיף או בדוח לעניין זה, המאוחר ביניהם. ובמילים אחרות - אל תרכוש קרן בהתבסס על שמה בלבד בטרם תברר מהם פרטי מדיניות ההשקעות של הקרן ומהי מידת התאמתם לטעמך!

לחזור בדבר עקרונות וכללים לקביעת שם קרן - לחץ כאן

מה מסתתר מאחורי הכוכבית?

אחד הגורמים המבטאים את השקיפות בענף קרנות הנאמנות הנו פרסום מחירי היחידה והפדיון של כל קרן בכל יום מסחר, דבר המאפשר לחשב את תשואת הקרן לכל נקודת זמן.

על אף העובדה שעיקר המידע הרלוונטי אודות הקרנות נכלל בתשקיפי הקרנות ובדיווחים המוגשים בידי מנהלי הקרנות והנאמנים, החשיפה העיקרית של הציבור להתרחשויות בענף הנה דווקא באמצעות מודעות הפרסום מטעם מנהלי הקרנות ו/או דירוגים וטבלאות שנערכים בידי גופים שאינם קשורים למנהלי הקרנות, אשר מופיעים בעיתונות היומית ובאתרי אינטרנט. פרט המידע הדומיננטי בפרסומים האמורים הנו התשואה של הקרן במהלך תקופה מסוימת.

פרסום שיווקי המכיל מיקום קרן ביחס לתשואתן של קרנות אחרות הוכיח כבר את עצמו כמקדם מכירות רב-חשיבות. על רקע עוצמתו של נתון זה, להלן מספר כללי זהירות לפני קבלת החלטת השקעה בהסתמך על מודעות אלו:

- בדוק בתשקיף הקרן או בדיווחי מנהל הקרן מהי מדיניות ההשקעות המפורטת של הקרן. לפעמים תופתע לגלות שם שהסיבה לתשואה נעוצה בסיבות כגון חשיפה מוגברת לנכסים באמצעות פעילות בנגזרים, מדיניות ההשקעות של הקרן, המאפשרת גם השקעה באג"ח שאינן בדירוג השקעה, או גיוון השקעות.
- התשואה בעבר אינה בהכרח מלמדת על התשואה בעתיד. קרן המציגה עליונות במצב שוק מסוים עלולה להימצא בנחיתות כאשר מגמת השוק משתנה. בחן את תוצאות הקרן גם במצבי שוק אחרים ולאורך זמן. הקפד לוודא שבמהלך התקופה לא שינתה הקרן את מדיניות ההשקעות שלה.
- פרסום מיקום קרן ביחס לתשואתן של קרנות אחרות מתייחס לקבוצת קרנות שכולן באותו סיווג. בדוק אם הקבוצה ממוקדת והומוגנית או שמא הטרוגנית וכוללת בתוכה קרנות המשקיעות באפיקים שונים.
- שים לב לסיווג המס של הקרן. התשואה של קרן חייבת הנה תשואה נטו לאחר ניכוי מס, ואילו בקרנות אחרות ("פטורות") רווח ההון חייב במס.
- ולבסוף זכור: לכל השקעה יש מדד יחס. בחן את ביצועי הקרן לא רק יחסית לחברותיה בקבוצה אלא גם לעומת ביצועי מדדי ניירות הערך הרלוונטיים לקרן.



זמן קרנות

מאמר זה יעסוק בגורם הזמן והשלכותיו על ענף הקרנות בשני היבטים תפעוליים.

1. לפני מספר שנים חתם התובע-הכללי של מדינת ניו-יורק דאז, אליוט ספיצר, על הסדר פשרה עם קרן הגידור קנארי קאפיטל פארטנרס, שנחקרה על ידו בחשד לעסקאות לא חוקיות. לפי הסדר הפשרה, ייסגר התיק נגד קרן הגידור, ובתמורה תשלם הקרן 40 מיליון דולר קנס.

החקירה התמקדה, בין היתר, בנושא "סחר מאוחר". קרן הגידור רכשה קרנות נאמנות לאחר שנסגר המסחר היומי בבורסה, במחיר שנקבע להן באותו יום. כך יכלה הקרן ליהנות מהשפעותיו של מידע שפורסם לאחר המועד הקובע לצורך קביעת מחירן של קרנות אלה.

גם בשיטת השערוך של קרנות הנאמנות בישראל נקבע שווי נייר ערך הנסחר בבורסה על פי שער הסגירה שלו. יחד עם זאת, בחוק הקרנות נקבע מנגנון שתכליתו למנוע פעילות במתכונת שתוארה לעיל. המנגנון נסמך על שני היבטים:

1. "השעה היעודה" - מועד שנקבע בתשקיף הקרן כמועד שכל הוראה לרכישה או לפדיון יחידה המועברת עד לשעה זו תחייב או תזכה, לפי העניין, את חשבון הלקוח בהתאם למחיר שנקבע באותו יום מסחר. השעה היעודה נקבעת בזיקה לסוג הנכסים בקרן, על מנת למנוע ניצול מידע עודף ורכישה בשער ידוע. הוראה שתועבר בידי משקיע לאחר השעה היעודה תדחה את ההליך ליום המסחר הבא של הקרן.
2. העסקאות ביחידות הקרן אינן מתבצעות במישרין מול מנהל הקרן, אלא מול חברי הבורסה ובאמצעות מסלקת הבורסה לניירות ערך בתל אביב, המבצעת את העברות הכספים בתזמון המותאם לשעה היעודה.

2. נושא נוסף העומד בסימן זמן שמצאנו לנכון לסקור, בעקבות שאלות הנשאלות מעת לעת בעניין זה (במיוחד בקשר לימים ראשון ושלישי, שבהם החלק הכולל מידע אודות קרנות רבות ריק), הוא הבהרת הקשר שבין מועד פרסום מחירי קרנות הנאמנות בעיתונות הנפוצה לימי המסחר של הקרנות. לעניין זה, קרנות הנאמנות בישראל מחולקות לשתי קבוצות:

1. קרן שלפי מדיניות ההשקעות שלה עשויה להיחשף להשקעות בניירות ערך חוץ עד עשרה אחוזים מנכסיה ("קרן מוגבלת בניירות ערך חוץ");
2. אגד קרנות (קרן המשקיעה בקרנות בלבד) וכן קרן אשר לפי מדיניות ההשקעות שלה עשויה להיחשף בשיעור העולה על עשרה אחוזים מנכסיה להשקעות בניירות ערך חוץ ("קרן בלתי מוגבלת בניירות ערך חוץ").

ככלל, קרנות מחויבות לשערך את כל נכסיהן לפי שוויים בתום יום המסחר. אך הזמן, וליתר דיוק הפרשי הזמנים בין שעות המסחר של השווקים השונים, לצד אילוצי לוחות הזמנים של מערכות העיתונות, שהם האפיק המרכזי להעברת המידע אודות מחירי הקרנות היומיים לציבור, הביאו לגיבושו של הסדר במתכונת הבאה:



על מנת שקרנות מוגבלות בניירות ערך חוץ, שהן מרבית הקרנות, יוכלו לעמוד בהמצאת המידע על מחיריהן בסמוך לסיום המסחר בארץ, נקבע כי לגבי נכסים הנסחרים בחו"ל ובהתחשב בכך ששיעורם בקרן אינו עולה על עשרה אחוזים, הן ישוערכו על פי שוויים לתום יום המסחר שקדם ליום חישוב המחירים, ולגבי מדינות ששעונן מקדים את שעון ישראל - לתום אותו יום מסחר. מתכונת זו מאפשרת למנהלי הקרנות לחשב מחירים לקרנות אלה כבר בשעות הערב המוקדמות, ולהבטיח כי מחיריהם העדכניים יפורסמו כבר בעיתוני יום המחר ובאתרי האינטרנט בו ביום.

קרנות בלתי מוגבלות בניירות ערך חוץ מחויבות לשערך את כל נכסיהן לפי שוויים בתום אותו יום המסחר, ולגבי מדינות ששעונן מקדים את שעון ישראל, בכדי למנוע ניצול מידע עודף, לתום יום המסחר הבא במדינות אלה. בשל הפרשי השעות בין השווקים בחו"ל ובישראל, המידע הנחוץ לצורך שערך נכסי קרנות אלה אינו זמין בידי מנהל הקרן באותו יום, ומועבר למערכות העיתונים לצורך פרסום רק ביום המחרת. על כן, בניגוד לקרנות מהסוג הראשון, שמחיריהן מתפרסמים כאמור למחרת היום, מחירי קרנות בלתי מוגבלות בניירות ערך חוץ ומחירי אגדי קרנות מתפרסמים בעיתון לרוב כמצוין להלן, דבר המסביר גם מדוע לא מתפרסמים בעיתונים מחירים לקרנות אלה ביום ראשון וביום שלישי:

יום מסחר של הקרן	יום פרסום המחירים בעיתון
שני	רביעי
שלישי	חמישי
רביעי	שישי
חמישי	שני

"בלי נדר"

"קרן מחיר מיועד" הנה קרן שבמסגרת מדיניות ההשקעות שלה מתחייב מנהל הקרן לנהל את נכסי הקרן באופן שיושג מחיר פדיון מינימלי ביום מסוים. לצד ההתחייבות האמורה מצוין מנהל הקרן, שאין לראות באמור לעיל התחייבות להשיג את המחיר המיועד. סתירה? הבטחה "בלי נדר"?

איך זה עובד?

בקרן מחיר מיועד השגת מחיר הפדיון המינימלי ביום הקובע הנה עניין טכני הנובע מאופן הניהול של השקעות הקרן. לעתים דרך זו מעוגנת בנוסחה הכלולה בתשקיף הקרן. להלן דוגמה פשוטה להמחשה: כאשר רוכשים מלווה קצר מועד שמגיע לפדיון כעבור שנה במחיר 98 אגורות, יודעים שביום הפקיעה יתקבל בגין אותן 98 אגורות שקל אחד (תשואה של 2.04%). על בסיס זה (ובאופן דומה ובטכניקות מעט יותר מסובכות לגבי אפיקי ההשקעה האחרים) יכול מנהל הקרן לשאוף ברמת ודאות גבוהה (זכרו: לא להבטיח ולא להתחייב), כי משקיע הנכנס לקרן שמחיר היחידה שלה הוא 100 ישיג כעבור שנה מחיר של 102.04, מחיר הזהה לתשואה של המק"מ שהוחזק בקרן באותה עת. הדבר כמובן יכול להתקיים רק במצב שלא נגבה מהקרן



שכר מנהל ונאמן. אם נניח שכר מנהל של 0.2% ושכר נאמן של 0.05%, אשר שניהם יחד מנכים 0.25% מהתשואה הוודאית של המק"מ המוחזק, ובהינתן מרווח ביטחון נוסף שמנהל הקרן עשוי לקחת כדי לעמוד במחיר המיועד, הוא עשוי לקבוע מחיר של 101.5 לאחר שנה ולהצליח לעמוד בהתחייבות זו. נזכיר כי מכיוון שכניסת משקיעים חדשים ויציאה של משקיעים קיימים מתבצעת במחירי שוק ולא בערכי פדיון, ניתן להמשיך ולשמור על המחיר המיועד גם במצב של תחלופה ביחידות הקרן.

לאור הדוגמה הנ"ל ודאי תשאלו, "לשם מה אני צריך את זה?" הרי אפשר לקנות את המק"מ בשוק ולקבל 102.04 במקום 101.5. אם השכלתם לשאול את השאלה, קרנות אלה מן הסתם אינן מיועדות עבורכם (אתם פשוט צודקים); ובכל זאת יש לדבר סיבה:

אכן ניתן להשיג תוצאה דומה לתוצאה המובטחת בקרנות אלה, ולעתים אף עדיפה ממנה, באמצעות השקעה ישירה באיגרות חוב הנסחרות בשוק. ברם, הניסיון שנצבר מלמד שלמשקיע הלא מתוחכם, אשר משלם עלויות עסקה גבוהות ברכישה ישירה, ורוצה להשאיר לעצמו את האפשרות להשקיע לטווחים ארוכים, גם יותר משנה, עדיף לעתים להשקיע לא במישרין אלא באמצעות קרן נאמנות הקובעת מחיר מיועד.

קרנות המחיר המיועד מאפשרות למשקיע זה להיות נגיש להשקעה בנכסים סולידיים, תוך קבלת תשואות העדיפות במידה ניכרת, גם לאחר ניכוי דמי הניהול וההוצאות האחרות, על פני החלופות המוצעות בידי המערכת הבנקאית באמצעות הפק"מ, הפח"קים, הפצ"מים ותכניות חיסכון אחרות. מול אפיקים אלה, לבד מהתשואה העודפת, אשר עשויה להגיע לכדי אחוזים לשנה, נהנות הקרנות מנזילות מלאה וכן מהאפשרות להפיק רווח הון (ההפסד תחום במחיר הפדיון המינימלי/ המיועד).

באורח זה, גם בקרנות מחיר מיועד יש כדי לשפר את התחרותיות במערכת, ובעיקר לשפר את מצבו של המשקיע (בעיקר הקטן והלא מתוחכם) לעומת המצב הקיים. כל אלה משתלבים היטב במדיניות הנוכחית של הרשות לפיתוח שוק ההון ולהגדלת התחרותיות בו.

להלן מספר נקודות חשובות לסיכום הנושא הנדון:

- מבחינה פורמלית, בקרנות אלה אין התחייבות משפטית לעמוד במחיר הפדיון המיועד, אלא התחייבות לנהל את השקעות הקרן באופן מסוים שתכליתו, אם הכול יתנהל כשורה (כלומר, אם מנהל הקרן יפעל בהתאם למתכונת שקבע), להביא לתוצאה המצופה של עמידה ביעד.
- ניהול ההשקעות מתייחס לעמידה ביעד של השגת מחיר הפדיון המיועד ביום מסוים בלבד. במהלך התקופה עד לאותו יום עשויים מחירי הקרן להיות גבוהים או נמוכים ממחיר זה. המחיר המיועד משקף את ערך הפדיון של הנכסים; המחירים השוטפים משקפים ציפיות ושינויים בשווי הנגזרים מציפיות אלה. במילים אחרות - גם כשאתה יודע שבעוד חמש שנים תקבל 100 שקל, אתה צריך להביא בחשבון כמה יהיו שווים אותם 100 שקל בהתחשב בציפיות האינפלציוניות, בשערי הריבית ובתשואות הצפויות באפיקים החלופיים. כל זה באשר למחיר לא צמוד. לעתים מאפשר מנהל הקרן לעצמו, בנסיבות מסוימות, מנגנון מילוט בדרך של חלוקת תשלומים מנכסי הקרן (פדיון כפוי), כאמצעי להתמודד עם שינויים חדים בתשואות האג"ח. קרנות שבהן קיים מנגנון מעין זה הנן נחותות לעומת קרנות אחרות, מפני שהן מאפשרות למנהל הקרן שליטה בהיקף ההשקעה שלך שתיהנה מהתשואה המיועדת דווקא בתנאים קיצוניים של שינויים



חדים, שבהם היית מעוניין לשמור על השקעתך. מכל מקום, אין "ארוחות חינם", ובמצב שבו כל המנהלים משקיעים באותם נכסים, הם יקבעו מן הסתם יעדים שמרניים יותר. בדוק היטב בתשקיף הקרן!

- בחלק מהמקרים מגובה המידע אודות הניהול בנוסחה המופיעה בתשקיף הקרן. במקרה זה, השקיפות באשר לאופן ניהול תיק ההשקעות היא למעשה מוחלטת, ותוכל להתוודע אפוא באופן ייחודי להנחות מנהל הקרן ולדפוס התנהלותו היומיומית בקשר לניהול תיק ההשקעות שלך.
- עצה שנכונה כמעט בכל מקרה ובמקרה הזה במיוחד: שים לב למסלול המס של הקרן. בקרן חייבת התשואה הגלומה ביחס שבין מחירי הפדיון הנה תשואה נטו, לעומת קרן פטורה, שבה יש לנכות מרווח ההון מס בשיעור של 25%. אם מדובר באפיק השקעה שקלי, יש לשים לב לשני פרטים נוספים: המס בקרן הוא 25% על הרווח הריאלי, לעומת 15% על הריבית הנומינלית בהשקעה במישרין.
- וכלל ברזל שתקף גם הפעם: קרא בעיון את מדיניות ההשקעה לפרטיה לפני קבלת ההחלטה. בניגוד לכל מה שנאמר עד כה, הטקסט הזה הוא התחייבות משפטית "עם נדר".

חשיפה לצפון

כיום קרנות הנאמנות חייבות לתת ביטוי כמותי, במסגרת מדיניות ההשקעות שלהן, לפעילות בנגזרים (אופציות, חוזים עתידיים ומכירה בחסר). ב"ביטוי כמותי" אין הכוונה לשיעור השקעה מהשווי הנקי של נכסי הקרן, אלא בביטוי הפעילות האמורה במונחי חשיפה לנכס הבסיס.

הפעילות בנגזרים בקרנות משולבת לעתים בהשקעה בניירות ערך הדומים לנכס הבסיס של הנגזרים בהם הקרן פועלת (אופציות על מדד ת"א 25 לצד השקעה במניות ת"א 25; אופציות שקל-דולר לצד השקעה באיגרות חוב צמודות לדולר וכדומה), אך לא תמיד (נכסים לא צמודים ונגזרים הם צירוף נפוץ למדי. על הסיבה לכך - בהמשך).

הגדרת פעילות הקרן בנגזרים במונחי חשיפה במסגרת מדיניות ההשקעות מגדילה את השקיפות באופן מהותי, במיוחד לאור העובדה שלמידע אודות שווי האופציות המוחזק בקרן, כמידע יחיד, אין כל משמעות מהותית.

על מנת להמחיש קביעה זו נשתמש בדוגמה הבאה, שתלווה אותנו גם בהמשך: החזקת אופציות על מדד ת"א 25 בשיעור של 5% מהשווי הנקי של נכסי הקרן עשויה להיות שקולה להחזקת כ-5% מנכסי הקרן במניות ת"א 25, אם האופציות הנן "עמוק בכסף" (CALL 001, למשל), אך עשויה, מבחינת ההשפעה על התנודתיות הצפויה בקרן, להיות שקולה ל-200% מניות ואף יותר (דוגמה מספרית - בהמשך) כאשר האופציות הנן "מחוץ לכסף". עובדה זו מאפשרת את אסטרטגיית הפעילות של קרנות "חשיפה כפולה", הידועות גם בשמות כגון "כפליים", "פי 2", "פי 3" ועוד.

חישוב החשיפה בקרנות הנאמנות מתבצע על ידי המרת שווי האופציה למונחי נכס בסיס. מבלי להיכנס לפרטים (ויש לא מעט ספרות מקצועית בנושא), ההמרה האמורה מאפשרת



לתרגם השקעה של סכום כלשהו באופציות להשקעה בסכום אחר בנכס הבסיס של האופציה. הדבר נעשה באמצעות הכפלת הדלתא של האופציה בשווי נכס הבסיס שלה. הדלתא הינה נתון אשר מבטא את השינוי במחיר האופציה הנגרם משינוי של נקודה במחיר נכס הבסיס. כך, ככל שהדלתא של האופציה קטנה יותר בערכה המוחלט, האופציה צפויה לשקף פוטנציאל תנודתיות גבוה יותר יחסית לנכס הבסיס (דלתא 1 משקפת תנודתיות ומתאם הזהים לנכס הבסיס). לאופציות שהן "עמוק בכסף" יש דלתא קרובה ל-1, וכך גם לחוזה עתידי (חשיפה בגין חוזה עתידי היא שווי נכס הבסיס שלו). לאופציות שהן "מחוץ לכסף" יש דלתא קרובה לאפס. סימן הדלתא משקף את כיוון ההשפעה (סימן חיובי באופציות CALL מוחזקות, באופציות PUT שיוצרים ובחוזה עתידי שרוכשים, וסימן שלילי באופציות PUT מוחזקות, באופציות CALL שיוצרים ובחוזה עתידי שיוצרים).

לצורך המחשה, להלן דוגמה מספרית: נניח שמדד ת"א 25 עומד כעת על 100 נקודות (כלומר, שווי נכס הבסיס של האופציה הנו 10,000 ש"ח). לפיכך, החזקה של אופציות CALL 105 הפוקעת בסוף החודש, עם ערך דלתא של 0.47, שקולה באותו רגע להחזקת סל מניות ת"א 25 בשווי 4,700 ש"ח ($10,000 * 0.47$). כל זה באמצעות אופציה אחת, ששוויה בשוק באותו רגע 250 ש"ח בלבד.

דוגמה זו ממחישה שוב את חוסר הרלוונטיות של שיעור ההשקעה כאשר מדובר באופציות, שכן החזקה של אופציה זו, אופציה ממוצעת ו"קרובה לכסף", בשיעור של כ-5% מהשווי הנקי של נכסי הקרן ($250/4700$), שקולה להחזקת 100% מנכסי הקרן במניות ת"א 25.

להלן מספר דברים שיש לדעת בנושא זה:

- מתן הגילוי אודות הפעילות במונחי חשיפה מגדיל את השקיפות באשר לפעילות מנהל הקרן בנגזרים וההשלכות הצפויות לה במונחי תנודתיות ביחס לתנודתיות נכס הבסיס של הנגזרים (חשיפה של 200% למדד ת"א 25, למשל, מהווה אינדיקציה לכך שביום שבו המדד יעלה ב-1%, צפויה הקרן לעלות בכ-2%, ולהפך).
- בשל השינויים התכופים בערכי הדלתא של האופציות, כתוצאה מהשינויים במאפייני האופציה לעומת נכס הבסיס לאורך זמן, וכן כתוצאה מפגיעתן של האופציות מעת לעת (בארץ עיקר המסחר מתרכז באופציות הקצרות - עד חודש לפני הפקיעה), שמירה על רמת חשיפה קבועה לאורך זמן מחייבת תחלופה גבוהה בתיק האופציות, אשר עשויה להיות כרוכה בתשלום עמלות מנכסי הקרן, במידה ומנהל הקרן לא נושא בעמלות אלו מאמצעיו (לעניין זה, ראה גם המאמר "כמה זה עולה לי?").
- חשיפה בשיעור 0% ("דלתא-ניוטרל") אינה מייצגת בהכרח סיכון נמוך, אלא חשיפה נמוכה לתנודתיות של נכס הבסיס. לפיכך, אם נכס הבסיס יישאר ללא שינוי בתקופה שבה ננקטת האסטרטגיה האמורה, עלולים בנסיבות מסוימות להיגרם לקרן הפסדים לא מבוטלים, למשל כפועל יוצא מהפסד הפרמיות ששולמו על מנת ליצור את החשיפה הנ"ל.
- המנוף הגלום בפעילות באמצעות נגזרים מאפשר פינוי מקורות מנכסי הקרן להשקעה בנכסים מניבי ערך מוסף בסיכון נמוך (תמהיל של 5% אופציות על מדד ת"א 25 בחשיפה של 100% ו-95% באג"ח שקליות עשוי להניב, בנסיבות מסוימות, תשואה עודפת על פני תשואתה של קרן המשקיעה את כל נכסיה במניות ת"א 25). נקודה זו מקבלת ביטוי



מובהק באסטרטגיות מסוימות (חוזים סינטיים, חשיפה חיובית באמצעות יצירת אופציות ומכירה בחסר של ניירות ערך, למשל), כשהחשיפה חיובית או שלילית, לפי העניין, ממומנת ממקורות חיצוניים (תקבולי פרמיות בגין יצירת אופציות).

- הפעילות בחשיפה מאפשרת מתאם גבוה למדדים מרובי נכסים (2000 Russell, S&P 500 ו-נאסד"ק 100, למשל) ללא צורך לנהל תיק נכסים מורכב. לדבר משמעות מיוחדת בקרן קטנה, בשל מגבלות ניהול ופיזור, אך בעיקר בשל עלויות עסקה הכרוכות ברכישה של ניירות ערך בחו"ל בשווי כספי נמוך.
- פעילות בחשיפה למדדי ניירות ערך בחו"ל מאפשרת ניהול תיק מחקה אינדקס בנטרול השפעות מטבע (קרן שאינה חשופה לפעילות בנגזרים, המשקיעה 100% במניות נאסד"ק תעלה או תרד בהתאם לשינויים בשער החליפין של הדולר גם כאשר מדד הנאסד"ק נשאר ללא שינוי).
- המתאם בין החשיפה המחושבת לנכס הבסיס לבין תוצאות הניהול מותנה בתקפותו של מודל B&S (Black & Scholes). בבסיס המודל עומדת נוסחה תיאורטית לתמחור אופציות. חלק מהנחות המודל אינן מתקיימות במציאות. יחד עם זאת, העובדה שמרבית הפעילים, בארץ ובעולם, פועלים על פיה לצורך תמחור האופציות מקנה לה תוקף ורלוונטיות.

מאמר זה נועד לשפוך אור על הצפון בפעילותן של קרנות הנאמנות הפועלות באמצעות נגזרים. אין באמור לעיל משום המלצה או קביעת עמדה באשר לפעילות האמורה. הרחבת הידע בתחום הנגזרים מומלצת גם למי ששוקל פעילות בתחום באמצעות קרן ולא במישרין, ועשויה לאפשר את הבנת הנושא שנסקר במאמר זה באופן יסודי ומעמיק יותר.

"חתול בשק"

לרשות ניירות ערך מגיעות מעת לעת פניות של משקיעים החשים פגועים בעקבות השקעותיהם בקרנות. מדובר למשל בהשקעה בקרן ש"לא סיפקה את הסחורה" במקרה הטוב ("קניתי לפני חודש קרן ביומד. מדד הביומד עלה ב-5% והקרן ירדה ב-2%..."), או במקרה הפחות טוב - גרמה להפסדים ניכרים כתוצאה מסיכונים שהמשקיע לא היה ער לקיומם במועד הרכישה ("קניתי קרן שקלית והפסדתי תוך שלושה שבועות 2%...").

בהנחה שאנו מצמצמים את הדיון לתוצאות השקעה שאינן פועל יוצא של הפרת חוק, קיימים בשוק ההון שני אמצעים שאמורים למנוע מקרים טיפוסיים של "קניית חתול בשק":

1. הגילוי הנאות הוא מכלול האמצעים והמידע המיועדים להביא למצב שכל פרט הנחוץ להשקעה מושכלת יהיה נגיש לציבור. מדובר במערך שלם של דיווחים שמנהל הקרן והנאמן מחויבים בהגשתם באופן שוטף מכוח הוראות החוק. דיווחים אלה מתפרסמים באופן רציף במגנ"א - מערכת גילוי נאות אלקטרונית - בכתובת www.magna.isa.gov.il. זהו אתר אינטרנט הפתוח לכלל הציבור ומקיף את כל הדיווחים והתשקיפים, וכן פורסם כלי אחזור וניתוח מידע. יחד עם זאת, העדר תחכום, כלים או מוטיבציה בידי המשקיע לעבד



את המידע האמור מביא לכך שבמרבית המקרים עליו להסתייע באמצעי נוסף - יועץ השקעות.

2. יועצי השקעות אמורים לסייע למשקיע הנבון לבחור באמצעי ההשקעה המתאימים לו. ייעוץ ההשקעות מרוכז רובו ככולו במערכת הבנקאית. יועצי ההשקעות בבנקים הינם אנשים מקצועיים, שבידיהם להסביר למשקיע את מהותה של הקרן שבה בחר.

לאור האמור לעיל, יש חשיבות מיוחדת לנקיטת כללי הזהירות שלהלן. הכללים תקפים בעת קבלת ייעוץ ואף לצורך קבלת החלטת השקעה באופן עצמאי, בשינויים המחויבים, כמובן:

- הגדר באופן מדויק את צרכיך, את תכלית ההשקעה וטווח ההשקעה ומהי רמת הסיכון המתאימה לך.
- ברור מתוך רשימת הקרנות את המועמדות האפשריות (אל תסתפק באחת).
- קרא את מדיניות ההשקעות של הקרן לפרטיה, וודא כי היא מובנת לך (אם לא, בקש סיוע מקצועי). בחן פרמטרים נוספים, כדוגמת ביצועי הקרן בעבר בתנאי שוק משתנים, תנודתיות מחירי הקרן, המשתקפת בסטיית התקן שלה, דירוג הקרן, אם הוא מתבצע בידי גופים מקצועיים, דמי הניהול, המוניטין של מנהל הקרן וכו'.
- מנהלי הקרנות מרכזים מאמצי שיווק ניכרים בימים הראשונים להצעת יחידותיה של כל קרן חדשה. הבא זאת בחשבון כאשר פונים אליך בהצעה לרכישה, וזכור: בניגוד לקרן קיימת, לקרן חדשה אין עבר, או שהעבר אינו רלוונטי, במקרה הטוב, אם לא מדובר באמת בקרן חדשה אלא בקרן קיימת שעברה "רענון" ו"פתיחת דף חדש" באמצעות שינוי השם ומדיניות ההשקעות.
- קרן ההשקעות היא מוצר המפוקח באופן הדוק ביותר. ההשקעות בכל הקרנות רשומות על שם נאמן הקרן ולא על שם המנהל. המנגנונים הקבועים בחוק נועדו להבטיח כי גודל מנהל הקרן לא ישפיע על רמת "הביטחון" שברכישת קרן אחת לעומת אחרת.
- שים לב לגורמי סיכון בהשקעות הקרן, ובמיוחד למידת המובהקות של השקעותיה. להלן מספר דוגמאות מייצגות לטעויות נפוצות:
 1. קרן שכל השקעותיה באג"ח לא צמודות אינה כמו קרן שמרבית השקעותיה באפיק זה.
 2. קרן מחקה מדד (שייעודה השגת תוצאות דומות למדד מסוים) משמעה ניהול פסיבי של השקעות. זאת לעומת קרן אחרת שעשויה להשקיע במדד האמור ללא התחייבות לתמהיל השקעות.
 3. קרנות החשיפה הגבוהה ("כפליים", "פי 3", "אגרסיבית", "אסטרטגיות" ואחרות) עשויות לגלות ביצועים גבוהים ומאידך, בתקופות מסוימות עלולות לגרום למשקיעים באמצעותן להפסידים מהותיים (לעניין זה ראה גם את האמור במאמר "לקרן יש פרופיל", שפורסם באתר זה).
 4. רצוי שלא להסתמך על ביצועי הקרן בטווח הקצר בלבד, כבסיס יחיד לקבלת החלטת השקעה (ה"כוכבית"...). יש לבחון את התנהלות הקרן במונחי תשואה וסיכון גם לתקופות ארוכות משנה.



- ודא כי מסלול המס של הקרן מתאים לך (לעניין זה ראו גם את המאמר "החייבת והפטורה", המתפרסם באתר זה).
- כל האמור במאמרים "מה מסתתר מאחורי הכוכבית", "כמה זה עולה לי" ו"בעזרת השם", שפורסמו בחוברת זו, תקף גם לעניין הנדון.
- בצע את ההשקעה רק לאחר ששוכנעת כי היא מתאימה לך.

"תצא בחוץ"

מיקור חוץ (Outsourcing) של ניהול תיק ההשקעות של קרן הנו תופעה שצברה בשנים האחרונות תאוצה. יש המכנים קרנות הפועלות בהסדרים במתכונת שתואר להלן גם קרנות "הוסטינג". מה זה אומר? למה זה קורה? למי זה כדאי? הסברים להלן:

על פי חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994 (להלן - "חוק הקרנות"), מנהל קרן הנו חברה שעיסוקה הבלעדי ניהול קרנות נאמנות, גוף שלכאורה כל מומחיותו אמורה להתמקד אך ורק בתחום זה. למרות זאת, לעתים מוצא מנהל הקרן לנכון להפקיע מידי את האלמנט היסודי ביותר, השליטה בפועל על ניהול תיק הנכסים של הקרן, ולהפקידו בידי גורם חיצוני (מנהל תיקים בעל רישיון). את תמורת השירות האמור משלם מנהל הקרן מאמצעיו, כאשר את שכרו הוא גובה מהקרן. לרוב מדובר במרבית שכרו או כולו. פילנתרופיה בהתגלמותה? לא בדיוק.

קיימים מספר טעמים להתקשרות האמורה:

1. **מיקור חוץ בעל משמעות ארגונית לצורך חיסכון בעלויות** - כאשר מנהל הקרן אינו מעוניין להשקיע משאבים בפיתוח כפל תשתיות לניהול תיקים ומחקר כלכלי עצמאי, לרוב מפני שיש חברה קשורה (וכמעט תמיד יש כזו) שעוסקת בניהול תיקי השקעות ובה כבר קיימות תשתיות אלה. למקרה זה יש משמעות פחותה מבחינת המשקיע לעומת שאר המקרים.
2. **מיקור חוץ לצורך רכישת מומחיות מסוימת החסרה למנהל הקרן** - מנהל קרן המעוניין לרכוש מומחיות חדשה בתחום מסוים, בדרך כלל בהשקעות מחוץ לישראל ולעתים בהשקעות בתחום הנגזרים, מתקשר בהסכם עם גוף בעל מומחיות בתחום נשוא ההתקשרות (בדרך כלל עם חברה לניהול תיקים). אחת הדרכים לזהות קרנות המשתייכות לקבוצה זו (לבד מקריאת תשקיף הקרן, כמובן) הנה שם הקרן.
3. **הכנסה למנהל הקרן** - התקשרות כאמור יוצרת למנהל הקרן מקור הכנסה נוסף.
4. **יצירת תשתית של מנהל התיקים החיצוני בהוסטינג להרחבת פעילותו בתחום ניהול התיקים באמצעות קרנות** - קרן נאמנות הנה פלטפורמה נוחה ביותר לניהול משותף של השקעות, הן מבחינה תפעולית והן מסיבות הקשורות במיסוי. חלק מהכספים המנוהלים בקרן שייכים ללקוחותיו של מנהל התיקים החיצוני ובנוסף, ההתקשרות לניהול בהוסטינג מאפשרת למנהל תיקים תחליף להקמת חברה לניהול קרנות תוך חיסכון ניכר בעלויות. בהקמה של קרן ראשונה יש הוצאות תקורה ניכרות - מנגנון תפעולי, דירקטוריון, הוצאות ביקורת וכו'.



על פי רוב, מנהלי הקרנות מקפידים לכלול את שמם בשם הקרן (וראה גם את המאמר "בעזרת השם - או אקטיבי זה גם אטרקטיבי"). במקרה זה, הם יידרשו לתת ביטוי כזה או אחר בשם הקרן גם לזהותו של המנהל החיצוני.

כל ההסדרים המתוארים לעיל, "מעניינים" ככל שיהיו, מותרים על פי חוק הקרנות. יחד עם זאת, חשוב שהמשקיע ידע מי מנהל את תיק הנכסים של הקרן בפועל (כל המידע - בתשקיף הקרן), ויהיה מודע לכך כי לפי הוראות סעיף 86 לחוק הקרנות שרלוונטי לענייננו -

"נאמן או מנהל קרן אינם רשאים לאצול מסמכויותיהם או להעביר מחובותיהם לפי חוק זה; **העסקת אדם על ידי נאמן או מנהל קרן, לא תחשב כאצילת סמכויות או כהעברת חובות, ולא תגרע מאחריותם כלפי בעלי היחידות**". ובמילים אחרות, מבחינתכם גם כשניהול הנכסים מבוצע בידי גורם חיצוני וגם כאשר לקרן קוראים על שמו של מנהל תיקים זה, לכם יש כתובת אחת - מנהל הקרן.

כמה זה עולה לי?

שוקל השקעה בקרן נאמנות ורוצה לדעת כמה זה יעלה לך? מה משלמים ולמי? להלן החשבון:

1. תשלום למנהל הקרן

התשלום בנוי ממרכיבים שונים.

עבור כל סוגי הקרנות:

1. דמי ניהול קבועים - מרכיב עיקרי משכר מנהל הקרן, אשר נע כיום לרוב בטווח שבין 0% ל- 3.5% לשנה משווי נכסי הקרן, ונקבע על ידי מנהל הקרן בהתאם לסוג הקרן וגודלה (במרבית המקרים, פחות מאחוז אחד). רכיב מהותי זה נגבה באופן שוטף מנכסי הקרן, ולמעשה גורם להפחתת התשואה של הקרן. עם זאת, מכיוון שמחירי הקרן מחושבים לאחר ניכוי שכר המנהל, התשואה המחושבת ללקוח היא נטו, כלומר לאחר חישוב דמי הניהול.

2. ה"הוספה" היא תשלום המתווסף במועד הרכישה למחיר היחידה כשיעור מעלות הרכישה, ואשר נע לרוב בין 0% ל- 0.5%, אך עשוי לעיתים להיות גם גבוה משיעורים אלה. עמלת הוספה אינה נפוצה כיום. במקרים בהם קיימת הוספה, יכול משקיע זכאי להנחה מתשלום זה, אם מנהל הקרן הודיע כי הוא מעניק הנחות למי שעומד בקריטריונים מסוימים שקבע ופרסם, ואותו משקיע עומד בהם.

בקרן מחקה בלבד:

3. דמי ניהול משתנים - מרכיב נוסף בשכר מנהל הקרן הרלוונטי בקרנות מחקות בלבד, ככל שמנהל הקרן קבע כי הוא גובה אותם. דמי ניהול אלו עשויים להתווסף על דמי הניהול הקבועים והינם מוגבלים לשיעור שנתי של עד 0.3% משווי נכסי הקרן, בהתאם לסוג נכס המעקב. דמי הניהול המשתנים מייצרים גם התחייבות של מנהל הקרן למשקיע בגבולות שהוגדרו מראש, ומביאים לכך שהפרשי עקיבה שליליים או חיוביים יתכנסו לתוצאה (תשואה) המשקפת את תכלית הקרן להשיג תוצאות זהות למדד הנעקב. (להרחבה על דמי הניהול המשתנים ראה מאמר "מה נשתנה? דמי ניהול משתנים").



2. תשלום לנאמן

שכרו משולם באופן דומה לשכר מנהל הקרן ונע בין 0% ל- 0.1% לשנה.

3. תשלום לקרן עמלת יצירה ופדיון - קרן סל היא קרן סגורה נסחרת ולכן קניה ומכירה של יחידותיה אפשרית בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. למחזיק יחידות בקרן קיימת גם האפשרות לפדות או ליצור יחידות שלא דרך המסחר בבורסה אלא מול מנהל הקרן, במחיר הנגזר משווי הנכסים בקרן. פדיון או יצירה של יחידה של קרן סל כרוכים בתשלום עמלת פדיון או יצירה, בשיעור שנע בין 0.1% ל- 0.3% בהתאם לסוג נכס המעקב.

4. תשלום לסוכן ניירות הערך של הקרן ו/או בנקאי הקרן

קרן מבצעת באופן שוטף עסקאות בנכסיה, ועבור ביצוע עסקאות אלה משולמות עמלות. בשנים האחרונות נפוצים ברוב הקרנות הסדרים שבהם העמלות בהן חייבת הקרן, משולמות בידי מנהל הקרן ולא מנוכות מנכסי הקרן. הדבר אטרקטיבי בעיקר למשקיעים לטווח קצר (מחיר יחידה = מחיר פדיון), ובמיוחד בקרנות המאופיינות בפעילות רבה בנכסים שהעמלה המשולמת עבורם גבוהה יחסית, כגון אופציות או ניירות ערך חוץ. בקרנות אלו יש לשים לב אם הפטור מעמלות, עליו מצהיר מנהל הקרן, חל על כל סוגי הנכסים בקרן (אופציות למשל).

5. תשלום למפיץ אשר באמצעותו נרכשות ומוחזקות יחידותיהן של קרנות הנאמנות:

1. "דמי שמירה" (עמלה זו נקראת גם "דמי ניהול חשבון ני"ע" או "דמי משמרת") הוא תשלום המשולם למפיץ, בדרך כלל בנק, עבור השירות של "שמירת" יחידות הקרנות (או כל ני"ע אחרים) בחשבון הבנק. מדובר בעמלה בשיעור שיכול לנוע בין 0.1% ל- 0.8% לשנה מהשווי הכספי של יחידות הקרן המוחזקות. חשוב לדעת - כדאי להתמקח ולפעול להפחתת עמלה זו (לדוגמה, ישנם חברי בורסה שאינם בנקים שמציעים חשבונות ללא דמי שמירה). עבור החזקה בקרן כספית לא תיגבה עמלה מסוג זה.

2. עמלות הפצה - ביחס לקרנות שאינן קרנות מחקות, קרי קרנות בניהול אקטיבי, מנהלי הקרנות קשורים עם הבנקים בהסכמי הפצה, במסגרתם משולמים על ידם לבנקים עמלות הפצה בהתאם לסוג הקרן, והכל כפי שנקבע בחוק. אם בנק מוכר קרן שבניהולו של מנהל קרן שלא התקשר עמו בהסכם הפצה, הוא רשאי לגבות את העמלה (בשיעור שנע בין 0.1% עד ל- 0.35% לשנה בהתאם לסוג הקרן) ישירות מהלקוח. **נכון למועד זה, אין מנהל קרן ישראלי שלא חתום על הסכם כאמור, ולכן עמלות אלו אינן נגבות מהלקוח.**

3. עמלות קנייה ומכירה בקרן סל נסחרת - בניגוד לקרנות שיחידותיהן לא נסחרות בבורסה ושאין קרנות מחקות, בקרן מחקה או בקרן נסחרת המשקיע משלם עמלות קנייה ומכירה לבנק או לגוף אחר שבו מתנהל חשבוננו עבור רכישה ומכירה של יחידות קרן (זאת בנוסף על ההוספה הנזכרת לעיל). שיעור העמלות נקבע במסגרת ההסכמים שבין הלקוח לאותו בנק או גוף, ואינו קשור למנהל הקרן. חשוב לדעת: ניתן להתמקח במטרה להפחית את שיעורי עמלות הקנייה והמכירה.



6. תשלום למס הכנסה

תשלומי המס (הרחבה בעניין זה ראה במאמר "**החייבת והפטורה**" המפורסם באתר) נקבעים בהתאם להגדרת הקרן. ככלל:

1. בקרן חייבת, שבה מנוכים תשלומי המס מנכסי הקרן, לא משולם מס בעת מימוש היחידה על ידי המשקיע.

2. בקרן פטורה, שבה לא מנוכים תשלומי מס מתוך הקרן, משולם מס בעת מימוש היחידה אם נוצר רווח (25% מהרווח הראלי, על פי הגדרתו בפקודת מס הכנסה). מרבית הקרנות הן קרנות פטורות.

מספר הערות חשובות לסיום:

1. בתשקיף הקרן ובדיווחים המיידים (ראו באתר **מגנ"א** של רשות ניירות ערך, שכתובתו www.magna.isa.gov.il) ניתן למצוא את כל המידע בנוגע לעלויות בפועל של קרן ספציפית.

2. ניתן לרכוש כל קרן אצל כל מפיץ.

3. מי שתיק ההשקעות שלו מנוהל בידי מנהל תיקים וכולל קרנות, נושא כיום בעלויות האמורות כמו כל משקיע אחר, גם כאשר מנהל התיקים אינו גובה שכר עבור רכיב זה בתיק ההשקעות. כדאי לשים לב ולהשוות עלויות - במיוחד כאשר מדובר בקרן נאמנות המנוהלת בידי צד קשור לחברה לניהול תיקים.

4. תשואת הקרן היא בניכוי העלויות השוטפות. העלויות המתוארות לעיל אינן אמורות להוות שיקול יחיד ובוודאי לא שיקול מרכזי בבחירת קרן, אלא להשתקלל במכלול השיקולים, לפי העניין.

5. למידע סטטיסטי אודות שכר מנהל הקרן בקנות נאמנות בישראל - **לחץ כאן**.



מה נשתנה? דמי ניהול משתנים

מטרתה של קרן מחקה היא השגת תשואה זהה למדדים הקיימים בשוק. קרן מחקה אינה מבטיחה למשקיע את תשואת המדד, אך מחויבת לעשות את מירב המאמצים להשיגה. תשואת הקרן בפועל יכולה להיות גבוהה מתשואת המדד או נמוכה ממנו. הפער בין תשואת הקרן לתשואת המדד נקרא "הפרש עקיבה". הפרש זה יכול לנבוע בין השאר מדמי ניהול קבועים ועלויות נוספות הכרוכות בפעילות הקרן, ונפרעות ממנה.

מנהל הקרן רשאי לקבוע בקרן מחקה **דמי ניהול משתנים**, העשויים להתווסף על דמי הניהול הקבועים או להתקזז איתם. זהו אחד המרכיבים בשכר שמקבל מנהל קרן והוא מוגבל בדין עד לשיעור של 0.3% לשנה משווי נכסי הקרן כתלות בסוג הקרן: עבור קרן העוקבת אחר מדדי אג"ח ישראליות ומדדי מניות ישראליות המאופיינים בסחירות גבוהה, שיעור מרבי לדמי הניהול המשתנים יהיה 0.1% ואילו עבור מדדי מניות אחרים, השיעור המרבי נע בין 0.2%-0.3%. דמי הניהול, קבועים ומשתנים, מחושבים לשנה קלנדרית.

מנגנון **דמי הניהול המשתנים** מאפשר למנהל הקרן לגבות "דמי הצלחה" כאשר ישנו פער חיובי בין תשואת הקרן לתשואת המדד וזאת מעבר לשכר השנתי הקבוע בקרן. פער זה נקרא "הפרש עקיבה חיובי". אך המנגנון מהווה גם רצועת ביטחון למצב בו תשואת הקרן נמוכה מתשואת המדד ("הפרש עקיבה שלילי"). במצב זה, מנהל הקרן ישלם את הפער השלילי שנוצר (עד לשיעור שנקבע) כדי למזער את הנזק שנוצר למשקיע. רצועת הביטחון שנוצרת, מקיימת את תכלית המוצר, שהיא תוצאה (תשואה) המשקפת עד כמה שניתן את תשואת המדד.

מבולבלים? להלן דוגמה שתעשה סדר במספרים:

מנהל הקרן מגדיר מראש בקרן את שיעור דמי הניהול המשתנים. כך למשל, בקרנית סל A, דמי הניהול המשתנים עומדים על 0.3%. נניח כי ערך המדד בסוף התקופה הינו 100. נבדוק את שווי הקרן ונשווה אותה למדד:

- **במידה ותשואת המדד זהה לתשואת הקרן, לא יגבו דמי ניהול** משתנים. קרן בשווי 100, הראתה בסוף תקופה תשואה חיובית של 0% (כלומר הערך הנקוב הינו 100), לא ישולמו דמי ניהול משתנים.

- **במידה ותשואת הקרן גבוהה מתשואת המדד, נבדוק מהו שיעור הפרש העקיבה החיובי:**

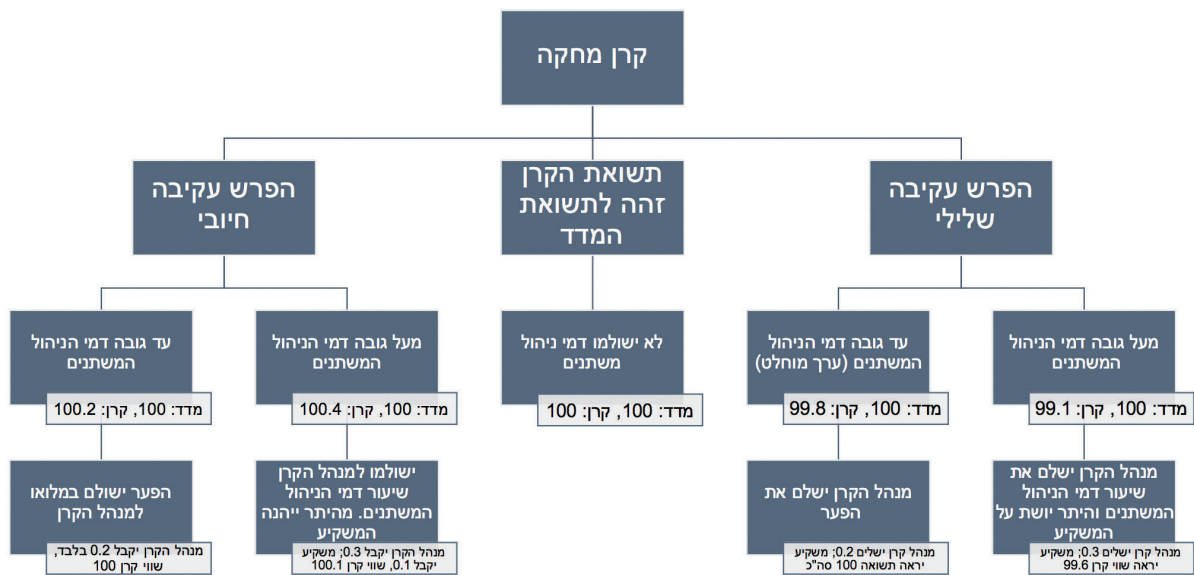
- **אם הפער הינו עד לגובה דמי הניהול המשתנים (0.3%),** דמי הניהול המשתנים שיקבל מנהל הקרן הינם כגובה הפרש העקיבה. בקרן שהשיגה תשואה של 0.2% (כלומר ערך נקוב 100.2), הפרש העקיבה חיובי ושיעור של 0.2%. דמי הניהול המשתנים שישולמו למנהל הקרן הינם **בגובה הפרש העקיבה**. שווי הקרן יעמוד על 100 בסוף התהליך.

- **אם ההפרש גבוה מדמי הניהול המשתנים (0.3%),** דמי הניהול המשתנים שייגבו מהמשקיע הינם 0.3% בלבד ומהיתרה ייחנה המשקיע. בקרן שהראתה תשואה חיובית של 0.4% (כלומר ערך נקוב 100.4), הפרש העקיבה הינו בשיעור של 0.4%. דמי הניהול שייגבו הינם 0.3 (גובה דמי הניהול המשתנים) והמשקיע ייחנה מ 0.1. כלומר שווי הקרן 100.1.



• במידה ותשואת המדד גבוהה מתשואת הקרן נבדוק מהו הפרש העקיבה השלילי:

- אם ההפרש הינו עד לגובה דמי הניהול המשתנים (0.3% בערך מוחלט) מנהל הקרן ישלם לקרן את גובה הפרש העקיבה.** קרן שהראתה תשואה של 99.8, היא קרן שהפרש העקיבה שלה הינו 0.2%. מנהל הקרן ישלם לקרן את הפער בגובה 0.2 וזוהי רצועת הביטחון של המשקיע. בפועל, עד שיעור של 0.3%, המשקיע כלל לא ירגיש שהיה פער שלילי לעומת המדד משום שמנהל הקרן התחייב להשלים את הפער הזה לטובת המשקיע.
- אם ההפרש גבוה מדמי הניהול (0.3%), מנהל הקרן ישלם לקרן 0.3%.** ביתרה יישא המשקיע. קרן שהראתה תשואה של 99.1, היא קרן שהפרש העקיבה שלה הינו 0.9%. מנהל הקרן ישלם לקרן את הפער בגובה 0.3 ואילו ביתרה (0.6) יישא המשקיע בעצם כך שמחיר היחידה בקרן יגלם הפסד תשואה. זוהי ההשתתפות של המשקיע בהפסד של הקרן המהווה חלוקת סיכון בין מנהל הקרן למשקיע.



החייבת והפטורה

ההיבטים השונים הקשורים במסלולי המס של הקרנות ומשמעותם

קרנות הנאמנות נחלקות לשני מסלולי מס עיקריים:

1. קרן חייבת, שבה כל המס מנוכה מנכסי הקרן באופן שוטף בשל רווחי הון במכירת נכסים של הקרן, בהתאם לסוג הנכסים המוחזק בה, ולא משולם מס בעת מימוש היחידה (קבוצה זו מהווה כ- 2.5% מהקרנות הפעילות בענף, וחלקה הולך וקטן לאורך זמן). שיעור המס משתנה, ככל שמדובר בנכס ישראלי או זר (בארץ מדובר בשיעור שנע בין 15% ל-25%, תלוי בסוג הנכס).

2. קרן פטורה, שבה כל המס נגבה מהלקוח בעת מימוש היחידה (25% מהרווח הריאלי כהגדרתו בפקודה) ולא מנוכה מס מנכסי הקרן (קבוצה זו מהווה כ-97.5% מהקרנות הפעילות בענף; קרנות חדשות שנוספות משתייכות בדרך כלל למסלול זה). יצוין שגם בקרן פטורה עשוי להיות מנוכה מס מנכסי קרן ככל שמוחזקים בה נכסים זרים.

בעבר סברו משקיעים רבים כי בשל העובדה שבמועד המימוש של יחידות הקרן לא מתבצע חיוב של המשקיע במס, או אז "בקרן חייבת לא משלמים מס, ולכן היא הטובה ביותר למי שלא מעוניין להתעסק עם רשויות המס". אמירה זו כוללת בחובה הנחות מוטעות בנוגע לחבות המס ו"לחובת החיכוך" עם רשויות המס, שכן במרבית המקרים דווקא ההפך הוא הנכון, וחיוב המס בפועל בקרן חייבת דווקא עשוי להיות גבוה יותר. להלן הסיבות:

1. בקרן חייבת, בניגוד לקרן הפטורה, לא ניתן לקזז הפסדי הון ורווחי הון. אפשרות הקיזוז חשובה במיוחד כאשר תמהיל ההשקעות של המשקיע כולל לצד האפיק הסולידי גם קרנות או ניירות ערך בעלי סיכון.

2. בקרן חייבת, בניגוד לקרן הפטורה, מס בשל רווחים פירותיים (מריבית ודיבידנד) משולם בנפרד, ולא ניתן לקיזוז מול הפסדי הון על ניירות ערך בקרן. בקרן פטורה התקבולים החייבים (וההפסדים המזכים) מתבטאים במחיר הפדיון של הקרן וממוסים נטו על ידי בעל היחידה, ולפיכך מתאפשר בפועל קיזוז.

3. המס בקרן חייבת משולם באופן שוטף ומחויב בשל כל עסקה בנכסיה, בניגוד לקרן הפטורה, שבה המס מנוכה רק במועד המימוש של יחידות הקרן (משמעות מצב זה באה לידי ביטוי קיצוני בקרן שבשנה הראשונה מרוויחה ומממשת את נכסיה ובשנה השנייה מפסידה סכום זהה).

4. אוכלוסיות הזכאיות לפטור מיוחד ממס (לא תושבי חוץ), כגון גמלאים הזכאים לניכוי מס, אינם יכולים לקבלו באמצעות השקעה בקרן חייבת, אך יכולים לקבלו בקרן פטורה (קרן שקלית קצרה ופטורה עשויה להוות תחליף הולם לפיקדון הבנקאי גם מסיבה זו).

5. בקרנות פטורות המוגדרות לצורכי מס כ"קרן השקעות חוץ" יכול מנהל הקרן לקבוע, כי בסיס ההצמדה לצורך חיוב במס יהיה שער מט"ח כלשהו שלפחות 90% מנכסי הקרן מושקעים דרך קבע בנכסים הצמודים אליו או נקובים בו - במקום מדד המחירים לצרכן. לאפשרות זו יתרון ניכר בתקופה שבה מדד המחירים לצרכן נמוך ויש פיחות בשקל לעומת המטבע הזר.



6. לעניין "חובת החיכוך" עם רשויות המס - ניתן ליהנות מכל היתרונות לעיל ולקזז רווחי הון והפסדי הון גם ללא הגשת דוחות למס הכנסה (שמכל מקום אינה הליך מורכב בדרך כלל) על ידי תזמון העסקאות, באופן שהפסד ההון ממומש לפני רווח ההון, או באמצעות מימוש הרווח וההפסד בתוך חודש קלנדרי נתון.

עד כאן רק יתרונות. והיכן החסרונות? ובכן, יש -

1. ככלל, קיימים שיעורי מס שונים לאפיקי ההשקעה הצמודים והבלתי צמודים:

- האפיק הלא צמוד ממוסה בשיעור של 15% על הרווח הנומינלי.
- האפיק הצמוד ממוסה בשיעור של 25% על הרווח הריאלי.

לפיכך, באינפלציה נמוכה, כדוגמת זו ששוררת לאחרונה במקומותינו, ימוסה האפיק השקלי בקרן שאינה קרן חייבת בשיעור גבוה יותר. סייג זה אינו חל על האפיק המנייתי והאפיקים הצמודים למיניהם. אולם גם בנוגע לאפיק השקלי יש להביא בחשבון כי אין בהכרח די בחיסרון זה כדי לשנות את התמונה, שכן כאשר האינפלציה גואה התמונה מתהפכת. כמו כן, הערך המוסף מאפשרויות קיזוז המס, דחיית המס ואפשרויות הפטור בקרנות הפטורות, מהן יכולים ליהנות משקיעים רבים (סעיף 4 ביתרונות לעיל), מבטל נקודה זו גם כאשר האינפלציה נמוכה.

2. בקרן חייבת שצבורים לזכותה הפסדי הון מניירות ערך שמומשו בהיקפים גדולים (מידע אודות נושא זה קיים בדוחות הכספיים של הקרן ובדיווחים השוטפים של מנהל הקרן - כגון דוח חודשי) הקרן לא תשלם מס, כל זמן שהחלק הניתן לניצול מסכומים אלה לא קוזז במלואו כנגד רווחי הון בקרן. מקרים אלה אופייניים לקרנות שצברו הפסדים בעת שנוהלו בהן נכסים בהיקפים גדולים ולאחר מכן קטנו משמעותית כתוצאה מפדיונות של משקיעים בקרן.

3. בקרנות שמחלקות תשלומים לבעלי יחידות, מנוכה מהתשלום בקרן פטורה מס במקור בשיעור של 25%. מס זה מנוכה ללא קשר לחבות המס של מחזיק היחידה בפועל. למשקיעים המעדיפים קרנות מעין אלה מומלץ להשקיע בקרנות חייבות, או לחלופין להשקיע בקרנות פטורות שאינן מחלקות תשלומים ("קרנות צבירות"), ולפדות חלק מהשקעתם על בסיס תקופתי כתחליף לתשלום.

האמור לעיל מהווה סקירה כללית ולא נועד להחליף ייעוץ השקעות או ייעוץ מס שמתאמים באופן פרטני לצרכיו של כל משקיע.



לקרן יש פרופיל (וגם סימן קריאה!)

פרופיל החשיפה של קרן

קרנות נאמנות פועלות הן באמצעות החזקה ישירה של ניירות ערך והן באמצעות פעילות בנגזרים המייצרת מינוף בקרן. במילים אחרות, השקעה בנגזרים - גם אם היא בשיעור של אחוזים בודדים מנכסי הקרן ו/או אינה גבוהה במונחים כספיים - מאפשרת להגיע לחשיפה השקולה להשקעה ישירה בנכס הבסיס בעשרות ולעיתים אף במאות אחוזים מנכסי הקרן.

נדגים פעילות זו בקרן המשקיעה במדד S&P 500 באמצעות חוזים עתידיים. חוזה עתידי (Future) הוא מכשיר פיננסי, הנסחר בבורסה, אשר הצדדים לו מתחשבים על בסיס יומי בגין ההפרשים הנובעים מן השינויים במדד. במונחים כספיים מדובר בהשקעה כספית נמוכה, שמייצרת לעתים חשיפה של כ-100% למדד ה-S&P 500. במקביל, קרן זו יכולה להחזיק גם באגרות מסוג Treasury Bills (מלווה קצר מועד של ממשלת ארה"ב) בשיעור של 100% מהקרן. החזקה זו יוצרת בקרן גם חשיפה לשער הדולר בשיעור של 100%. ואולם ברור, כי למרות החזקה משמעותית זו באג"ח דולריות אין מדובר בקרן אג"חית או מט"חית, אלא בקרן מנייתית על מדד מניות בחו"ל.

כדי לתת ביטוי ברור למשקיעים, לעומק החשיפה של כל קרן להשפעות נכסים שונים בעקבות פעילות בנגזרים (להלן - חשיפה), נקבעה טכניקה פשוטה לשיקוף נתון זה בשם הקרן. בטכניקה זו, המידע אודות החשיפה מתורגם לצמד תווים, המפשט מידע זה באופן דומה לאופן שבו 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). המידע המשתקף בתווים מוגדר "פרופיל החשיפה של הקרן".

כיצד נקבע פרופיל החשיפה?

ניתן לזהות שני גורמי השפעה על תנודתיות הקרן: חשיפת הקרן למניות (לרבות סחורות - COMMODITIES) וחשיפת הקרן למטבע חוץ. מנהל קרן נדרש להגדיר במסגרת מדיניות ההשקעות של קרן שבניהולו את שיעור החשיפה המרבי (בערך מוחלט) לכל אחד משני סוגי נכסי הבסיס (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



באופן זה מצורפים שני תווים יחד: קוד דרגת החשיפה המרבית למט"ח וקוד דרגת החשיפה המרבית למניות. צירוף המידע הזה יוצר את פרופיל החשיפה של הקרן. פרופיל זה הנו חלק בלתי נפרד ממאפייני הקרן ומוטמע גם בשם הקרן.

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

1. קרן "שקלית" טהורה תסווג בפרופיל 00. קרן שקלית ש"תתבל" את השקעותיה בחשיפה מנייתית בשיעור של עד 10% תבודל ממנה באופן ברור ותהיה בעלת פרופיל (10), כלומר עד 10% חשיפה אפשרית למניות וללא חשיפה למט"ח.

2. פרופיל החשיפה גם יאפשר להבחין ולכמת במסגרת קטגוריית "קרנות אג"ח" את ההשפעות של "רעשים נוספים", ויאפשר לנתח את ביצועי הקרנות בהתחשב בסיכונים שמנהלן נטל. סיכונים אלה מתבטאים במאפייני ההשקעות בפועל ובפרופיל החשיפה, כגון קרן אג"ח מדינה צמודות מדד בעלת פרופיל 10 לעומת קרן 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. הקרן השנייה, לעומת זאת, מושפעת בעיקר משינויים במדד הניקיי 225.

הכללת סימן קריאה (!) בשם הקרן

בין הסיכונים השונים אליהם חשופה הקרן, קיים סיכון להפסד בעקבות אירוע חדלות פירעון של מנפיק אג"ח או של תאגיד בנקאי שבו הופקדו מזומנים ופיקדונות (או בקיצור סיכון אשראי). על כן, מנהל קרן, שעל פי מדיניות ההשקעות של קרן שבניהולו שיעור החשיפה האפשרי שלה לסיכון אשראי עולה על שיעור החשיפה המרבי שלה למניות, כעולה מדרגת החשיפה של הקרן למניות - יוסיף לצד פרופיל החשיפה של הקרן, כחלק משמה, את הסימן "(!)" ויכלול הסבר בדבר משמעותו במדיניות ההשקעות של הקרן בתשקיף או בדוח.

הבחינה האם נדרש להוסיף סימן קריאה בשם הקרן, היא תמיד "בחינה מצטברת" אשר בוחנת את כלל חשיפות סיכון האשראי (חשיפה לאג"ח שאינה בדירוג השקעה והחשיפות נוספות שמקורן בתאגיד בנקאי שבו הופקדו מזומנים ופיקדונות) ביחס לחשיפה הפוטנציאלית של הקרן למניות.

לעניין זה, אג"ח שאינה מדורגת בדירוג השקעה הינה איגרת חוב שאינה מדורגת כלל, או שדירוגה נמוך מ-BBB מינוס או מדירוג מקביל לו. איגרת חוב כאמור יכולה להיות איגרת חוב קונצרנית או איגרת חוב שהנפיקה מדינה שאינה מדינת ישראל.

אם בחר מנהל קרן שלא להוסיף את הסימן "(!)" לשם הקרן שבניהולו, המשמעות היא שנוספת התחיבות למדיניות ההשקעות של הקרן, ולפיה הקרן לא תיצור חשיפה לסיכון אשראי כאמור.



פרופיל החשיפה וסימן הקריאה, כחלק משם הקרן ומסיווג הקרנות - ובכלל זאת כותרות המאפיינות את הקרנות ומידע נוסף - נועדו לשפר את השקיפות ולהפוך את הגילוי הנאות לאפקטיבי יותר. מידע נוסף אודות הקרנות (תשקיפים, דוחות מידיים, הרכב השקעות חודשי ועוד) זמין לציבור במערכת **מגנ"א** (www.magna.isa.gov.il).

