

**עתודות קרן פנסיה לשכירים ועצמאיים**  
**בע"מ**

**דו"ח דירקטוריון ליום 31.12.2009**

תוכן העניינים

נד

3	פרק 1: תיאור תמציתי של קרן הפנסיה ושל החברה המנהלת
5	פרק 2: תאור סביבה עיסקית
20	פרק 3: מצב כספי של קרן הפנסיה
21	פרק 4: תוצאות פעילות
24	פרק 5: תחזית זרמי המזומנים
24	פרק 6: השפעת גורמים חיצוניים
36	פרק 7: הערכת בקרות ונהלים לגבי הגילוי
37	פרק 8: אחריות ההנהלה על הבקרה הפנימית על דיווח כספי

עתודות קרן פנסיה לשכירים ועצמאיים בע"מ

דו"ח הדירקטוריון ליום 31 בדצמבר 2009

1. תיאור תמציתי של קרן הפנסיה ושל החברה המנהלת:

א. מבנה ארגוני

עתודות קרן פנסיה לשכירים ועצמאיים בע"מ (להלן – הקרן או עתודות) אושרה לפעילות בשלהי שנת 1993. החל מיום 1/1/2007 קרן הפנסיה עתודות מנוהלת בנאמנות על ידי החברה המנהלת עתודות קרן פנסיה לשכירים ועצמאיים בע"מ (להלן – החברה).

להלן מבנה הבעלות בחברה המנהלת:

<u>שם החברה</u>	<u>% האחזקה</u>
ביטוח חקלאי א.ג.ש.ח בע"מ	50%
כלל חברה לביטוח בע"מ	50%

לחברה רישיון מבטח כמתחייב מחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), תשמ"א – 1981. מטרות החברה המנהלת הנה להקים, להחזיק ולנהל קרנות פנסיה. מועסקים מנכ"ל ושני עובדים. החברה רוכשת מ"כלל שירותי ניהול פנסיה וגמל בע"מ" שירותי תפעול מחשוב וכספים.

ב. תחומי פעילות

החברה מנהלת את הקרן שעוסקת בביטוח פנסיוני. לקרן עמיתים שכירים ועצמאיים מכל המגזרים במשק שהבולטים שבהם הם תחום ההיי-טק, בנקאות וקיבוצים.

ג. הרכב ההכנסות בתקופת הדו"ח (באלפי ש"ח)

להלן פירוט ההכנסות מהשקעות :

לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר		
2008	2009	סוג ההשקעה
אלפי ש"ח		
2,986	1,728	מזומנים ושווי מזומנים
<b>ניירות ערך סחירים</b>		
(83,820)	214,969	אגרות חוב
(134,533)	136,097	מניות
<b>ניירות ערך שאינם סחירים</b>		
88,162	441,860	אגרות חוב
(6,710)	(1,282)	מניירות ערך אחרים
3,062	10,074	פיקדונות בבנקים
(130,853)	803,446	סה"כ

ד. התפתחויות או שינויים מהותיים בהסכמי ביטוח משנה בהשוואה לשנים קודמות :

אין לקרן או לחברה ביטוח משנה.

ה. מבנה ניהול ההשקעות :

דירקטוריון החברה מתווה, באמצעות ועדת ההשקעות מטעמו, את מדיניות ההשקעה הכללית של הקרן. ועדת ההשקעות קובעת את אופן ביצוע ההשקעות, אופיין, אפיקי ההשקעה, סדרי הגודל, עיתוי ההשקעה וכדומה. יישום הנחיות ועדות ההשקעה וביצוע ההשקעות בפועל, מתבצע בנפרד ומובחן על ידי מנהל ההשקעות של הקרן.

הקרן מנהלת נכסים בהיקף של כ- 5 מיליארד ₪. מח"מ נכסי הקרן הינו בינוני ארוך – 7-8 שנים והוא נמוך ממח"מ ההתחייבויות.

החברה משקיעה את יתרות המזומנים בנכסים סולידיים : אגרות חוב ממשלתיות, אגרות חוב קונצרניות בדרוג גבוה, תעודות סל על מדדי האג "ח ופיקדונות לטווח ארוך. היקף אגרות החוב המיועדות, שהריבית עליהן מובטחת, הינו, נכון לסוף שנת 2009 כ- 1,743 מיליוני ₪ מנכסי הקרן הותיקה וכ- 199 מיליוני ₪ מהנכסים העומדים כנגד ההתחייבויות בגין העמיתים שהצטרפו לקרן בחודשים ינואר-מרץ 1995 (להלן: "קרן הרבעון"). הסיכונים הפיננסיים הינם בגין יתרת נכסי הקרן, בגינם מובטח סיוע של האוצר בגובה 1.57% (על כל הנכסים החופשיים בקרן הותיקה ועל חלקם בקרן הרבעון), אולם מכיון שהריבית חסרת הסיכון נמוכה כעת באופן יחסי, הרי שבכדי להגיע לתשואה לפיה מחושבות ההתחייבויות, יש להשקיע בנכסים שאינם חסרי סיכון.

השקעת נכסים אלה מתבצעת בהתאם למגבלות שנקבעו בתקנות וע"פ המדיניות שקבעה ועדת ההשקעות.

מרבית הנכסים החופשיים מושקעים באפיק צמוד מדד (אג"ח ממשלתיות, אג"ח קונצרניות סחירות ולא סחירות, שטרי הון ופיקדונות), שמרביתו בדירוגים מקומיים A ומעלה. בגין נכסים אלה הסיכונים העיקריים הם סיכוני ריבית ואשראי. יתרת הנכסים החופשיים מושקעים באפיקים שאינם צמודי מדד ולכן חשופים לסיכון אינפלציה ובנוסף לסיכוני השוק בהתאם לסוג הנכס - סיכוני שע"ח, סיכוני אשראי, סיכון מחירי מניות, ריבית שקלית וריבית מט"ח.

## 2. תיאור הסביבה העסקית

א. **מגמות בענף הפנסיה, השפעתן על עסקי הקרן בתקופת הדו"ח ועל נתוני הדו"ח הכספי של הקרן.**

בתחום הביטוח הפנסיוני היו בשנים האחרונות מספר רב של רפורמות. להלן בתמציתיות רבה עיקרי הרפורמות:

א. **הרפורמה בענף הפנסיה** – רפורמה שהתפרסה על פני מספר שנים החל משנת 1995, במסגרתה בוצעו הפעולות הבאות:

- סגירת קרנות הפנסיה הותיקות לעמיתים חדשים.
- הקמת קרנות פנסיה חדשות מאוזנות אקטוארית ומכירתן לחברות ביטוח ובתי השקעות בשוק הפרטי.
- צמצום הנפקת אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה הותיקות והחדשות והגברת מעורבותן בשוק החופשי.
- הסדרת הגרעונות האקטואריים של הקרנות הותיקות באמצעות התחייבות ממשלתית.
- הפיכת קרנות הפנסיה החדשות מ"קרנות מסוג זכויות" ל"קרנות מסוג תשואה".

ב. **רפורמת בכר** – רפורמה משנת 2005 במסגרתה נחקקו חוק קופות הגמל, חוק הייעוץ הפנסיוני וחוקים נוספים.

רפורמת בכר מטפלת במספר רב של נושאים, ובין היתר:

- איסור על בנקים ובעלי שליטה בהם בהחזקת אמצעי שליטה בחברות מנהלות של קופות גמל ובמנהל קרן נאמנות.
- הטלת מגבלות נתח השוק של גוף מוסדי בשוק הביטוח הפנסיוני ובשוק קרנות הנאמנות באופן שמגביל צמיחה חיצונית (רכישה/מיזוגים וכדו').
- אבחנה בין תפקידו של יועץ השקעות /פנסיוני לבין משווק השקעות /פנסיוני וקביעת נורמות הפעולה החלות על כל אחד מהסוגים.
- היתר לבנקים לפעול כיועצי השקעות/פנסיוניים ולא כמשווקים.

- בנוסף, נועדה הרפורמה להסדיר את הנורמות החלות על חברה מנהלת ועל קופות הגמל שבניהולה בחקיקה ראשית.

#### ג. רפורמת המוצרים -

ביום 28 בינואר 2008 נכנסו לתוקף הוראות חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (תיקון מס' 3), התשס"ח – 2008. רפורמה זו הובילה להפיכת מרבית המוצרים הפנסיוניים החל משנת 2008 למוצרים קצבתיים, שניתנים למשיכה רק החל מגיל פרישה, וזאת בדרך של קצבה עד לגובה של תקרת מינימום.

#### ד. רפורמת הניוד - ניווד כספי חיסכון ארוך טווח -

רפורמה משנת 2008 שאפשרה ניווד בין המוצרים הפנסיוניים השונים, הרחיבה בפני הצרכן את אפשרויות ניווד החיסכון הפנסיוני בין הגופים המנהלים חיסכון פנסיוני, והביאה בכך להגברת התחרות ולשכלול השוק. עוד קודם לרפורמת הניוד ניתן היה לנייד כספים בין מוצרים פנסיוניים לאותה מטרה, ללא מגבלות רגולטוריות (חיוב במס). תקנות הניוד אינן מאפשרות להעביר כספים מקופות גמל לקצבה לקופות גמל הוניות וכן לא מאפשרות להעביר כספים לקופות גמל סגורות לקבלת עמיתים חדשים. רפורמת הניוד אינה משפיעה על החברה כיוון שלא ניתן להעביר כספים מקרנות פנסיה ותיקות לקופות גמל אחרות ולהיפך.

#### ה. פנסייית חובה

רפורמה משנת 2007 במסגרתה הוצא צו הרחבה להסכם קיבוצי שחייב את רובם המוחלט של המעבידים במשק להפקיד בשל עובדיהם הפקדות לקופת גמל לקצבה בשיעורים גדלים, וזאת מחודש ינואר 2008 ואילך.

#### ב. מגבלות חקיקה, תקינה ואילוצים מיוחדים החלים על תחום הפעילות:

להלן פירוט הוראות דין רלוונטיות, בחלוקה על פי נושאים:

#### 1. חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה – 2005 ("חוק קופות

הגמל") המסדיר את פעילות קופות הגמל.

- בחוק קופות גמל נקבע, כי שליטה בחברה מנהלת ואחזקת אמצעי השליטה בה יותנו בקבלת היתר. בנוסף, בשנת 2005 תוקן חוק הביטוח ונקבע כי לא יינתן לאדם היתר לשליטה במבטח, אם לאחר מתן ההיתר תהיה לאותו אדם אחזקה העולה על שיעור של 15% מסך נכסי החיסכון ארוך- הטווח, כהגדרתם בחוק הביטוח..

- חוק קופות גמל הסדיר יחסי נאמנות ו קבע כי על חברה מנהלת וכל העוסקים מטעמה בניהול כספי עמיתי הקופה לנהל את קופות הגמל, בנאמנות ובשקידה לטובת כל אחד מהעמיתים בלבד, כי לא יעדיפו כל עניין וכל שיקול על פני טובת העמית וינהגו באמונה, בשקידה, בזהירות ובמיומנות כפי שנאמן מיומן היה נוהג באותן נסיבות.

2. **תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), בתשכ"ד – 1964 ("תקנות קופות הגמל")** – קודם לחקיקתו של חוק קופות הגמל, קופות הגמל אושרו והתנהלו בהתאם לתקנות קופות הגמל. התקנות עוסקות בהסדרת פעילותן של קופות הגמל הקימות, והן מסדירות נושאים אשר לא הוסדרו בחוק קופות הגמל, וביניהם אופן ניהול כספי קופות הגמל, כללי משיכות והפקדות, חובות דיווח וחובות נוספות המוטלים על חברה מנהלת של קופות גמל.

### 3. **השקעות ואשראי**

א. **תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד – 1964 ("תקנות קופות הגמל")**

- ניהול כספי עמיתי קופות הגמל על ידי חברות מנהלות מבוצע בהתאם לתקנות קופות הגמל.
- בתקנות קופות הגמל כלולות הוראות ומגבלות שונות החלות לגבי השקעות כספי עמיתי קופות הגמל והחזקת נכסים עבורם, לרבות לעניין השקעות במנפיק בודד וקבוצת לווים, מגבלות יציבות ונזילות, השקעות בנכסים בחו"ל, השקעות במקרקעין וכן הלוואות ואשראים.
- בהתאם לתיקון לתקנות קופות הגמל משנת 2004 הוטלו מגבלות על השקעה של קופות גמל בצדדים קשורים.

ב. ביולי 2008 פורסמה טיוטה שלישית של תקנות הפיקוח של שירותים פיננסיים (כללי השקעה), התשס"ו-2006 ובשמן החדש - תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כללי השקעה החלים על חברות מנהלות ומבטחים), התשס"ח – 2008 ("טיוטת תקנות ההשקעה החדשות"). תקנות ההשקעה החדשות באות להחליף ולאחד את המסגרת המשפטית של כללי ההשקעה החלים על הגופים המוסדיים (קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביטוח) המעוגנים כיום בשתי הוראות דין שונות. בטיטות תקנות ההשקעה החדשות בוצעו מספר שינויים מהותיים לעומת הוראות הדין הקיים, לרבות, השוואת כללי ההשקעה על החלק החופשי של קרנות הפנסיה הותיקות, ביטול התלות שבין רמת הדירוג לבין שיעור ההשקעה המותר בתאגיד בודד וקבוצת לווים, הרחבת האפשרות להשקיע במדינות שדירוג האשראי שלהן הוא - BB ומעלה ועוד. בנוסף נקבעו כללים אחרים

ביחס לאישור עסקאות ו /או השקעה בצדדים קשורים לגופים המוסדיים , שהינם תנאים מקלים ביחס למגבלות המוטלות היום על חברה מנהלת של קרנות פנסיה וקופות גמל , ביחס להשקעה בצדדים קשורים . בעניין זה נקבעו גם מגבלות כמותיות ביחס להיקף ההשקעות בצדדים קשורים ו /או באמצעות צדדים קשורים. היה ותתקבל טיוטת תקנות ההשקעה החדשות , עשויה להיות לכך השפעה על השקעות החברה בניירות ערך של חברות מקבוצת אי.די.בי. עד למועד פרסום הדוח לא אושרה טיוטת תקנות ההשקעה החדשות.

- במסגרת השינויים המוצעים בתקנות ההשקעה החדשות , וכדי לאפשר את העלאת שיעור האחזקה של קופת גמל או קרן פנסיה במניות של תאגיד בודד מ 10%-10% , לשיעור מרבי של עד 20% , התקבל ביולי 2008 חוק לתיקון פקודת מס הכנסה (מס' 166), התשס"ח – 2008 במסגרתו עודכן שיעור האחזקה המרבי של קופות גמל (לרבות קרן פנסיה) במניות של תאגיד המזכה בפטור ממס מ-10% , לשיעור מרבי של עד 20%.

#### ג. **תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (רכישה ומכירה של ניירות ערך), התשס"ט - 2009**

- במרס 2009 פורסמו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (רכישה ומכירה של ניירות ערך) , התשס"ט - 2009 שנכנסו לתוקף באפריל 2009. התקנות מטילות מגבלות על רכישות ניירות ערך בהנפקות בהן החתם , המפיץ או המשווק הוא צד קשור למשקיע המוסדי ("מגבלות ביחס למפיצים קשורים"). התקנות קובעות כי כל המשקיעים המוסדיים שאותו צד הקשור להם, משווק, חתם או מפיץ , המשתתף בהנפקה או מכירה של ניירות ערך , רשאים לרכוש יחדיו עד 10% (אם שווי הנכסים המנוהלים בידי כל המשקיעים המוסדיים עולה על 10 מיליארד ש"ח או 5% אם פחות) (עד לסוף שנת 2010 - 15% ו- 7.5% בהתאמה) מכמות ניירות הערך שנמכרו בהצעה , ובלבד שניתן לכך אישור מראש של שני שלישים מהנציגים החיצוניים בועדת ההשקעות . להערכת החברה, לא צפויה להיות למגבלות הנ"ל השפעה מהותית לגביה וזאת עד לשנת 2011. להפחתת השיעור המותר להשקעה על ידי גופים מוסדיים קשורים לחתם ל- 10% מסך ניירות הערך המוצעים , הצפויה לינואר 2011, צפויה להיות השפעה על החברה, החל מאותו המועד , אשר בשלב זה לא ניתן להעריך את היקפה.
- בנוסף, קובעות התקנות (כפי שתוקנו בדצמבר 2009) כי על משקיע מוסדי לקיים אחת לשלוש שנים לפחות , הליך תחרותי בין ארבעה משתתפים לפחות , לבחירת הגוף באמצעותו יבצע רכישה ומכירה של ניירות ערך . עד למועד רכישת ומכירת ניירות ערך באמצעות צד קשור , לא תעלה על 20% מהעמלות ששולמו בשל כלל הרכישות והמכירות שביצע המשקיע המוסדי במהלך השנה. להערכת החברה, לא צפויות למגבלות האמורות השפעה מהותית על התקשורתיות לרכישת שירותי ברוקראז'.



- המידע בכל הקשור להשלכות הצפויות של התקנות האמורות הינו מידע צופה פני עתיד המתבסס על הערכות והנחות של החברה, נכון למועד פרסום הדוח. היישום בפועל עלול להיות שונה באופן מהותי מזה שנחזה וזאת, בין היתר, לאור התנהגות השחקנים בשוק.

#### ד. ועדת חמדני – מעורבות גופים מוסדיים בשוק ההון

- במרס 2008 פורסם דוח הוועדה לבחינת הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדי ים בשוק ההון בישראל ("ועדת חמדני"), שעיקרו חובת ההשתתפות של הגופים המוסדיים באסיפות בעלי מניות ומחזיקי אג"ח, התמודדות עם ניגודי עניינים, עידוד הגופים המוסדיים לקבלת סיוע מגורמים מקצועיים לגיבוש המלצות הצבעה באסיפות, הגברת מעורבות הגופים המוסדיים במינוי די רקטוריונים חיצוניים בחברות ציבוריות, ועידוד הגופים המוסדיים למעורבות פעילה בתחומים אחרים של הממשל התאגידי והפיקוח על החברות הציבוריות בהן הם משקיעים. בעקבת פרסום ההמלצות, פורסמו ביוני 2009 תקנות, חוזר והבהרה לחוזר, אשר הוראותיהן מאמצות ומסדירות את המלצות הוועדה, כמפורט להלן:

- **תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (השתתפות חברה מנהלת באסיפה כללית), התשס"ט – 2009** קובעות, בין היתר, חובת השתתפות והצבעה של משקיע מוסדי (חברה מנהלת – לגבי השקעות המבוצעות עבור קופת הגמל שבניהולה, ומבטח – לגבי השקעות העומדות כנגד התחייבויות תלויות תשואה) באסיפה כללית של תאגיד שהוא בעל זכות הצבעה בו, בנושאים המנויים בתקנות, מקרים בהם ידרש אישור נציגים חיצוניים להצבעה והוראות ביחס להתקשרות משקיע מוסדי עם גורם מקצועי לצורך גיבוש המלצות הצבעה באסיפות. התקנות מחליפות הוראות דומות שבד"ן הקיים לפני כניסת התקנות לתוקף.

- **חוזר גופים מוסדיים בדבר הגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק הון בישראל, מסדיר, בין היתר, את חובתו של משקיע מוסדי לקבוע ולפרסם באתר האינטרנט שלו את הפרטים הבאים:** (1) מדיניות ההצבעה בנוגע להצעות החלטה בנושאים שונים (כמפורט ב תקנות שלעיל) (2) אופן הצבעתו בפועל, לרבות פירוט האם ההצבעה היתה בהתאם למדיניות ההצבעה שלו או של הגורם המקצועי עימו התקשר ופירוט אם ההצבעה היתה בנסיבות בהן קיים ניגוד עניינים. נקבע גם שהצבעה על פי המלצת גורם חיצוני מהווה אמצעי ראוי להתמודדות עם החשש מהצבעה בניגוד עניינים; (3) אמות מידה ביחס לאיכות הממשל התאגידי של חברות, המנחות את ועדת השקעות שלו בבואה להחליט על השקעות בניירות ערך. הוראות החוזר חלות על חברות מנהלת לגבי קרנות הפנסיה שבניהולה.

## ה. ועדת חודק – השקעת גופים מוסדיים באיגרות חוב לא ממשלתיות

- בפברואר 2010 פורסם הדוח הסופי של הוועדה לקביעת פרמטרים להתייחסות גופים מוסדיים המעמידים אשראי באמצעות רכישת איגרות חוב לא ממשלתיות ("ועדת חודק"). מטרת הוועדה הייתה להמליץ על הפעולות הנדרשות בכדי לשפר את התהליכים הפנימיים הקשורים להשקעה של גופים מוסדיים באיגרות חוב. דוח ועדת חודק כולל מספר המלצות להוראות שיחולו על הגופים המוסדיים בעת תהליך ההשקעה באיגרות חוב לא ממשלתיות, החל משלב בחינת ההשקעה ועד לפירעונו הסופי של החוב. המלצות ועדת חודק כוללות, בין היתר, הוראות בעניין: (א) הרחבת התשתית ליצירת משא ומתן בין הגופים המוסדיים לחברות המנפיקות לפני ההנפקה ובכלל זה קביעת פרק זמן של שבעה ימי עסקים לפחות לקבלת מידע לפני ההנפקה ופרסום פומבי לפני הנפקה של השאלות שהפנו המשקיעים לחברה המנפיקה וההבהרות שהתקבלו מצידה; (ב) הכנת אנליזה כתובה של איגרת חוב טרם רכישה בשוק ראשוני; (ג) רכישת איגרות חוב על ידי גופים מוסדיים מתאגידים שאינם מדווחים, ובכלל זה חובת קבלת מידע שוטף ומידי לפני ההנפקה ובמהלך חיי החוב וחובת מינוי נאמן בהנפקה כאמור; (ד) קביעת תניות חוזיות ואמות מידה פיננסיות מינימאליות ומומלצות, ובכלל זה קביעה מפורשת של החברה המנפיקה ביחס לנושאים מסוימים; (ה) קריאה לרשויות הרלוונטיות לבחון מנגנונים לשיתוף פעולה בין גופים מוסדיים, ובכלל זה מיסוד מנגנון "נציגות דחופה" לצורך ביצוע שינוי זמני בשטר הנאמנות בכפוף להחלטת החברה המנפיקה, הקמת נציגות מטעם הגופים המוסדיים שתפעל במשותף במהלך המשא ומתן מול החברה המנפיקה לפני ההנפקה ויסוד פורומים משותפים לגופים המוסדיים לגיבוש פרקטיקות נאותות; (ו) המלצה ליסוד מסלול "נאמן על" וולונטרי; (ז) סיווג אגרות חוב לעומת חובות אחרים של החברה המנפיקה; (ח) גיבוש מדיניות על ידי הגוף המוסדי ביחס לרכישת איגרת חוב בשוק המשני; (ט) חובת רישום אגרת חוב לא סחירה בלשכת רישום. בהמשך לדוח הביניים של ועדת חודק מספטמבר 2009 פרסם משרד האוצר טיוטת חוזר בעניין השקעת גופים מוסדיים באגרות חוב לא ממשלתיות, שמטרתו ליישם את מסקנות הביניים של הוועדה. אימוץ הדוח עשוי לצמצם את הביקוש לאשראי מגופים מוסדיים, ובכללם מהחברה. בשלב זה טרם פורסמה טיוטת חוזר של משרד האוצר בעניין זה ולא ניתן להעריך מה יהיו השלכות הדוח, אם וככל שיאומץ, בין היתר, מאחר ולא ניתן להעריך אילו המלצות מתוך דוח הוועדה יאומצו ובאיזה אופן.

## ו. ניהול סיכונים אשראי וניהול ותפעול אשראי

- באוגוסט 2007 פורסם חוזר גופים מוסדיים בדבר ניהול סיכונים אשראי אגב פעילות השקעות בגופים המוסדיים. מטרת החוזר היא הבטחת קיומם של מנגנוני ניהול, פיקוח ובקרה לניהול סיכונים אשראי אגב פעילות השקעות והוא מטיל דרישות על הדירקטוריון וועדות ההשקעה בכל הנוגע לקביעת מדיניות

מתן אשראי אגב פעילות השקעה . החוזר קובע את הפרמטרים אליהם נדרש הדירקטוריון להתייחס בעת קביעת מדיניות האשראי (סוגי אשראי , סוגי לוויים , סוגי סיכוני אשראי וכו' ) וכן מטיל על הדירקטוריון חובה לקבוע דרכי פיקוח על עמידת הגוף המוסדי במדיניות שקבע . כמו כן החוזר מטיל על ועדות ההשקעה חובה לקבוע את גבולות חשיפת הגופים המוסדיים לאשראי (במסגרת המגבלות שנקבעו על ידי הדירקטוריון ) וכן כללים לתמחור אשראי . בנוסף ועדות ההשקעה מחויבות לקבוע נהלים למעקב שוטף שלהן אחר יושים המדיניות שקבעו . החוזר מחייב את ועדות ההשקעה של גופים מוסדיים המנהלים נכסים בסכומים גבוהים למנות ועדות אשראי , אשר חבריהן הינם בעלי ניסיון בתחום האשראי , בכפוף להיקף נכסים מינימלי .

- באוגוסט 2007 פורסם חוזר גופים מוסדיים העמדת אשראי לא סחיר על ידי גופים מוסדיים . מטרת החוזר היא הבטחת קיומם של תמיכה ניהולית , מקצועית ותפעולית , מבנה ותשתית ארגוניים מתאימים ומנגנוני פיקוח ובקרה נאותים לצורך העמדת אשראי לא סחיר , אגב פעילות השקעות , על ידי גופים מוסדיים , ולהבטחת איכותו . בהתאם להבהרת המפקח מיולי 2008 , רוב הוראותיו של החוזר נכנסו לתוקף בסוף יולי 2008 . החוזר קובע חובה להקים מערך אשראי המורכב משלוש יחידות אשראי : יחידת ניהול אשראי , יחידת הערכת סיכוני אשראי ויחידת תפעול אשראי , וכן חובה למנות מנהל מערך אשראי . החוזר קובע גם את הצורך בהקמת יחידת בקרת אשראי . בנוסף , קובע החוזר כללים ביחס לאופן ניהול האשראי , הערכתו ודירוגו , כאשר לגבי אשראים מסוימים (בד"כ אשראים המדורגים על ידי חברות דירוג חיצוניות בדירוג מינימלי מסוים ) ניתן להסתפק בביצוע בדיקה עצמאית להערכת הסיכון ולגבי סוגי אשראי אחרים יש לבצע דירוג פנימי , על פי מודל דירוג פנימי שיאושר על ידי המפקח . החוזר מטיל על הדירקטוריון חובה לקבוע מדיניות בדבר העמדת אשראי לא סחיר וכן לקבוע כללים לפיקוח על ביצוע מדיניות זו , וכן מטיל על ועדות ההשקעה חובה לקבוע את שיעור חשיפתן לאשראי לא סחיר במסגרת המדיניות שקבע הדירקטוריון .

#### ז. התמודדות גופים מוסדיים עם אשראי בעייתי

- בנובמבר 2008 ובינואר 2009 ובעקבות משבר האשראי הגלובלי , פרסמה הרשות מתווה להתמודדות עם קשיים בארגון מחדש של חובות מסוג תעודות התחייבות שהונפקו על ידי תאגידיים מדווחים . המתווה מצריך שינוי חקיקה ובהתאם כולל הוראות לתקופת הביניים עד שינוי החקיקה . המתווה מסדיר , בין השאר , את אפשרות מינוי נציג ות למחזיקי תעודות התחייבות , מינוי וסמכויות קצין אשראי , וקובע הסדרים בעניין סודיות , מידע פנים ותיקון התשקיף . במקביל , פרסמה הממונה על ההגבלים העסקיים החלטה המתירה את שיתוף הפעולה בין הגופים המוסדיים במתווה האמור .

• באפריל 2009 פורסם חוזר בעניין טיפול בחובות בע ייתיים ופעולות גופים מוסדיים לגביית חוב. בחוזר נקבע כי לאור המשבר הפיננסי בשוק האג "ח וההלוואות מחויבים הגופים המוסדיים (קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח), בפרט מכוח חובת הנאמנות בה הם חבים כלפי החוסכים, לנקוט באופן עצמאי ובמשותף באמצעים לגביית החוב א ו, במקרים המתאימים, לפעול להשגת הסדרי חוב, אשר יאפשרו ללווים לקיים את התחייבויותיהם כלפיהם. בחוזר כללים המחייבים את הגופים המוסדיים לפעול באופן אקטיבי לגביית תשלום בשל השקעות באגרות חוב קונצרניות ובשל הלוואות שניתנו על ידן. כמו כן נועד החוזר להגדיר פעולות מינימאליות שעל גוף מוסדי לנקוט לצורך מעקב ובקרה שוטפים אחר חוב שבניהולו, לצורך הערכה ובחינת מצב החוב בתיק נכסי ההשקעה שבניהולו, לצורך טיפול בחוב בעייתי ולצורך גיבוש החלטה בדבר אמצעים שינקוט לגביית החוב ובדבר השתתפותו בתהליך הסדר חוב, וכן לקבוע את הגורמים האחראים לביצוע פעולות אלה.

#### 4. שקיפות וגילוי בדבר השקעות הגופים המוסדיים

א. בדצמבר 2009 פורסם חוזר גופים מוסדיים בעניין כללי פרסום תשואה לגופים מוסדיים. מטרת החוזר לקבוע כללים לפרסום תשואה על ידי גופים מוסדיים וכן לספק מידע מדויק אודות התשואות שהשיגו הגופים המוסדיים וההשוואות ביניהם. החוזר קובע הנחיות לפרסום תשואה של מסלול השקעה שבניהולו של הגוף המוסדי, הנחיות לפרסום דמי הניהול ו /או יתרת הנכסים של מסלול ההשקעה שבניהולו של הגוף המוסדי והנחיות לפרסום השוואת תשואות למסלולי השקעה של גופים מוסדיים אחרים. החוזר כולל מספר שינויים לעומת החוזר הקודם בעניין פרסום תשואה על ידי גופים מוסדיים. עיקר השינויים הינם: (א) פרסום תשואה שנתית בלבד. (ב) בכל פרסום תשואה של מסלול השקעה, הגוף המוסדי חייב לפרסם תשואה שנתית ממוצעת של אותו מסלול השקעה לשלוש ולחמש השנים האחרונות. (ג) בכל פרסום תשואה של מסלול השקעה, הגוף המוסדי חייב לפרסם מדד סיכון של אותו מסלול השקעה, שיצוין בכל פרסום תשואה של אותו מסלול השקעה למשך 3 השנים הבאות. (ד) החלת החוזר על סוכן ביטוח פנסיוני.

ב. ביולי 2009 פורסם חוזר גופים מוסדיים בעניין הצהרה מראש של גוף מוסדי על מדיניות השקעה שלו. החוזר קובע כי על כל גוף מוסדי להצהיר אחת לשנה, באמצעות אתר האינטרנט שלו, עד 30 ימים מהמועד בו נקבעה על ידו מדיניות ההשקעה ולא יאוחר מיום 31 בינואר בכל שנה, על מדיניות ההשקעות הצפויה שלו לכל מסלול בניהולו, לשנה הקלנדארית הקרובה. מדיניות ההשקעה תתייחס למסלולי השקעה מתמחים ושאינם מתמחים, תתייחס לאפיקי ההשקעה המפורטים בחוזר, ותקבע שיעורי חשיפה לאפיקים כאמור. בנוסף, יקבעו מדדי ייחוס רלבנטיים לכל אפיק. בציון שיעורי החשיפה יקבעו גם טווחי סטייה

בהתאם למגבלות כמפורט בחוזר . החוזר קובע כי במקרה בו שונתה מ דיניות ההשקעות, או נוצרה סטייה באחד או יותר מאפיקי ההשקעה החוצה את גבולות שיעור החשיפה הצפוי , יפורסם דיווח תוך 30 ימי עסקים מיום השינוי ו השינוי ידווח לעמיתים בדוח הרבעוני העוקב תוך התייחסות למהות השינוי והסיבות לכך. מטרת הפרסום הינה לאפשר לחוסכים לפקח, לבקר ולהעריך את ביצועי הגוף המוסדי ביחס למדיניות ההשקעות שהצהיר עליה וביחס למדדי הייחוס הרלוונטיים אותם בחר להשיג . החברה פרסמה את מדיניות ההשקעה הצפויה שלה לשנת 2010 בהתאם לאמור בחוזר.

ג. בדצמבר 2008 פורסם חוזר גופים מוסדיים בענין פרסום מרכיבי התשואה של הגופים המוסדיים (קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביטוח – לגבי התחייבויות תלויות תשואה), בהמשך להוראה המחייבת את הגופים המוסדיים לפרסם את התשואה אותה השיגו במהלך החודש ואת הרכב הנכסים באתר האינטרנט . מטרת החוזר, לאפשר לחוסכים השוואה נכונה ויעילה בין התשואות השונות של הגופים המוסדיים . בכדי לעודד גילוי ושקיפות , נדרש הגוף המוסדי לפרסם את מרכיבי התשואה החודשית בציון תרומתו של כל אפיק השקעה לתשואה של כספי החיסכון שבניהולו . בנוסף, אחת לרבעון יפורסמו מרכיבי התשואה הרבעונית המצטברת במקביל למרכיבי התשואה החודשית . פירוט המרכיבים יעשה בהתאם להוראות החוזר ביחס לאפיקי ההשקעה השונים .

ד. בינואר 2008 פורסם חוזר בדבר רשימת נכסי הגופים המוסדיים ברמת הנכס הבודד. מטרת החוזר , כחלק מהמדיניות להגברת הגילוי הנאות והשקיפות, הינה הצגת מידע זמין , באתר האינטרנט של כל גוף מוסדי , בדבר אופן השקעת כספי הציבור על ידי הגופים המוסדיים , ויצירת אחידות במידע שמספקים הגופים המוסדיים לציבור , בנוגע לכספי ההשקעות של המבוטחים או העמיתים, תוך פירוט ההשקעות ברמת הנכס הבודד . בפברואר 2009 פורסם עידכון לחוזר שמטרתו להוסיף דיווח על נכסי חוב קונצרניים המחושבים לפי עלותם המתואמת בהתאם לחוזר הוראת שעה מנובמבר 2008 בעניין השקעה באגרות חוב קונצרניות המאפשר לגופים מוסדיים לחשב את שוויין של אגרות חוב קונצרניות של חברות ישראליות שיירכשו, לפי עלותן המתואמת.

## 5. חישוב שווי נכסים

א. בפברואר 2009 פורסמו תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (חישוב שווי נכסים), התשס"ט-2009. התקנות מחליפות חלק מתקנות קופות גמל שהסדירו נושא זה . יחד עם התקנות נכנס לתוקף גם חוזר הקובע הוראות לגבי חישוב לראשונה של נכסי השקעה בגופים מוסדיים (ראו חוזר מיולי 2008 להלן). התקנות קובעות את התדירות ואת השיטה על פיה יחשב הגוף המוסדי (קרנות פנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח – לגבי התחייבויות תלויות תשואה) את שוויים של הנכסים המנוהלים על ידו . התקנות מפרידות בעיקר בין נכסים

שהינם "נייר ערך סחיר" ובין נכסים שאינם "נייר ערך סחיר", כאשר נייר ערך סחיר ישוערד לפי שווי שוק, בעוד שנכס שאינו נייר ערך סחיר – ישוערד לפי שווי הוגן שיחושב לפי הוראות הממונה. השינוי העיקרי בתקנות הוא הקביעה כי נייר ערך סחיר ייחשב רק נייר בעל היקף ותדירות מסחר מינימליים (כפי שיקבע הממונה). בתקנות נקבע כי שווי הנכסים המנוהלים יחושב מידי יום על פי כללים שנקבעו בתקנות ויפורטו גם בהוראות שיפרסם הממונה (ראו חוזר מאוגוסט 2009 להלן). בתקנות נקבע עוד כי אם סבר הממונה כי גוף מוסדי ביצע עסקה מתוך שיקולים שאינם כלכליים במטרה לשפר את תוצאות פעילותו בצורה לא נאותה, יהיה הממונה רשאי, בתנאים שנקבעו בתקנות, להורות לגוף המוסדי לחשב את שוויים של אותם נכסים באופן שיבטל באופן מלא או חלקי את שיפור התוצאות כאמור. בהשלמה לתקנות אלו פרסם הממונה ביולי 2008 חוזר לעניין חישוב לראשונה של נכסי השקעה בגופים מוסדיים ובאוגוסט 2009 חוזר לעניין הוראות בדבר חישוב שווי נכסים לא סחירים של גוף מוסדי.

ב. ביולי 2008 פורסם חוזר גופים מוסדיים בדבר חישוב לראשונה של נכסי השקעה בגופים מוסדיים, שמטרתו היא קביעת אופן חישוב שווי נכס סחיר ונכס לא סחיר במועד ההכרה הראשון של הנכס. החוזר קובע כי במידה שבמועד ההכרה הראשון של נכס לא סחיר קיים פער בין ערך הנכס לפי מודל שנועד לשקף את שווי ההוגן לבין התשלום ששולם עבורו בפועל במועד ביצוע העסקה, תתווסף פרמיה פרטנית כך שערך הנכס לפי המודל בתוספת הפרמיה (חיובית או שלילית), יביא לערכו כפי שנקבע בפועל במועד ביצוע העסקה. פרמיה זו תישאר קבועה עד לפדיון הנכס ותתווסף בכל הערכה מחדש של הנכס. תחילתן של הוראות חוזר זה מיום כניסת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (חישוב שווי נכסים), התשס"ט – 2009 לתוקף (ראו לעיל), דהיינו במרס 2009.

ג. באוגוסט 2009 פורסם חוזר גופים מוסדיים לעניין הוראות בדבר חישוב שווי נכסים לא סחירים של גוף מוסדי. מטרת החוזר היא קביעת עקרונות לאופן חישוב שווי נכסים בגופים מוסדיים ולתהליכי הבקרה עליהם. החוזר קובע כללים מפורטים לחישוב שווי נכסים לא סחירים, תוך פירוט לכל אחד מסוגי הנכסים הלא סחירים, כאשר על פי החוזר לצורך הגדרת ני"ע סחיר יש לעמוד בתנאי של היקף מסחר מינימלי בנייר הערך. החוזר קובע ומחדש כי גוף מוסדי ירכוש נכס חוב שאינו רשום למסחר אשר היקף ההנפקה שלו עולה על 100 מיליון ש"ח או מספר נכסי חוב של אותו מנפיק אשר אינם רשומים בזירת מסחר וסכומם עולה על 100 מיליון ש"ח רק במידה שמונה לנכס החוב או למספר נכסי החוב, לפי העניין, עושה שוק. על פי החוזר, על ועדת השקעות של גוף מוסדי לוודא קיומו של מערך בקרה שוטף ומערך ביקורת על אופן חישוב שווי הנכסים ועל עדכניות הערכתם. בהתאם לתיקון להוראות החוזר שפורסם בנובמבר 2009 נדחה יישום חלק מהוראות החוזר ליום 1 ביולי 2010 או לתחילת פעילותה של הזוכה במכרז פומבי שפרסם האוצר לענין הקמה ותפעול של מאגר ציטוטי מחירים פרטניים ושערי ריבית עבור גופים מוסדיים, לפי המאוחר.

ד. באוגוסט 2008 פורסם חוזר בדבר פרסום סולם המרה בין סולם הדירוג הישראלי לסולם הדירוג הבינלאומי. החוזר קובע כי סולם הדי רוג המקומי, בו משתמשות חברות הדירוג הישראליות לדרוג חוב של חברה ישראלית, אינו תואם לסולם הדירוג הבינלאומי, הבחנה היוצרת בעיות. לפיכך קובע ה חוזר, כי על חברות הדירוג שקיבלו אישור מהממונה לפעול כחברה מדרגת, לפרסם סולם המרה בין סולם הדירוג המקומי לבין סולם הדי רוג הבינלאומי במקום בולט וברור באתר האינטרנט של חברת הדירוג. על החברות לעקוב באופן שוטף אחר סולם ההמרה ולעדכן במידת הצורך. על פי החוזר חיוב החברות הישראליות המדרגות לפרסם סולם זה בתקופה הקרובה, הוא שלב ראשון בתהליך. לאחריו תיבחן האפשרות לחייב את החברות המ דרגות לדרג חברות מקומיות על פי סולם הדירוג הבינלאומי, זאת כנדבך נוסף בתהליך הגלובליזציה שעובר שוק ההון הישראלי. מועד פרסום סולם ההמרה הינו החל מיום 1 ביולי 2009.

#### 6. הרחבת הדיווחים לרשויות ולציבור

בשנים האחרונות ובשנת הדוח נמשכה המגמה של יצירת שקיפות כלפי המבו טחים והעמיתים וכלפי המפקח באופן שירחיב את המידע הניתן על ידי הגופים המוסדיים וישפר את אפשרויות הבקרה. יצירת השקיפות באה לידי ביטוי בדרישות שונות של דיווח לרשויות השונות, לציבור הרחב, לעמיתים, למבוטחים ולמפקח על הביטוח. בין הדיווחים הנדרשים ניתן למנות את הדיווחים העיקרים הבאים:

#### א. דיווחים למפקח

על מנת ליצור מתכונת אחידה לדיווח למפקח, פורסמו בשנת 2008 חוזרים אשר עודכנו בנובמבר 2009 בדבר דוח חודשי של קרנות פנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח. הוראות החוזרים נועדו להסדיר את מתכונת הדיווח החודשית של הגופים המוסדיים ולקדם את איכות הדיווחים הנשלחים לממונה על שוק ההון, ובהתאם הורחבו חובות הדיווח בכל הנוגע להשקעות, לדמי ניהול, העברות כספים, מדדי סיכון ועוד. בנוסף, נשלחים למפקח דוחות נוספים שונים.

#### ב. דיווחים לציבור ו/או לעמיתים

- **דוחות כספיים:** חברות ביטוח, חברות מנהלות וקרנות פנסיה מפרסמות לציבור את הדוחות הכספיים שלהן.
- **דיווח שנתי ורבעוני לעמיתים ול מבוטחים:** על הגופים המוסדיים לשלוח לכלל לקוחותיהם דיווחים שנתיים רחבים ודיווחים רבעוניים מצומצמים. בנובמבר 2009 פורסם חוזר שמטרתו להרחיב את היקף המידע הניתן לעמיתים ולמבוטחים בדיווח הרבעוני ובשירות איחזור המידע ברשת האינטרנט. המידע הנוסף הנדרש מתייחס לשיעור דמי הניהול על בסיס שנתי, דמי הניהול שנגבו בפועל ושיעור התשואה ברוטו לתום הרבעון. כמו כן הרחיב החוזר את חובת משלוח הדיווח הרבעוני גם לגבי עמיתים /מבוטחים שלא הפקידו כספים במהלך הרבעון הרל וונטי, ובלבד שיתרת החסכון

המצטבר שלהם גבוהה מ - 50,000 ש"ח. תחילת החוזר החל מהדיווח הראשון לשנת 2010.

- **תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח)(דינים וחשבונות כספיים), התשס"ז-2007** -תקנות אלה מטילות על מבטח ישראלי , חברה מנהלת וחברה מנהלת של קופת גמל לקצבה , את החובה להגיש לממונה דין וחשבון כספי שנתי ורבעוני . עוד מוסיפות התקנות וקובעות , כי על הדין והחשבון הכספי השנתי להיות מבוקר בידי רואה חשבון ואילו על אלה הרבעוניים להיות מסוקרים בידי רואה חשבון . התקנות מחילות את האמור גם על עסקיו בישראל של מבטח חוץ.
- **אתר אינטרנט:** החל מינואר 2006 חלה על הגופים המוסדיים החובה להקים אתר אינטרנט אשר, בין היתר, מאפשר ללקוח, במסגרת האתר, לקבל מידע בדבר החיסכון הפנסיוני שלו ולצפות בתשואות תיק ההשקעות ובהרכבו , לרבות ברמת הנכס הבודד , וכן בדבר הוצאות ישירות הנגבות בשל ביצוע עסקאות בגופים המוסדיים המנוכות מחשבונות העמיתים.
- נתוני השוואה באינטרנט למוצרי חיסכון ארוך טווח : הממונה על שוק ההון מפרסם באתר האוצר באינטרנט נתונים השוואתיים ביחס לקופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח.
- באוקטובר 2009 פורסמה טיוטת חוזר שמטרתו לקבוע **חובת איסוף, שמירה ודיווח על נתונים סטטיסטיים ביחס למשך זמן הטיפול בבקשות למשיכת כספים** , להעברת כספים ולקבלת קצבת זקנה וכן הצגתם באתר האינטרנט של הגוף המוסדי בכל שנה קלנדרית ביחס לשנה שחלפה וביחס לארבע השנים האחרונות . מטרת איסוף המידע הסטטיסטי ופרסומו לאפשר פרסום מדדים אשר יצבי עו על יעילות הגופים המוסדיים בטיפול בבקשות כאמור.
- בהתאם לחוזרי המפקח , נדרש הגוף המוסדי להציג באתר האינטרנט, בין היתר, דוחות תקופתיים מלאים של הגוף המוסדי ושל קופות הגמל שבניהולו של ארבע השנים האחרונות.
- בפברואר 2008, פורסם חוזר גופים מוסדיים דיווח רבעוני ל ציבור על הוצאות ישירות . מטרת החוזר לקבוע את אופן הדיווח לציבור באתר האינטרנט של החברה , בו יפורטו מרכיבי ההוצאות הישירות הנגבות בשל ביצוע עסקאות בגופים המוסדיים , ובאמצעות כך להגביר את רמת המידע המוצג לציבור וליצור מנגנון שקוף ביחס לגביית הוצאות אלו .
- כמו כן , דוחותיהם התקופתיים המלאים של ה חברה נשלחים למפקח ומתפרסמים באתר האינטרנט של אגף שוק ההון , ביטוח וחיסכון במשרד האוצר בהתאם להוראות המפקח.



- במרס 2008 פורסם תיקון לתקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), התש"ס-2000, שתכליתו הגדלת הגמול לזכאי דירקטור חיצוני באופן משמעותי, בהתאם לדרגתה של החברה הנקבעת לפי ההון העצמי של החברה כמפורט בתיקון לתקנות. כמו כן, התיקון מסדיר את אופן אישור וקביעת הגמול לדירקטורים חיצוניים בחברה. רוב ההוראות שבתיקון חלות רק על דירקטורים חיצוניים שמונו לאחר פרסומו אולם הוא קבע התאמות מסוימות הנדרשות לגמול דירקטורים מכהנים.

- במרס 2009 פורסם חוזר בעניין גמול לדירקטורים חיצוניים בגופים מוסדיים שמטרתו להשוות בין הגמול המשולם לדירקטורים חיצוניים ונציגים חיצוניים בגופים מוסדיים המאוגדים בחברות פרטיות לבין תנאי הגמול של דירקטורים חיצוניים בגופים מוסדיים שהם חברות פרטיות לבין הגמול שהיה משולם להם אילו היו מאוגדים בחברות ציבוריות. על פי החוזר, גוף מוסדי יפעל בהתאם לתקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות לדירקטור חיצוני), התש"ס-2000 ובהתאם לתקנות החברות (עניינים שאינם מהווים זיקה), התשס"ז – 2006, לעניין הגמול שיש לשלם לדירקטור חיצוני, בשינויים שיחולו בהן מעת לעת, בין אם הוא מאוגד בחברה פרטית ובין אם הוא מאוגד בחברה ציבורית, בהתאמות הנדרשות ובכפוף לחריגים המפורטים בטיטת החוזר. דירקטור חיצוני המכהן במספר גופים מוסדיים בשל יטה משותפת וכן ב"חברה אם של גוף מוסדי", כהגדרתה בחוזר, יקבל בעד כהונתו בכל הגופים המוסדיים ובחברה האם של הגוף המוסדי גמול שאינו עולה על הסכום של: (א) גמול שנתי "קבוע" וגמול בעד ישיבות בעד כהונתו בגוף המוסדי בעל היקף הנכסים הגדול ביותר בקבוצת הגופים המוסדיים (להלן: "הגוף המוסדי העיקרי"); (ב) בתוספת (ב) הנמוך מבין: (i) הגמול לפי ישיבות בכל הגופים למעט הגוף המוסדי העיקרי; או (ii) הגמול השנתי "הקבוע" בגוף המוסדי העיקרי. גובה הגמול נקבע על סמך ההון העצמי אשר לצורך חישובו יכלול גם את שווי הנכסים המנוהל על ידי הגוף המוסדי.

להערכת החברה, פרסום החוזר יחד עם התיקון לתקנות בדבר גמול דירקטורים יביאו להעלאה של שכר הדירקטורים והדירקטורים החיצוניים בחברה ולגידול בהוצאותיה של החברה.

ג. מאפיינים והתפתחויות בענף הפנסיה :

להלן פירוט המאפיינים וההתפתחויות בענף הפנסיה , ככל שהדבר רלו ונטי לקרנות פנסיה ותיקות :

1. שיטות שיווק -

במגזר הקיבוצים נערכו מפגשים רבים עם משקים שחבריהם עמיתים בקרן. במיוחד עם המשקים שעברו או נמצאים במהלך של שינוי ומעבר לשכר דיפרנציאלי. מטרת המפגשים הינה סיוע בהערכות והרחבת הצבירה הפנסיונית בתוכניות הקיימות.

2. התפתחויות בהסכמי ביטוח משנה -

אין לקרן או לחברה ביטוח משנה.

3. מיסוי -

א. חוקי המס החלים על החברה :

על החברה חלות הוראות חוק מס הכנסה (תיאומים בשל אינפלציה), התשמ"ה-1985. על-פי החוק נמדדות התוצאות לצרכי מס כשהן מותאמות לשינויים במדד המחירים לצרכן.

בחודש פברואר, 2008 התקבל בכנסת תיקון לחוק מס הכנסה (תיאומים בשל אינפלציה), התשמ"ה-1985 המגביל את תחולתו של חוק התיאומים משנת 2008 ואילך. החל משנת 2008, נמדדות התוצאות לצרכי מס בערכים נומינליים למעט תיאומים מסוימים בגין שינויים במדד המחירים לצרכן בתקופה שעד ליום 31 בדצמבר, 2007. התיקון לחוק כולל בין היתר את ביטול התוספת והניכוי בשל אינפלציה והניכוי הנוסף בשל פחת החל משנת 2008.

ב. שיעורי המס החלים על הכנסות החברה :

1. המס הסטטוטורי החל על מוסדות כספיים ובכללם החברה, המהווה את עיקר פעילות הקבוצה, מורכב ממס חברות וממס רווח.

2. בהתאם לצווי מס ערך מוסף (שיעור המס על מלכ"רים ומוסדות כספיים) (הוראת שעה), התשס"ט-2009 שאישרה הכנסת בחודשים יוני ודצמבר 2009 יעמוד שיעור מס הרווח החל על מוסדות כספיים כדלהלן :

-	16.5%	- החל מיום 1 ביולי 2009 ועד ליום 31 בדצמבר 2009.
-	16.0%	- בשנת 2010.
-	15.5%	- החל מיום 1 בינואר 2011.

3. בחודש יולי 2009 התקבל בכנסת חוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה ליישום התוכנית הכלכלית לשנים 2009 ו-2010), התשס"ט-2009 אשר

קובע, בין היתר, הפחתה הדרגתית נוספת של שיעור מס חברות ושיעור מס רווח הון ריאלי בישראל החל משנת 2011.

להלן שיעורי המס הסטטוטוריים החלים על מוסדות כספיים ובכללם החברה :

שנה	שיעור מס	
	שעור מס חברות	שעור מס רווח במוסדות כספיים
	%	
2009	26	*16.0
2010	25	16.0
2011	24	15.5
2012	23	15.5
2013	22	15.5
2014	21	15.5
2015	20	15.5
2016 ואילך	18	15.5

(\* שיעור משוקלל).

השפעת השינוי בשיעורי מס הרווח אינה מהותית על תוצאות החברה לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2009.

ג. לחברה הוצאו שומות מס סופיות עד וכולל שנת המס 2005.

#### 4. תחרות

קרנות הפנסיה הותיקות הינן קרנות הסגורות לעמיתים חדשים ולכן התחרות בענף זה מועטה באופן יחסי, וזאת בצירוף העובדה כי לא ניתן כיום להעביר עמיתים מקרן אחת לקרן אחרת.

ד. השפעת חוקים, תקנות והוראות חדשות על עסקי קרן הפנסיה בתקופת הדו"ח ועל נתוני הדו"ח הכספי:

להשפעת החוקים, התקנות וההוראות החדשות על עסקי קרן הפנסיה בתקופת הדו"ח ועל נתוני הדו"ח הכספי ראה פירוט בסעיף 2 לעיל.

ה. כניסה ושיווק תחומי פעילות חדשים , לרבות תכניות ביטוח ושירותים הקשורים לביטוח ושאינם קשורים לביטוח:  
לא היו שינויים בפעילות החברה בנושאים שבנדון.

**3. מצב כספי**

**התפתחויות שחלו בסעיפי המאזן בתקופת הדו"ח:**  
א. שינויים התחייבות הפנסיונית (במיליוני ש"ח):

2008	2009	
696.2	854.1	התחייבות לפנסיונרים (1)
2,804.4	3,721	התחייבות לפעילים- זכויות שכבר נצברו (2)
2,545.3	2,530	התחייבות לפעילים- זכויות שייצברו בעתיד (3)
2,159	925.7	התחייבות לעמיתים לא פעילים

1. ההתחייבויות לפנסיונרים גדלו מסך של 696.2 מיליוני ₪ בשנת 2008 ל סך של 854.1 מיליוני ₪ בשנת 2009. עיקר הגידול נובע מגידול במספר הפנסיונרים מ – 2,707 בשנת 2008 ל – 3,416 בשנת 2009. כמו כן , הפנסיה הממוצעת גדלה מסך של 2,055 ₪ בשנת 2008 לסך של 2,069 ₪ בשנת 2009.
2. ההתחייבויות לפעילים (זכויות צבורות) גדלו מסך של 2,804.4 מיליוני ₪ בשנת 2008 לסך של 3,721 מיליוני ₪ בשנת 2009. עיקר הגידול נובע מכך שבשנת 2009 עמיתים שהיו מוקפאים בשנת 2008 שבו להפקיד לקרן והפכו שוב לעמיתים פעילים.
3. ההתחייבויות לפעילים (זכויות עתידיות) גדלו מסך של 2,454.3 מיליוני ₪ בשנת 2008 לסך של 2,530 מיליוני ₪ בשנת 2009. כמפורט בדוח האקטוארי בהרחבה , קיים קושי לחזות את ההתחייבויות הפנסיוניות העתידיות עקב הקושי לחזות את דמי הגמולים העתידיים, בייחוד במסלולי הקבוצה.

א. עודף (גרעון) במאזן האקטוארי (במיליוני ש"ח):

2008	2009	
(1,282.2)	2.3	עודף/גרעון אקטוארי

במהלך שנת 2009 חל שינוי מגרעון אקטוארי של 1,282.2 מיליוני ש"ח לעודף אקטוארי של 2.3 מיליוני ש"ח. השינוי כאמור נבע בעיקר מרווחי תשואה ומחלוקת הגרעון של שנה שעברה לעמיתים. פירוט מלא מופיע בנספח א' לדוח האקטוארי.

ב. השפעת שינויים בהנחות ובבסיסי סיס האקטואריים, אם היו כאלה, בתקופת הדו"ח בהשוואה לתקופה שקדמה לה.

לא היו שינויים בהנחות ובבסיסי האקטואריים בתקופת הדוח מלבד שנוי עקום התשואה של ריביות עתידיות כמפורט בחוזר 10-3-1.

ג. התפתחויות יוצאות דופן בהתחייבות לעמיתים:

אקטואר הקרן ציין בחוות דעתו שהמאזן האקטוארי נערך על-פי ההנחות לחישוב ההתחייבויות הפנסיוניות שנקבעו על ידי אגף שוק ההון, הנחות אלו ששימשו בעריכת המאזן הינן הנחות "מוכתבות" שאינן מבוססות על שיקול דעת אקטוארי המותאם לאופי הקרן. מאחר והקרן הינה קרן צעירה יחסית, לא נצברו מספיק נתונים סטטיסטיים המצדיקים הגשת בקשה לאוצר להתאמת ההנחות לאופי הקרן. לפיכך, ההתחייבויות האקטואריות המוצגות במאזן מהוות הערכה על בסיס קשיח שרק עם הזמן ניתן יהיה להעריך את מידת התאמתה.

המאזן האקטוארי נערך על בסיס קרן סגורה. הערכת התשלומים כוללת את התחייבויות הקרן כלפי פנסיונרים, החברים הפעילים ובעלי הזכויות המוקפאות בקרן נכון לתאריך המאזן. הערכת התשלומים הצפויים בעתיד מדמי הגמולים של העמיתים הקיימים נעשתה על יסוד התשלומים שנעשו בעבר ובהתבסס על הערכות והנתונים שקיבלתי מהקרן ובפרט נתוני השכר בקרן בשלושת החודשים שקדמו למועד עריכת המאזן. החישובים מבוססים על מקדמים מעודכנים על פי תקנון שאושר ע"י האוצר ב-2008.

ד. ההתפתחות, במשך השנתיים האחרונות בסך כל המאזן, בהתחייבות הפנסיונית ובעודף ההכנסות על הוצאות (במיליוני ₪).

<u>2008</u>	<u>גידול באחוזים</u>	<u>2009</u>	
3,902	25.7	4,906	סך כל המאזן (1)
3,902	25.7	4,906	התחייבות פנסיונית (2)
(129.6)	-	822	עודף ההכנסות על הוצאות (3)

1. סך כל המאזן בשנת 2009 עלה בשיעור של כ- 25%, וזאת לעומת שנת 2008 בה שיעור הגידול היה נמוך ועמד על כ- 3%. עיקר השינוי נובע בעיקר מרווחים מהשקעות בשנת 2009 לעומת הפסדים מהשקעות בשנת 2008, כמפורט בסעיף 5(א) להלן.

2. סעיף ההתחייבויות הפנסיוניות בשנת 2009 עלה בשיעור של כ- 25% וזאת לעומת גידול נמוך יחסית בשיעור של כ- 3% בשנת 2008. עיקר הגידול נובע מרווחים מהשקעות – כמפורט בסעיף 5(א) להלן.

3. בשנת 2009 עודף הכנסות על הוצאות הסתכם בכ- 822 מיליון ₪, לעומת עודף של הוצאות על הכנסות שהסתכם בכ- 130 מיליון ₪, בשנת 2008.

ה. להלן ניתוח והסברים למרכיבי דוח הכנסות והוצאות, בעניינים הבאים:

- מרכיבים עיקריים של דוח הכנסות והוצאות, לרבות הכנסות מהשקעות, עודף הכנסות מהשקעות ודמי ניהול.

להלן פירוט נתונים כספיים עיקריים מהדוח הכספי של הקרן:

<u>2008</u>	<u>גידול (קיטון) באחוזים</u>	<u>2009</u>	
במיליוני ש"ח	%	במיליוני ₪	
(133.8)	-	801.7	<u>סך הכל הכנסות מהשקעות (1)</u>
27.4	52.8%	41.88	<u>סיוע כספי מהאוצר (2)</u>
			<u>הוצאות</u>
26.1		27.2	<u>דמי ניהול לחברה מנהלת (3)</u>
(129.6)		822	<u>עודף הכנסות על הוצאות - (3)</u>

1. ההכנסות מהשקעות בשנת 2009 הסתכמו בכ- 801 מיליון ₪ וזאת לעומת הפסדים מהשקעות של כ- 134 מיליון, שהיו בשנת 2008. עיקר ההכנסות נובעות מרווחים בהשקעות בניירות ערך סחירים ובניירות ערך לא סחירים.

2. לקרן ניתן, מדי שנה, סיוע כספי ממ שרד האוצר, וזאת בהתאם להנחיית הממונה מיום 11 בדצמבר 2003. הסיוע ניתן כפיצוי על הקטנת שיעור אגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה הותיקות המאוזנות אקטוארית. בשנה זו, קיים גידול בסעיף זה, של כ- 53% לעומת שנה קודמת. הגידול בסיוע הכספי מושפע ביחס ישיר מהקיטון באגרות החוב המיועדות ומגידול בסך הנכסים. בשנת 2009 ירד שיעור אגרות החוב המיועדות מסך נכסי הקרן ביחס ל שיעורן בשנת 2008.

3. הוצאות דמי הניהול עלו בשנת 2009 לסך של 27.2 מליון ₪. עיקר הגידול נובע מגידול בהיקף הנכסים הצבורים של הקרן.

- **השפעה של תופעות או אירועים מיוחדים על תוצאות הפעילות**  
בשנת 2009 לא היו אירועים מיוחדים שהשפיעו על תוצאות הפעילות.
- **שינוי מהותי ברווחי השקעות ביחס לתקופות קודמות**  
ראה פירוט בסעיפים 1(ג), 4(ד) ו- 5(א) לעיל.
- **השפעת שינויים בהוראות המפקח על הביטוח על תוצאות הפעילות**  
אין שינויים מהותיים בהוראות המפקח על הביטוח שהשפיעו על תוצאות הפעילות.
- **השפעת השינויים בהוראות המס על תוצאות הפעילות**  
אין שינויים מהותיים בהוראות המס שהשפיעו על תוצאות הפעילות.
- **השפעת עונתיות על תוצאות הפעילות של קרן הפנסיה**  
הפקדות דמי גמולים במהלך חודש דצמבר גבוהות באופן יחסי מההפקדה הממוצעת במהלך השנה בכ - 360%. הסיבה לכך נעוצה בעו בדה שאוכלוסיית העמיתים העצמאיים בקרן מפרישים בדרך כלל בחודש דצמבר סכומים הגבוהים מההפקדות השוטפות במהלך השנה.
- **שינויים בהיקף דמי הגמולים**  
בשנת 2009 חל קיטון בה יקף הפקדות דמי גמולים לקרן ביחס לשנת 2008. בשנת 2009 דמי הגמולים הסתכמו בסך של כ- 270 מיליוני ₪ לעומת 318 מיליוני ₪ בשנת 2008.
- **שינויים מהותיים בשיטת חישוב המאזן האקטוארי בהשוואה לתקופה קודמת**  
בשנת 2009 לא היו שינויים מהותיים בשיטת חישוב המאזן האקטוארי בהשוואה לתקופה קודמת.
- **פרטים בדבר סכום דמי הניהול שנגבה מהמבוטחים**  
בשנת 2009 נגבה סך של כ- 27.2 מליון ₪, וזאת בהשוואה לסך של כ- 26.1 מיליוני ₪. עיקר הגידול נובע מגידול בהיקף הנכסים הצבורים של הקרן ביחס לשנת 2008.

## 5. תחזית זרמי כספים

פירוט מלא של תחזית זרמי הכספים של קרן הפנסיה מתשלום וגביית דמי גמולים, הכנסות מהשקעות וגביית דמי ניהול לשנים 2009-2056 ניתן למצוא בנספח י' לדוח האקטוארי.

(א) פדיון מואץ של זכויות עמיתים: אין.

(ב) נכסים שלגביהם קיים קושי במימוש: אין.

(ג) חובות של מעסיקים ועצמאיים, מבטחי משנה, מבוטחים, יתרות סוכנים וחייבים עסקיים אחרים, שהפיגור בגבייתם עלול להשפיע על תזרים המזומנים של קרן הפנסיה: אין.

(ד) גביית חובות ע"י העברת נכסים ולא במזומן: אין.

## 6. סקירת של ההתפתחות הכלכלית במשק ושוק ההון לשנת 2008 והקשרן למדיניות

### ההשקעה של הקרן

#### השפעת גורמים חיצוניים

#### ההתפתחויות הכלכליות במשק והקשרן למדיניות ההשקעה של הקרן

#### התפתחות הפעילות הכלכלית בישראל

באופן מעט מפתיע, המשק הישראלי הצליח לעבור את המשבר הגלובלי בצורה סבירה. בניגוד להערכות הרווחות אשר ציפו בתחילת השנה לירידת תוצר של כ- 1.5%-1% בשנת 2009, בסופו של דבר המשק הצליח להתרחב ב- 0.5%, אמנם מדובר בירידת תוצר לנפש בשיעור של כ- 1.3%. הציפיות לירידה חדה בתוצר נבעו מהרכב התוצר הישראלי אשר נשען על מרכיב ייצוא משמעותי של כ- 44% מסך התוצר, כאשר 62% מהיצוא התעשייתי (ללא יהלומים) מיועד לארה"ב ואירופה, גושים בהם המשבר הכלכלי היה קשה במיוחד. הגוש האסייתי, אשר המשיך לצמוח בקצב נאה בשנת 2009, מהווה כ- 16% בלבד מהיצוא התעשייתי. איתנות המשק הישראלי נבעה מכמה גורמים. ניתוח של הייצוא הישראלי מראה שמספר סקטורים חשובים המשיכו לצמוח למרות המיתון הגלובלי, כגון הייצוא הביטחוני, פרמצבטיקה ובעיקר, רכיבים אלקטרוניים בשל המפעל החדש של אינטל בקריית גת אשר התחיל לפעול בשנת 2009 ותרם כנראה, כ- 0.5% לתוצר. באופן כללי הייצוא של הטכנולוגיה העלית, אשר מהווה כ- 52% מהיצוא הישראלי התאושש במהרה מהמשבר. אמנם הייצוא הישראלי ירד בשיעור חד מהשליש האחרון של שנת 2008 ועד חודש מאי 2009, אך במחצית השנייה של השנה חלה התאוששות בקצב מהיר של כ- 34% במונחים שנתיים. בנוסף, ישראל נהנית מביקוש מקומי יציב יחסית, זאת כתוצאה משיעור גידול אוכלוסיה של 1.8%, שיעור חיסכון פרטי גבוה יחסית של כ- 14% ורמת חוב של משקי בית נמוך (כ- 52% מההכנסה הפנויה). משמעות הדבר, שמשקי הבית יכלו להמשיך לצרוך בתקופה של אי וודאות כלכלית על חשבון ירידה בחיסכון (בניגוד גמור למציאות בקרב משקי בית אמריקאיים אשר נכנסו למשבר עם שיעור חיסכון אפסי וחוב של כ- 129% מההכנסה הפנויה). בנוסף, העלייה בעושר הכולל של משקי בית ישראלים תרמה לצריכה הפרטית: גם



ערכם של נכסים פיננסיים וגם ערך נכסי הנדל "ן עלו באופן ניכר בשנת 2009. מנגד, שני גורמים תרמו לעלייה מתונה בלבד בצריכה הפרטית בשנת 2009: האחד, עלייה באבטלה מרמה ממוצעת של 6.1% בשנת 2008 לרמה של 7.7% בשנת 2009 (ו- 8% ברבעון ג' 09). השני, ירידה בכוח הקנייה של הציבור כתוצאה משחיקת שכר ריאלית של כ- 2.8%. השכר הנומינלי נותר כמעט יציב מול אינפלציה של 3.9% במשך השנה. בסיכומו של דבר, בשנת 2009 הצריכה הפרטית עלתה ב- 1.1%, ירידה של 0.7% לנפש.

ההשקעות בבנייה למגורים עלו ב- 4.0% על רקע גידול מתון במספר התחלות הבנייה בשל התאוששות בביקושים להשקעות בנדל "ן. ההשקעות בענפי המשק ירדו ב- 9.6% בשל אי וודאות כלכלית וסיום ביצוע השקעות ענק בהקמת המפעל החדש של אינטל בקרית גת.

בשנת 2009 היבוא ירד בשיעור חד של 15.4%. הירידה מוסברת על ידי ירידת מלאים של הסקטור העסקי, ירידה בהשקעות (יבוא מכונות וציוד ירד ב- 27.3%) וירידה ביבוא מוצרי צריכה בשיעור של 8.9% על רקע אי וודאות לגבי המצב הכלכלי ועלייה באבטלה.

שוק העבודה הפגין יציבות יחסית לרוב המדינות המפותחות בעולם בהן התרחשה עלייה חדה בשיעור הבלתי מועסקים. בישראל שיעור האבטלה עלה לרמה של 8.0% ברבעון ב' 2009 לעומת רמת שפל של 5.9% ברבעון ב' 2008. בתקופה הזאת מספר המועסקים ירד ב- 12 אלף איש. יחד עם זאת, כבר ברבעון ג' חל שיפור בשוק העבודה עם ירידה בשיעור האבטלה לרמה של 7.8% וירידה נוספת ל- 7.4% בחודש נובמבר. למעשה מספר המועסקים במשק ברבעון ג' כבר חזר לרמתו ערב המשבר (רבעון ב' 08) ונימשך הביקוש לעובדים ברבעון ד'. סקרי הציפיות השונים (סקר חברות של בנק ישראל, מדד מנהלי הרכש ועוד) מצביעים על הגידול בביקוש לעובדים לקראת סוף השנה.

השכר הריאלי במשק נשחק ב- 2.8% בשנת 2009 עם שחיקה של 1.7% בסקטור הציבורי ושחיקה של 3.3% בסקטור העסקי. עיקר הגמישות בשכר התרחשה בסקטור העסקי כאשר חברות רבות, בפרט בענפי טכנולוגיה העלית הורידו שכר כחלק מתהליך ההתייעלות בתקופת המשבר. במסגרת עסקת חבילה של ההסתדרות עם הממשלה הובטח שקט בתחום דרישות השכר עד סוף 2010.

### התפתחות הפעילות הממשלתית

אישור תקציב 2009 נדחה עקב הקדמת הבחירות בחודש מרץ. במסגרת מדיניות פיסקאלית של הממשלה החדשה, הוחלט ליישם מסגרת תקציב דו- שנתית בשנים 2009 ו- 2010 ולהגביל את הגירעון התקציבי ל- 6% בשנת 2009 ו- 5.5% בשנת 2010. במסגרת זאת, מגבלת הגידול בהוצאה התקציבית הורחבה מ- 1.7% לשנה ל- 3.0%, באופן חד פעמי, כדי לתמוך בפעילות הכלכלית על רקע המיתון הכלכלי. ההתאמות הפיסקאליות הדרושות נעשו בעיקר על ידי העלאת מסים, עם קיצוץ רוחבי מסוים וקיצוץ מסוים בביטחון. שיעור המע"מ עלה באחוז ל- 16.5% (באופן זמני עד סוף 2010), ובנוסף עלה המיסוי על שורה של מוצרים כגון דלק, סיגריות, מכוניות גדולות ("הרפורמה הירוקה") ומים ("היטל הבצורת").

בניגוד לחלק גדול מהמדינות בעולם אשר הגדילו באופן משמעותי את ההוצאה התקציבית (fiscal stimulus) במטרה לתמוך בפעילות הכלכלית, ישראל ניהלה מדיניות תקציבית שמרנית יחסית בצד ההוצאות. הוקמו קרנות מנוף במטרה להקל על עלויות המימון של

החברות, הורחבה מסגרת הערבויות לתעשייה ומעט הלוואות ניתנו לעסקים קטנים המדיניות של מניעת גידול משמעותי בגירעון התקציבי הייתה מושתתת על חשש לגידול חד בחוב הממשלתי ואולי פגיעה בדירוג של ישראל. בתקופת עיצוב מסגרת התקציב בסוף רבעון א' גברה הפסימיות לגבי השלכות המשבר הגלובלי על המשק הישראלי. מסגרת התקציב הדו- שנתית נבנתה על הנחות של צמיחה שלילית של 1.5% בשנת 2009 וצמיחה מתונה של 1.0% בשנת 2010. ואכן, בפועל ההכנסות ממסים במחצית הראשונה של השנה ירדו באופן חד בשיעור של 12.3% לעומת אותה תקופה אשתקד על רקע צמצום בצריכה הפרטית, ירידה ברווחים של הסקטור העסקי, וירידה במס רווחי ההון.

כאמור, הגירעון התקציבי המתוכנן בשנת 2009 עמד על 6% תוצר או 44.4 מיליארד ₪. במצב של ירידות בשוקי ההון בעולם בראשית השנה, ואי בהירות לגבי האפשרות להשלים את ההפרטה של הבנקים או להנפיק בחו"ל, הנטל למימון הגירעון נפל על הנפקות אג"ח בשוק המקומי. לפיכך, במחצית הראשונה של השנה הממשלה הנפיקה 50.4 מיליארד ₪ מול פדיון כולל (קרן וריבית) של 43.7 מיליארד ש"ח. עודף הגיוס בשוק האג"ח הסתכם ב- 6.7 מיליארד ₪, תופעה אשר תמכה, לכאורה, בעליית תשואות. יחד עם זאת, ירידה בהנפקות של הסקטור הפרטי, רכישות אג"ח על ידי בנק ישראל, והעדפה גוברת של הציבור לנכסים "בטוחים" תמכו בשוק האג"ח ברבעון א' של השנה.

בפועל, בשנת 2009 הגירעון התקציבי הסתכם ב- 39.3 מיליארד ₪, כ- 5.1 מיליארד ש"ח פחות מהמתוכנן. ההתאוששות המהירה בפעילות הכלכלית (במקביל להעלאת מסים) תרמה לשיפור בגביית המסים במחצית השנייה של השנה, הגבייה עלתה ב- 10.0% לעומת הגבייה במחצית הראשונה של השנה. בסיכומו של דבר ההכנסות ממסים עלו על ה ציפיות בסכום כולל של 4.7 מיליארד ₪. הגירעון התקציבי הסתכם ב- 5.15% תוצר, נמוך בכמעט אחוז לעומת התכנון המקורי. החוב הממשלתי הסתכם ב- 79% תוצר לעומת 74% בשנת 2008.

רק לקראת סוף השנה משרד האוצר התאים את תוכנית ההנפקות למציאות המשתפרת בתחום התקציבי. היקף ההנפקות ירד ברבעון האחרון של שנת 2009 ובראשית שנת 2010. הקטנת ההנפקות הייתה למעשה מאוחר מדי. בסיכומו של דבר, בשנת 2009 האוצר גייס 10.5 מיליארד ₪ מעבר לצורכי המימון של התקציב, זאת בנוסף לגיוס יתר של 5.9 מיליארד ₪ בשנת 2008. מצד אחד, מדובר במדיניות שגויה אשר משמעת ותה עלייה מיותרת בחוב הממשלתי. מצד שני, מדובר במקור למימון הגירעון ב- 2010 אשר יאפשר הקטנה משמעותית בהנפקות.

#### **מדיניות מוניטארית**

בנק ישראל ניהל מדיניות מוניט ארית אגרסיבית בשנת 2009 במטרה לתמוך בהתאוששות בפעילות הכלכלית. הריבית הבסיסית ירדה בחודש אפריל ל רמה של 0.5%, רמה שישראל לא ידעה בעבר. בנוסף, בנק ישראל ניהל מדיניות של התערבות גם בשוק המט"ח וגם בשוק האג"ח. בשנת 2009 בנק ישראל רכש כ- 20 מיליארד דולר בשוק המט"ח במטרה מוצהרת לתמוך בשע"ח של השקל וברווחיות היצוא בתקופה של ירידה חדה בביקוש העולמי. יתרות המט"ח עלו באופן חד ל- \$60.6 מיליארד בסוף 2009 מרמה של \$42.3 מיליארד בסוף 2008 ו- \$28.5 מיליארד בפברואר 2008, המועד בו בנק ישראל התחיל לרכוש מט"ח בשוק. בדומה למדינות רבות כגון ארה"ב ובריטניה, בנק ישראל גם רכש אג"ח ממשלתי במטרה להוריד את מחיר ההון לטווח הארוך ובכך להוזיל את עלויות המימון של הסקטור העסקי. בין החודשים

פברואר ועד ראשית אוגוסט בנק ישראל רכש כ- 18 מיליארד ₪ אג"ח ממשלתי בשוק המשני, כ- 20% מסך ההנפקות של הממשלה. קשה לאמוד את מידת ההצלחה של מדיניות זו בשל ההבנה בשוק האג"ח לגבי הזמניות של התערבות בנק ישראל בשוק האג"ח.

### שוק המט"ח

בשנת 2009 שע"ח של השקל התחזק ב- 2.1% מול הדולר ופחת ב- 6.3% מול היורו. התנהגות השקל הושפעה מאד ממגמת היחלשות הדולר בעולם אשר נחלש מ- 1.39 דולר ליורו בסוף 2008 ל- \$1.43 בסוף 2009. שע"ח של השקל גם הושפע מגורמים בסיסיים חיוביים. העודף החשבון השוטף עלה מ- 1.0% תוצר בשנת 2008 ל- 3.7% בשנת 2009. שיפור בחשבון השוטף התרחש על רקע ירידה מתונה יותר ביצוא מאשר ביבוא וירידה חדה במחירי האנרגיה והסחורות בעולם.

בנוסף, תנועות ההון תמכו בהתחזקות השקל בשנת 2009. למרות המשבר הכלכלי הגלובלי, תושבים זרים המשיכו להשקיע בהשקעות ריאליות בישראל, בעיקר בענפי הטכנולוגיה העלית. ההשקעות הריאליות של זרים הסתכמו ב- \$5.0 מיליארד בשנת 2009, לעומת השקעות ריאליות זניחות של ישראלים בחו"ל בהיקף של \$0.7 מיליארד.

לעומת כניסת הון נטו בתחום ההשקעות הריאליות, תנועות ההון הפיננסיות נטו היו לכיוון מחוץ לישראל. ישראלים השקיעו בחו"ל כ- \$7.9 מיליארד, כ- \$6.9 מיליארד בשוק המניות בחו"ל והשאר בשוק האג"ח. עיקר ההשקעות בחו"ל בוצעו על ידי גופים מוסדיים (כ- \$5.3 מיליארד). למרות הגידול בחשיפה לחו"ל, לא ברור עד כמה מדובר בגידול בחשיפה למטבע חוץ. רבים מהגופים המוסדיים הגדילו את השקעותיהם בחו"ל תוך כדי גידור של הפוזיציה במטבע חוץ.

כאמור, רכישות המט"ח על ידי בנק ישראל מנעו ייסוף חד יותר בשקל. אך בדומה להתערבות בשוק האג"ח, הציפייה להפסקה או הקטנה של מעורבות בנק ישראל בשוק המט"ח הביאה לפעולה ספקולטיבית בחודשי הקיץ (בפרט על ידי זרים) ולהתחזקות השקל.

### סביבת האינפלציה

בראשית השנה, רבים ציפו לדפלציה (אינפלציה שלילית) בשנת 2009 כתוצאה מגידול חד בפער התוצר, התמתנות בביקושים וירידה של מחירי הסחורות המיובאות. בפועל, האינפלציה הסתמכה ב- 3.9%, זוהי שנה השלישית ברציפות שהאינפלציה בישראל חורגת מיעד האינפלציה שקבעה הממשלה (בין 1% ל- 3%). עלייה חדה באינפלציה מוסברת על ידי מספר גורמים:

1. השפעת הממשלה בהעלאת מסים והיטלים תרמה כ- 1.1% לאינפלציה.
2. עלייה של 5.6% במחירי הדיור תרמה כ- 1.2% נוספים לעליית האינפלציה בשנת 2009. עלייה זו במחירי הדיור מפתיעה מעט על רקע ההאטה בפעילות הכלכלית ועלייה באבטלה. ההסבר לעלייה זו נעוץ במספר גורמים: ראשית, הירידה במלאי הפנוי של דירות חדשות כתוצאה מירידה בהתחלות הבנייה בשנים האחרונות. שנית, מדיניות מוניטארית מרחיבה אשר גם הוזילה את עלויות המימון לרוכשי דירות, וגם צמצמה את האטרקטיביות של אפיקי השקעה אחרים כגון פיקדונות ואגרות חוב. מספר המכירות של דירות חדשות עלה ב- 12.7% בשנת 2009. אמנם, השיקול

המוניטארי השפיע בעיקר על הגידול בביקוש לרכישת דירות , אך בעקיפין גם על מחירי שכר דירה אשר נמדדים במדד המחירים לצרכן.

3. יתרת האינפלציה נאמדת בכ- 1.4%, ומוסברת על ידי עלייה במחירי האנרגיה במשך השנה (מ- \$35 לחבית בראשית השנה לכ- \$70 בסופה). לעומת זאת , עלייה בפער התוצר פעלה להתמתנות האינפלציה.

### ריבית בנק ישראל

ישראל הייתה המדינה הראשונה בעולם שה עלתה את הריבית הבסיסית . בסוף חודש אוגוסט בנק ישראל העלה את הריבית ב- 0.25% לאחר פרסום מדד יולי הגבוה (1.1% לעומת ציפיות למדד של 0.6%). בנק ישראל המשיך להעלות את הריבית בסוף נובמבר ובסוף דצמבר בשיעור של 0.25% בכל פעם , על רקע המשך סביבת אינפלציה גבוהה יחסית (בתחום העליון של יעד האינפלציה, למעט השפעת העלייה במיסוי ) ואינדיקטורים כלכליים חיוביים המעידים על שיפור ניכר ברמת הפעילות וירידה באבטלה . בסוף השנה , ריבית בנק ישראל עמדה על 1.25%. משמעות הדבר, ריבית ריאלית שלילית של כ- 2.6%.

### תיאור ההתפתחויות בשוקי ההון והכספים

שוק ההון הישראלי התאושש מחודש פברואר והשלים עלייה חדה של 57% (תא אביב - 100). התנהגות שוק ההון הישראלי תאמה את המגמה החיובית הכלל עולמית החל מרבעון ב' 2009. ההתערבות המסיבית של בנקים מרכזיים בעולם , בפרט הפד , בצירוף הזרמת ביקושים על ידי הגדלת ההוצאה התקציבית מנעה התדרדרות לתהום והחזירה את האמינות למערכת הפיננסית. מדד ה- MSCI של משקים מתעוררים (המדד אליו ישראל עדיין שייכת עד לחודש מאי 2010 לפני המעבר למדד MSCI של המשקים המפותחים) עלה ב- 73% בשנת 2009. שוקי ההון בעולם נתמכו על ידי עודף נזילות ענק במערכת הפיננסית כתוצאה משורה של צעדי הזרמה (quantitative easing) שונים על ידי רוב הבנקים המרכזיים כגון רכישת אג " ממשלתיות, אג"ח מגובה משכנתאות ועוד . עודף נזילות במערכת תורם לא רק לעלייה בשוקי המניות, אלא גם בשוקי האג " (ממשלתי וקונצרני), שוק הסחורות , הזהב ואפילו שוק הנדל"ן במקומות מסוימים.

התפתחות גלובלית נוספת אשר תמכה בהתאוששות בשוקי ההון הייתה התנתקות (decoupling), חלקית לפחות , של חלק מהמדינות המתפתחות (באסיה בפרט ) מכלכלות המערב. שיפור ניכר במצב הפיסקלי בחלק מהמדינות המתפתחות איפשר נקיטת מדיניות מרחיבה ללא יצר של בעיה בגודל החוב הממשלתי . סין מהווה דוגמה בולטת עם הזרמה פיסקאלית אדירה בתוכניות להשקעה בתשתית . משקים מתפתחים הצליחו לצמוח ב- 2.4% בשנת 2009 מול צמיחה שלילית של 3.4% במשקים המפותחים (מדינות בארגון ה- OECD) . תופעה בולטת נוספת בשוקי ההון כללה הענשה ש ל מדינות בעייתיות בעלות חוב בעייתי ומדיניות פיסקאלית לא אמינה . איסלנד, אוקראינה, לטביה, דובאי ולאחרונה יוון , ספרד, פורטוגל ואיטליה הן דוגמאות לתגובה מהירה של שוקי ההון ועלייה בפרמיית הסיכון . על רקע הטלטלות הללו , היציבות של ישראל בהחלט בולטת וראויה לשבח . הבנקים הישראליים נמנעו מלהיכנס לנכסים "רעילים" בהיקפים גדולים וניהלו מדיניות אשראי שמרנית. מדיניות פיסקאלית אחראית תמכה באמינות. יציבות זו איפשרה למערכת הפיננסית לספוג את משבר אפריקה ישראל ללא זעזועים של ממש.

שנת 2009 נחלקת לשתי תקופות בכל הקשור למגמות בשוק ההון: החודשיים הראשונים של השנה ועשרת החודשים האחרונים של השנה.

החודשיים הראשונים של השנה אופיינו בהמשך מגמת ירידות השערים בשוקי המניות ועליית המרווחים בשוקי האשראי, שאפיינו את החודשים ספטמבר-דצמבר 2008. אלה נבעו מהחשש לעתיד המערכת הפיננסית וחששות מ כניסת כלכלת העולם לשפל כלכלי ארוך טווח. זאת, למרות גיבושן של תוכניות החירום של ממשלות שונות לבלימת המשבר הפיננסי, הפחתת שיעורי הריבית, וירידה חדה במחירי הנפט. בישראל, שמרו מדדי המניות באותה תקופה על יציבות יחסית, הודות לגילוי מצבורי הגז הטבעי הגדולים מול חופי ישראל. התקופה מרץ-דצמבר 2009 אופיינה בתיקון חד ומתמשך כלפי מעלה – עליות במדדי המניות העיקריים בעולם, בפרט במשקים המתעוררים, וירידת מרווחים על אג"ח חברות. זאת, בזכות אופטימיות בקרב המשקיעים כי הממשל האמריקאי וממשלות אחרות לא יאפשרו לבנקים גדולים נוספים ליפול, הרמות הנמוכות של הריביות המוניט אריות ושל התשואות על אג"ח ממשלתיות, מחירי המניות הנמוכים והמרווחים הגדולים על אג"ח חברות.

בנוסף, בשנת 2009 חזרו המשקיעים הזרים לבורסה של ת"א. סך השקעות זרים במניות בבורסה של ת"א הסתכמו בשנת 2009 ב-1.8 מיליארד דולר, לעומת מימושים בהיקף דומה בשנת 2008. גם ההשקעות באג"ח ממשלתיות ובמק"מ גדלו השנה, ועמדו על 1.7 מיליארד דולר, לעומת מימושים נטו של 1.5 מיליארד דולר בשנת 2008. בסיכום שנת 2009, רשמו כל מדדי ת"א עליות נאות: מדד ת"א 100 עלה בשיעור של 79.6%, מדד המעו"ף עלה בשיעור של 71.5%, מדד נדל"ן 15 עלה בשיעור של 125.2%, מדד תל-טק 15 עלה בשיעור של 81.4%, מדד פיננסים 15 עלה בשיעור של 126.9%, ומדד הבנקים עלה בשיעור של 117.4%.

איגרות החוב הניבו במהלך שנת 2009 תשואה של 16.5%, תוך תשואה גבוהה במיוחד באג"ח חברות בשיעור של 40% (מזה: תל-בונד 40 - כ-48%). איגרות החוב הממשלתיות, לעומת זאת, רשמו תשואה של 7%, בהובלת האג"ח צמודות המדד (10%), בעוד תשואת האג"ח השקלי הייתה מתונה למדי (3%).

בחינת השינוי המצטבר במדדי אג"ח המדינה ואג"ח החברות מתחילת המשבר מראה כי אג"ח המדינה כמעט ולא נפגעו, ואף נהנו מעליות שערים. הסיבות העיקריות לכך הן הורדת ריבית בנק ישראל, שהובילה לירידה בתשואות, והתייחסות המשקיעים לאג"ח מדינה כ"מקום מבטחים" בעיתות משבר ותופעת ה-Flight to safety הנגזרת ממנה. זו, השפיעה על אג"ח ממשלת ישראל בשתי דרכים: באופן ישיר, משקיעים יש ראלים שחיפשו אפיקי השקעה סולידיים, ביצעו רכישות מוגברות של אג"ח ממשלתיות; השפעה עקיפה, אך לא פחות חזקה, נבעה מרכישות מוגברות של אג"ח ממשלת ארה"ב בשוקי ההון בעולם, אשר הביאה לירידה חדה של התשואה לרמות שפל של 2.1% באג"ח ל-10 שנים (סוף 2008). איגרות החוב של ממשלת ארה"ב מהוות אלטרנטיבה וסמן (Benchmark) לאיגרות החוב של ממשלת ישראל, ולכן תרמו לירידת התשואות בארץ. האג"ח הממשלתיות נהנו גם מרכישות איגרות החוב הממשלתיות על ידי בנק ישראל.

**אגרות החוב הקונצרניות**

איגרות החוב הקונצרניות, אשר נפגעו מאוד מהמשבר בחודש ספטמבר 2008 ומחוסר הוודאות בסוף השנה, החלו מתקנות את מצבן כבר בסוף שנת 2008, ובחודש אפריל 2009 חזר המדד הכללי של איגרות החוב הלא-ממשלתיות לרמתו ערב המשבר.

השיפור בשווקים מצא את ביטויו גם בעלייה בהיקף הגיוסים של אג"ח חברות בשוק החוץ-בנקאי, אשר חדל לתפקד כמעט לחלוטין בסוף שנת 2008, ונראה היה כי יקשה עליו לחזור לעצמו בעתיד הנראה לעין. העלויות בשוקי ההון והמשך זרימת כספים טבעית לגופים המוסדיים, כמו גם תשואות נאות, הביאו להתעוררות מחודשת של גיוסי הון באמצעות אג"ח. במהלך השנה גויסו בבורסה של ת"א 35.5 מיליארד ₪ (50% מעל הגיוסים ב-2008) בהנפקות לציבור והקצאות פרטיות של אג"ח חברות, מזה: כ-12 מיליארד ₪ גויסו על-ידי הבנקים. 44% מהסכום שגויס הינו בריבית שקלית, בהשוואה ל-27% ב-2008 (11% בלבד ב-2007).

**השינוי באחוזים של מדדי שיעור תשואה כולל לניירות ערך מסחריים**

2009	רבעון ד'	רבעון ג'	רבעון ב'	רבעון א'	
					<b>מניות וניירות ערך להמרה</b>
					<b>מדדי חו"ל</b>
27.0	3.7	16.9	19.7	-12.5	MSCI שווקים מפותחים (\$)
74.5	8.3	20.1	33.6	0.5	MSCI שווקים מתעוררים (\$)
					<b>מדדים מקומיים עיקריים</b>
71.5	32.8	18.4	11.2	-1.9	מדד - תל אביב - 25
104.3	33.1	19.4	45.2	-18.2	מדד - תל אביב - 75
79.6	32.9	20.3	18.1	-4.9	מדד - תל אביב - 100
105.5	25.8	33.6	26.1	-3.1	מדד - יתר מניות והמירים
81.4	24.9	24.6	23.8	-5.8	מדד - תל-טק
107.4	63.5	30.1	0.6	-3.1	מדד - תל אביב - בנקים
					<b>מדד כללי</b>
78.8	13.8	10.3	18.3	20.3	
					<b>מדדים ענפיים</b>
117.4	19.6	36.0	31.1	1.9	בנקים מסחריים
125.2	9.3	13.9	72.3	4.9	חברות וסוכנויות ביטוח
73.9	13.0	14.2	17.7	14.4	מסחר ושירותים
114.6	8.9	16.2	30.7	29.8	נדל"ן, בינוי, פיתוח וחקלאות
52.5	12.5	4.5	9.2	18.8	חברות תעשייה
176.2	13.3	10.9	49.5	47.1	חברות להשקעה ולאחזקה

661.6	45.9	14.3	38.9	228.7	חיפושי נפט וגז
					<b>איגרות חוב</b>
					<b>מדד כללי</b>
15.5	1.3	2.5	3.2	7.9	
24.9	2.2	3.5	7.2	10.1	אג"ח צמודות למדד המחירים לצרכן
10.3	0.2	3.4	0.9	5.5	ממשלתיות:
7.8	0.1	1.2	3.4	2.9	שנים לפידיון 0 - 2
10.5	-0.6	1.8	3.6	5.4	שנים לפידיון 2 - 5
10.9	-1.0	3.8	0.8	7.1	שנים לפידיון 5 - 7
10.7	-0.2	5.1	-0.9	6.5	שנים לפידיון 7 - 10
40.2	3.2	4.4	13.3	14.8	קונצרניות
21.7	0.1	9.1	6.0	7.4	מדד תל בונד 20
48.0	2.4	5.5	12.2	22.2	מדד תל בונד 40
2.5	0.0	1.5	-1.7	2.7	אג"ח ממשלתיות לא צמודות
2.5	-0.2	1.9	-2.4	3.3	בריבית קבועה
2.6	0.9	0.5	0.0	1.3	בריבית משתנה
1.3	0.2	0.1	0.3	0.6	מק"מ
					שער החליפין של השקל (רמת סוף תקופה, ש"ח)
	3.775	3.758	3.919	4.188	מול הדולר
	5.442	5.51	5.535	5.574	מול האירו

את הסיכונים העיקריים אליהם חשופה הקרן ניתן לסווג לשני סוגים : סיכונים חיצוניים שאינם בשליטת הקרן ולועדת ההשקעות של הקרן אין יכולת להתמודד איתם , וסיכונים פנימיים עימם יש לועדת ההשקעות של הקרן כלים ויכולות להתמודד.

#### סיכונים חיצוניים מרכזיים

א. שינויים בהנחות אקטואריות – שינויים בהנחות האקטואריות כגון ת וחלת חיים, שכר ממוצע וכו' שמשפיעים על המחויבות האקטוארית אך אין להם השפעה על נכסי הקרן, כך שהם עלולים ליצור עודף התחייבויות על נכסים (גירעון אקטוארי).

- ב. אירועים קטסטרופאליים – אירועים כגון מגיפות, רעידת אדמה וכיוצא ב יכולים להיות בעלי השפעה על היקף מחויבות הקרן.
- ג. שינויים רגולטורים – שינויי רגולציה, לרבות שינויים חשבונאיים, יכולים להשפיע על ערכם של התחייבויות הקרן ו/או ערך נכסיה.

### סיכונים פנימיים מרכזיים

- א. **סיכוני שוק** - נכסי הקרן ואף התחייבויותיה חשופים לירידת ערכם כתוצאה משינויים במחירי שוק כגון: שערי ריבית, מחירי ני"ע, שערי חליפין, אינפלציה וכד'. .
- ב. **סיכוני אשראי בתיק נכסים** – הסיכון לירידת ערך נכס חוב (אג"ח/הלוואה) כתוצאה מחדלות פרעון או ירידה באיכות האשראי של הצד הנגדי, ריכוזיות בתיק האשראי, במנפיק, קבוצת מנפיקים בענף ו/או באיזור גאוגרפי, עלולה להעצים את החשיפה לסיכוני אשראי.
- ג. **סיכוני נזילות** – סיכון הנובע מאי יכולת הקרן לספק את צרכי הנזילות שלה. סיכון זה נובע מאי הודאות שקיימת לגבי עיתוי התשלומים מחד וזמינות מקורות מאידך. צורך אפשרי לגיוס מקורות באופן בלתי צפוי ובזמן קצר עשוי לחייב מימוש נכסים משמעותי בתנאי לחץ ומכירתם במחירים הנמוכים ממחירי השוק. צורך כזה עלול להיווצר בנסיבות מסוימות, כתוצאה מעזיבת עמיתים.
- ד. **סיכונים תפעוליים** – סיכון להפסד כתוצאה מאי נאותות או כשל של תהליכים פנימיים של אנשים ומערכות הקשורים באופן ניהול נכסי הקרן, ובכללם גם סיכונים הנובעים מניהול השקעות הקרן ע"י מנהלי תיקים חיצוניים.

ועדת ההשקעות של הקרן דנה בישיבותיה בסיכוני ההשקעה השונים של התיק וגיבשה מדיניות וכללי השקעה בכדי לצמצם סיכוני השקעה. במסגרת זו ועל מנת לתת מענה למדיניות השקעות כוללת, לסיכונים המתוארים לעיל, קבעה ועדת ההשקעות של הקרן הקצאת נכסים מפורטת וכן מסגרות פעילות, כלי השקעה, כללי פיזור וחשיפה, כללים לאופן השימוש במנהלי השקעות חיצוניים, מדדי ייחוס וכללי דיווח ובקרה.

מדיניות ההשקעות של הקרן נבחנת אחת לתקופה ע"י דירקטוריון הקרן וועדת ההשקעות של הקרן נפגשת בתדירות של אחת לשבועיים ו כמו כן מתבצעות בקרות אירועים מהותיים. הועדה מקבלת עדכון שוטף לגבי מצב התיק, הערכות כלכליות, עדכון בנוגע לשווקים, אלטרנטיבות השקעה, הצעות השקעה ובחינת ביצועים.



## ההקשר למדיניות ההשקעה של הקרן

בשנת 2009 המשיכה הקרן להשקיע באג "ח ממשלתיות צמודות במח"מ בינוני ארוך וכן באג"ח קונצרני לצורך שיפור התשואה הפנימית של תיק האג"ח שלה. בקרן הותיקה כ- 41% מסך נכסי הקרן הינם אג "ח ממשלתיות מיועדות , וכ- 59% מנכסי הקרן מהווים נכסים חופשיים, כאשר נכסים צמודי מדד אשר כוללים בתוכם פיקדונות בנקאיים שטרי הון אג"ח קונצרניות סחירות ולא סחירות מסתכמים לסך 1,775 מל"ש המהווים כ- 41.62% מסך נכסי הקרן. הקרן מקפידה להחזיק אחוז גבוה של נכסים צמודי מדד על מנת להקטין את החשיפה האינפלציונית של נכסי הקרן. בקרן הרבעון כ- 33% מסך נכסי הקרן הינם אג"ח ממשלתיות מיועדות, וכ- 67% מנכסי הקרן מהווים נכסים חופשיים, כאשר נכסים צמודי מדד אשר כוללים בתוכם פיקדונות בנקאיים שטרי הון אג "ח קונצרניים סחירות ולא סחירות מסתכמים לסך כ- 248 מל"ש המהווים כ- 41% מסך נכסי הקרן הרבעון. הקרן מקפידה להחזיק אחוז גבוהה של נכסי צמודי מדד על מנת להקטין את החשיפה האינפלציונית של נכסי הקרן.

הקרן הותיקה משקיעה באג"ח קונצרניות מדורגות בארץ ובחו"ל. ההשקעות בארץ ברובן בקבוצת דירוג AA (דירוג מקומי) ובחו"ל בדירוג בינ"ל A ומעלה. לקרן הותיקה מגבלות ברמת הקונצרן והנייר. אחוז הנכסים המדורגים A- ומטה בקרן הותיקה אינו עולה על 2.8% מסך נכסי הקרן.

מבחינת סיכון הריכוזיות, קיים פיזור בהשקעה באפיק הקונצרני בין הענפים השונים, הענפים הבולטים הם ענף הנדל"ן המהווה כ- 6.2% בקרן הותיקה מסך הנכסים וכ- 9% מתוך סך נכסי קרן הרבעון. ענף הבנקאות המהווה כ- 16.5% מסך הנכסי בקרן הותיקה וכ- 18.4% בקרן הרבעון.

יחד עם זאת לקופה חשיפה למט "ח בהיקפים של כ- 3.3% בקרן הותיקה וכ- 3.6% בקרן הרבעון הנובעים מהשקעות באג"ח זרות ובמניות בחו"ל, כמענה לסיכון המח"מ שאינו ניתן לגידור באמצעות נכסים צמודי מדד מקומיים.

התיק נבנה ע"פ שאיפה זו, בתיק ישנו פיזור גיאוגרפי, סקטוריאלי גבוה יחסית, שיעור המניות בתיק נמוך יחסית ומהווה כ- 7.2% משווי של שתי הקרנות.

נתונים בדבר תיקי הנכסים של הקרן הותיקה וקרן הרבעון

1. פילוח לפי אפיקי השקעה : (נתונים ליום 31.12.2009 באלפי ש"ח).

נתוני קרן ותיקה :

אחוז מהתיק	היקף חשיפה	אפיק השקעה
1.86%	79,142	מזומן שקלי
3.27%	139,305	צמוד מטח
40.87%	1,742,524	מיועדות
6.82%	290,624	מניות
41.62%	1,774,573	צמוד מדד
5.58%	237,804	שקלי
<b>100.00%</b>	<b>4,263,972</b>	

נתוני קרן רבעון :

אחוז מהתיק	היקף חשיפה	אפיק השקעה
6.53%	39,424	מזומן שקלי
3.57%	21,555	צמוד מטח
32.95%	198,870	מיועדות
9.48%	57,241	מניות
41.07%	247,911	צמוד מדד
6.40%	38,619	שקלי
<b>100.00%</b>	<b>603,620</b>	

2. התפלגות לפי דירוגים בישראל : (נתונים ליום 31.12.2009 באלפי ₪)

נתוני קרן ותיקה :

%	סכום	דירוג
4.06%	173,068	A
2.83%	120,650	A-
9.98%	425,506	A+
9.04%	385,571	AA
4.78%	203,686	AA-
2.59%	110,300	AA+
2.63%	112,292	AAA
0.46%	19,796	B
0.13%	5,692	BB
0.27%	11,376	BBB
0.75%	31,974	BBB-

0.15%	6,388	<b>BBB+</b>
0.00%	26	<b>C</b>
0.50%	21,218	<b>CCC-</b>
0.46%	19,453	<b>D</b>
0.02%	717	לא מדורג
1.86%	79,142	מזומן
49.69%	2,118,718	ממשלתי
6.82%	290,624	מנייתי
3.00%	127,775	קונצרני זר
<b>100.00%</b>	<b>4,263,972</b>	

**נתוני קרן רבעון :**

<b>%</b>	<b>סכום</b>	<b>דירוג</b>
4.59%	27,692	<b>A</b>
1.49%	8,986	<b>A-</b>
8.21%	49,546	<b>A+</b>
11.85%	71,508	<b>AA</b>
3.57%	21,545	<b>AA-</b>
3.22%	19,441	<b>AA+</b>
2.60%	15,671	<b>AAA</b>
0.36%	2,186	<b>B</b>
0.09%	560	<b>BB</b>
0.09%	544	<b>BBB-</b>
0.31%	1,855	<b>BBB+</b>
0.00%	3	<b>C</b>
0.52%	3,142	<b>CCC-</b>
0.87%	5,267	<b>D</b>
0.65%	3,927	לא מדורג
6.53%	39,424	מזומן
42.29%	255,244	ממשלתי
9.48%	57,241	מנייתי
3.29%	19,836	קונצרני זר
<b>100.00%</b>	<b>603,620</b>	

השפעת גורמים חיצוניים על פעילות התאגיד  
 לעניין זה ראה פירוט לעיל בפרק 2(ד) .

## 7. הערכת בקורות ונהלים לגבי הגילוי

בהתאם לחוזרי המפקח מצורפות לדוחות כספיים שנתיים ורבעוניים של חברות המנהלות קרנות פנסיה ושל קרנות פנסיה (להלן "הגופים המוסדיים"), הצהרות עליהן חותמים מנכ"ל וסמנכ"ל כספים, או מי שממלא בפועל את התפקיד האמור, בגופים המוסדיים.

ההצהרות מבוססות על הוראות הרשות לניירות ערך בארה"ב (ה- US Securities and Exchange Commission - להלן "SEC") ומאמצות את דרישות סעיף 302 של חוק סרבנס אוקסלי (The Sarbanes-Oxley Act - להלן "SOX Act"). ההצהרות מצורפות לדוחות הכספיים של הגופים המוסדיים החל מהדוחות התקופתיים לשנת 2007. הנהלת החברה והנהלת הקרן קבעו נהלים ומינו ועדת גילוי בהשתתפות מנהלים בכירים, במתכונת המאפשרת לקיים הנחיות חוזרים אלו.

הנהלת החברה והקרן, בשיתוף המנכ"ל ומנהל הכספים של החברה והקרן, העריכו לתום התקופה המכוסה בדוח זה את היעילות של הבקורות והנהלים לגבי הגי לוי של החברה והקרן. על בסיס הערכה זו, המנכ"ל ומנהל הכספים של החברה והקרן הסיקו כי לתום תקופה זו הבקורות והנהלים לגבי הגילוי של החברה והקרן הנן יעילות על מנת לרשום, לעבד, לסכם ולדווח על המידע שהחבר והקרן נדרשות לגלות בדוח השנתי בהתאם להוראות הדין והוראות הדיווח שקבע הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון ובמועד שנקבע בהוראות אלו.

במהלך התקופה המכוסה המסתיימת ביום 31 בדצמבר 2009 לא אירע כל שינוי בבקרה הפנימית של החברה והקרן על דיווח כספי אשר השפיע באופן מהותי, או סביר שצפוי להשפיע באופן מהותי, על הבקרה הפנימית של החברה והקרן על דיווח כספי.

## 8. אחריות ההנהלה על הבקרה הפנימית על דיווח כספי

על פי חוזר גופים מוסדיים בנושא "אחריות ההנהלה על הבקרה הפנימית על דיווח כספי" אשר עודכן ביוני 2009, על הגופים המוסדיים להיערך לכלול בדוחותיהם השנתיים, החל בדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2010, הצהרת הנהלה באשר לאחריותה על הבקרה הפנימית על דיווח כספי. בנוסף, תיכלל בדוחות הכספיים מאותו מועד, חוות דעת של רואי החשבון המבקרים לגבי הבקרה הפנימית על דיווח כספי. נוסח הצהרת ההנהלה על הבקרה הפנימית ונוסח חוות הדעת של רואי החשבון המבקר טרם הופצו על ידי המפקח.

הוראות החוזר נועדו ליישם את דרישות סעיף 404 של ה- SOX act ("סעיף 404") בגופים מוסדיים ואת הכללים שנקבעו בהתייחס אליו על ידי ה- SEC וה- Public Company Accounting Oversight Board.

דרישות אלה קובעות בין היתר :

- ההנהלה תצהיר על אחריותה להק מה ותחזוק של מערך ונהלי בקרה פנימית נאותים , על דיווח כספי , ותכלול את הערכתה לתום שנת הכספים לגבי יעילות המערך וכללי הבקרה הפנימית על דיווח כספי .
  - בקרה פנימית נאותה מחייבת קיום מערך בקרה על פי מסגרת מוגדרת ומוכרת . מודל בקרה פנימי שפורסם בדוח של ה- Committee Of Sponsoring Organizations of the Tread way Commission ("COSO"), עונה על הדרישות ויכול לשמש לצורך הערכת הבקרה הפנימית .
  - יישום הוראות החוזר מחייב פיתוח והקמה של מערכות תשתית של בקרות פנימיות בגופים המוסדיים והליך פיתוחן של מערכות אלה מחייב את הגופים המוסד יים להיערך ולקבוע שלבים ויעדי ביניים עד ליישומן המלא .
  - במסגרת לוחות הזמנים שנקבעו ליישום החוזר , בצעו החברה והקרן עד למועד פרסום הדוח השנתי ליום 31 בדצמבר 2009 את הפעולות הבאות :
  - מונתה ועדת היגוי אשר כוללת גורמי הנהלה בכירים .
  - נבחרו יועצים חיצוניים בעלי ני סיון שמסייעים ומדריכים את החברה והקרן בהיערכותן .
  - נבחר מודל הבקרה הפנימית COSO לצורך הערכת הבקרה הפנימית . מודל COSO מגדיר מהי בקרה פנימית ומספק אמות מידה לפיהן נבחנת האפקטיביות של מערך הבקרה הפנימית .
  - הוטמעה מערכת ממוכנת ייעודית המשמשת לניהול המידע בקשר לתהליכי העבודה והבקרות הפנימיות ולניהול תהליך העמידה בהוראות סעיף 404 .
  - זוהו חשבונות ותהליכים עסקיים מהותיים לדיווח הכספי וזוהו היחידות המהותיות שעוסקות בניהול ודיווח בגין תהליכים אלה .
  - בוצע ואומת התייעוד של תהליכים אלה אשר כולל תיאור תהליך , ניתוח הסיכונים והבקרות לדיווח כספי והערכת עיצוב הבקרות .
  - האחריות על תיקון ליקויים בבקרה הפנימית לדיווח כספי , הוטלה על המנהלים אשר אחראים על ביצוע התהליכים שזוהו כמהותיים לדיווח הכספי . חלק מהליקויים תוקנו במהלך שנת 2009, נקבעו לוחות זמנים לתיקון ליקויים בבקרות המפתח לדיווח כספי או ליישום בקרות מפצות במהלך שנת 2010 ומבוצע מעקב אחר העמידה בהם .
  - רואי החשבון המבקרים של החברה והקרן נתנו אישור בדבר עמידתן בהוראות החוזר באשר להשלמת התייעוד ואימות התייעוד . אישורים אלה נשמרים בהתאם להוראות החוזר במשרדי החברה והקרן .
- בשנת 2010 יבוצעו הפעילויות הבאות :
- בדיקת האפקטיביות התפעולית של הבקרות באמצעות ביצוע בדיקות מדגמיות .
  - המשך תיקון פערי בקרה שהתגלו בעת הערכת עיצוב הבקרות ופערים אשר עשויים להתגלות בעת בדיקת האפקטיביות התפעולית של הבקרות .

- הכנת הצהרת ההנהלה על הבקרה הפנימית.
- היערכות לשלב השני ביישום הוראות החוזר , אשר כולל החל משנת 2011 גם את הבקורות המיושמות לגבי הדיווחים הכספיים הנגזרים מהדוח הכספי המוגשים מפקח או מפורסמים לציבור, ולגבי הדוח לעמית ולמבוטח.
- כמו כן , תבוצע במהלך שנת 2010 ביקורת של רואי החשבון המבקרים ותינתן חוות דעתם לגבי הבקרה הפנימית על דיווח כספי.

עתודות קרן פנסיה לשכירים ועצמאיים בע"מ

22/03/2010

שם התאגיד

תאריך

שמות החותמים:

1. עמוס אפשטיין – יו"ר הדירקטוריון \_\_\_\_\_

2. צביקה קידר – מנכ"ל \_\_\_\_\_