



תעודות סל

דוח מיוחד | ינואר 2012

1

מחברים:

יובל סקורניק - אנליסט

yuvals@midroog.co.il

אביגיל קוניקוב - ראש צוות בכירה

avigail.k@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים

meravb@midroog.co.il

התפתחויות בשוק תעודות הסל



תרשים 1. מקור הנתונים: בנק ישראל (הנתונים אינם כוללים תעודות פיקדון). נתוני דצמבר 2011 הינם בהתאם לפרסומי החברות במסגרת דוחות החזקות הציבור לסוף דצמבר 2011.

היקף שוק תעודות הסל¹ ירד מכ-54.9 מיליארד ₪, נכון לסוף דצמבר 2010 לכ-49.1 מיליארדי ₪, נכון לסוף שנת 2011. בהתאם לפרסומי הבורסה לני"ע בת"א, מרבית הירידה נבעה כתוצאה מירידה בשווי השוק של תעודות הסל באפיק המנייתי, אשר נבעה ברובה משינוי שערי המדדים העוקבים אחרי מדדי המניות ולא מפדיונות של משקיעים.

משמאל תרשים המרכז את שווי אחזקות הציבור בתעודות סל החל מיוני 2006 ועד סוף דצמבר 2011.

בתרשים ניתן לראות את הירידה בשווי החזקות בתעודות סל החל מספטמבר 2008 ועד תחילת 2009. ירידה זו נבעה בעיקר מירידה בשווי השוק של המדדים באותה תקופה. הירידה בשווי החזקות בחודשים מאי 2010 עד יולי 2010 הושפעה ממשבר החוב במספר מדינות באיחוד האירופי על שווי השוק של המדדים הנעקבים וכן השפעת סביבת הריבית הנמוכה באותה תקופה על היקף ההשקעה באפיק האג"חי בתעודות הסל. הירידה במהלך שנת 2011 הינה כאמור כתוצאה מירידה בשווי השוק של המדדים המנייתיים.

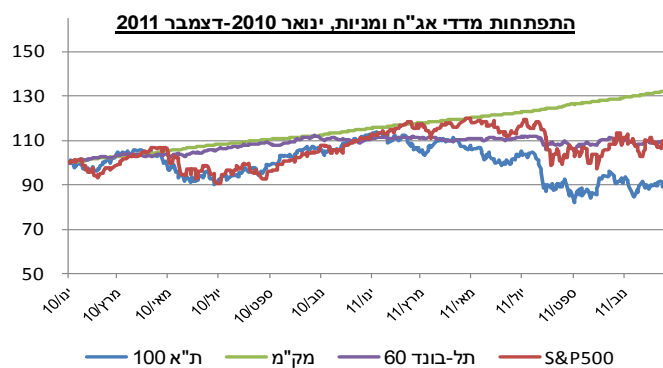
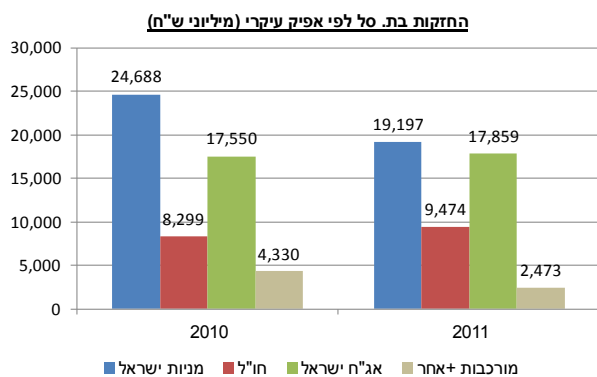
בהתאם לנתוני הבורסה לני"ע ובנק ישראל נרשמה ירידה חדה של כ-5.5 מיליארד ₪ בשנת 2011 בהחזקות ת. סל באפיק המנייתי בישראל, על רקע ירידה במדדי השוק הנעקבים וזאת לצד עלייה בהחזקות הציבור בת. סל באפיק חו"ל, בעיקר עקב רכישות הציבור. היקף ת. הסל המורכבות העוקבות אחר מדדי אג"ח קטן אף הוא.

החזקות בתעודות הסל העוקבות אחר מדדי מניות ישראלים ירדה בשנת 2011 מכ-24.6 מיליארד ₪ בסוף שנת 2010 לכ-19.1 מיליארד ש"ח לסוף נובמבר 2011, וזאת בעיקר על רקע הירידה במדדים הנעקבים בתעודות אלו והשפעות מאקרו כלכליות על המדדים. בתרשים 2 מוצגת הירידה שנרשמה בשווי מדד ת"א 100 אל מול הירידה בהחזקות הציבור בת. סל במדדי המניות הישראלים בתרשים 3.

אפיק החזקות תעודות הסל בחו"ל רשם צמיחה של כ-13%, מכ-8.3 מיליארד ₪ בסוף 2010 לכ-9.4 מיליארד ₪ לסוף נובמבר 2011, רובה מרכישות, ככל הנראה לאור העדפות משקיעים ליצירת חשיפה לנכסי חו"ל.

¹ ללא תעודות פיקדון.

בהחזקות תעודות הסל באפיק האג"חי נרשמה יציבות וזאת במקביל למשתקף במדדי השוק. יחד עם זאת הירידה באפיק מורכבות ואחר הינה בעיקר עקב ירידה בהחזקות בתעודות אג"ח מורכבות.



תרשים 3. מקור הנתונים: בנק ישראל ועיבוד מידרוג. * נתוני 2011 הינם לסוף נובמבר 2011. תעודות מורכבות מוגדרות כתעודות העוקבות אחר מספר סוגי מדדים. לדוגמא: מניות בארץ ואג"ח בארץ, מניות בארץ וחו"ל. באפיק אחר מוגדרות תעודות וכתבי אופציות על סחורות, כתבי אופציות על מדדי מניות בחו"ל ותעודות אג"ח בחו"ל.

תרשים 2. מקור הנתונים: הבורסה לני"ע, Yahoo finance ועיבוד מידרוג.

בניגוד לענף ת.הסל ותעודות הפיקדון שלא ספג פדיונות במצטבר מסוף דצמבר 2010 עד לסוף דצמבר 2011 (צבירה נטו של כ-5.2 מיליארד ש"ח²), בענף קרנות הנאמנות נרשמו פדיונות נטו של כ-10.6 מיליארד ש"ח בתקופה המקבילה.

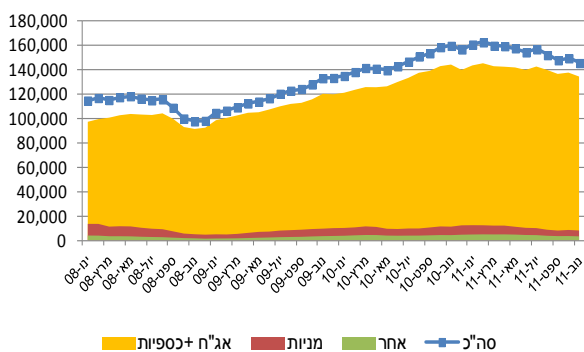
בשנת 2010 קרנות הנאמנות נהנו מיתרון יחסי בניסוים באפיק האג"חי, המהווה את אפיק ההשקעה העיקרי בקרנות נאמנות, וזאת על רקע סביבת ריביות נמוכה ועמלות קנייה ומכירה בתעודות הסל אשר מייקרות את תעודת הסל ללקוח ביחס לקרן הנאמנות, נציין כי בתעודות הסל המנייתיות הרגישות לעמלות קנייה ומכירה נמוכה יותר. לעומת גיוסי 2010 בקרנות הנאמנות, בשנת 2011 פדיונות המשקיעים הביאו לירידה בהיקף קרנות הנאמנות לכ-145 מיליארד ש"ח, לסוף נובמבר 2011. בתרשים 4 מוצג היקף הנכסים המנוהלים בתעודות הסל אל מול קרנות הנאמנות, בשנתיים האחרונות. שני השווקים שומרים על יציבות יחסית, כאשר שוק קרנות הנאמנות רגיש יותר לפדיונות עקב התמהיל הצר יחסית שלו (האפיק האג"חי - מסומן בכתום בתרשים 5), וזאת לעומת התמהיל המפוזר יחסית בשוק תעודות הסל, בין האפיק האג"חי והאפיק המנייתי. לחלק מקרנות הנאמנות קיים דומים לתעודות הסל, אל אף שהמוצרים שונים בבסיסם. תעודות הסל הינם מכשירים המבטיחים את תשואת הממד (Firm Commitment) בעוד שקרן הנאמנות, הינה מוצר מנהל אקטיבית, ואינה מחויבת לתשואת הממד אחריו עוקבת והתחייבות הינה על בסיס Best Effort. שוק קרנות הנאמנות הינו מוצר ותיק בשוק ההון הישראלי ומופץ על ידי המערכת הבנקאית. בעוד שתעודות הסל הינה ני"ע אשר תמורת קנייתו/מכירתו הבנק גובה עמלת קנייה ומכירה, קרן הנאמנות הינה מוצר המשווק על ידי הבנק בתמורה לעמלת הפצה הנגבית ממנהל הקרן. נציין

² בהתאם לדוחות החזקות הציבור של מנהלי התעודות לסוף דצמבר 2011.

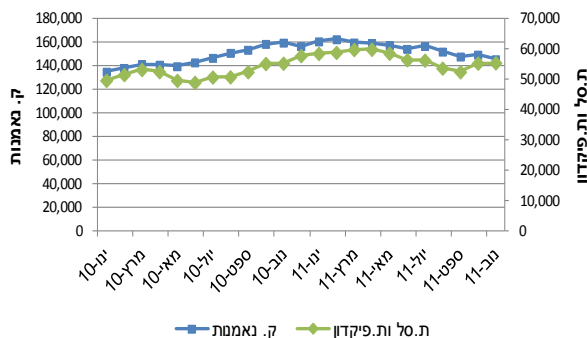


כי שני המוצרים משווקים גם למשקיעים המוסדיים. היקף עמלות הקניה והמכירה שונה בהתאם לתנאי המשקיע מול הבנק/חבר הבורסה ועשויים להיות משמעותיים בהשקעה לטווחים קצרים ו/או במדדים בעלי תשואה נמוכה יחסית (כגון אג"ח ממשלתי).

היקף קרנות נאמנות (מיליון ש"ח), 2008-2011



היקף קרנות נאמנות (מיליון ש"ח, פיקדון) - מיליון ש"ח, 2010 - נוב' 2011

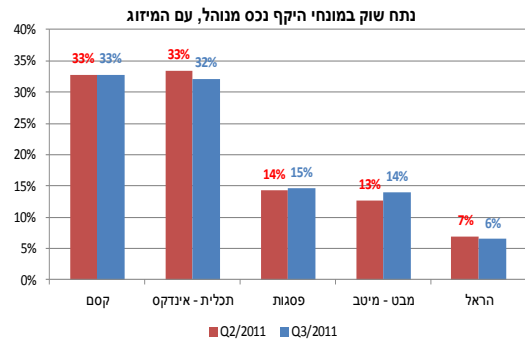
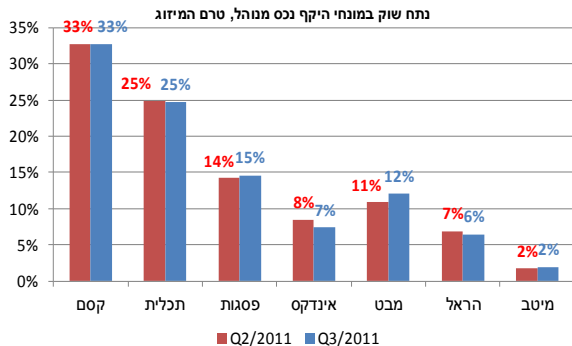


תרשים 5. מקור הנתונים: בנק ישראל ועיבוד מידרוג.

תרשים 4. מקור הנתונים: בנק ישראל ועיבוד מידרוג.

כתוצאה מעסקאות הרכישה "תכלית" - אינדקס" ו"מיטב" - מבט" נוצרו 5 קבוצות מנהלים: שתיים גדולות (קסם ותכלית), שתי בינוניות (פסגות ומיטב) והראל.

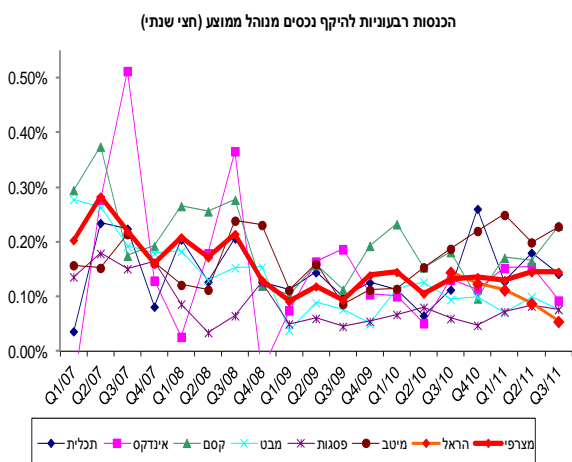
להלן תרשים המתאר את נתח השוק של כל אחד מהמנהלים במונחי היקף נכס מנוהל לפני ולאחר הרכישות כפי שעולה מהדוחות הכספיים של החברות (לרבעון השני והשלישי לשנת 2011). בהקשר זה נציין כי ענף תעודות הסל הינו ענף הנהנה מיתרון לגודל הן ברמת הוצאות התפעול בתעודות, לרבות השקעות במערכות המסחר והבקרה והן ברמת ההכנסות מניהול הנכסים המגבים המשתקפות בהיקף הפעילות היומית ובתנאים מול המערכת הבנקאית וחברי הבורסה (כגון: ריביות ועמלות מסחר וכו'). בעסקאות הרכישה החברות הביאו בחשבון את היתרונות לגודל והן את התשתיות התפעוליות המצויות בכל פעילות. בתרשים 6 ניתן לראות כי עם המיזוג נוצרו 5 קבוצות המנהלות תעודות סל ותעודות פיקדון, בתרשים מוצגים נתוני נתח השוק בהתאם להיקף הנכסים המנוהלים בדוחות הכספיים לרבעון 3, 2011. שתי הקבוצות הגדולות, כשליש מהשוק כל אחת, קסם ותכלית - אינדקס. שתי קבוצות בינוניות המחזיקות כ-14%, כל אחת, פסגות ומיטב - מבט והראל, אשר נתח השוק שלה עומד על כ-6% לרבעון 3, 2011. נתחי שוק אלו נותרו יציבים גם בהתאם לנתוני סוף דצמבר 2011, מדיווחי החזקות הציבור של החברות: קסם מחזיקה כ-33.6% מהחזקות הציבור בשוק, תכלית - אינדקס כ-33.1%, פסגות ומיטב - מבט כ-13.5%, כל אחת, והראל כ-6.3%. נציין כי המיזוגים שהתרחשו בשוק הינם כרוכים, בין היתר, במיזוג התשתית התפעולית, מהלך המשפיע על תשומת הלב הניהולית ובעל השלכות על כושר התחרות בטווח הקצר.



תרשים 6. מקור הנתונים: דוחות כספיים (תעודות סל ותעודות פיקדון) של החברות ועיבוד מידרוג.

ניתוח פיננסי ענפי, לפי מנהל תעודה

שיעור ההכנסות ביחס להיקף הנכסים המנוהל המשיך לשמור על יציבות בדומה לשנים 2009 ו-2010. שיעור זה נמוך משמעותית ביחס ל-2007 ו-2008 וזאת בעיקר על רקע התחרות בין השחקנים.

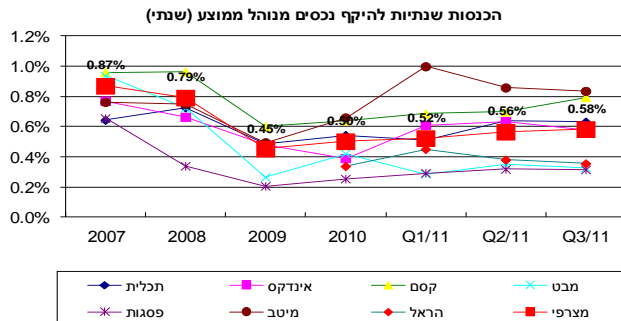


תרשים 7. מקור הנתונים: דוחות כספיים של החברות ועיבוד מידרוג. הנתונים כוללים גם נתונים של תעודות פיקדון המנוהלות על החברות. החל מנתוני הרבעון השלישי 2010 נכללים נתוני חברת הראל (גם בנתונים המצרפיים).⁴

ענף תעודות הסל רשם הכנסות של כ-258 מיליון ₪ בשנת 2010 וכ-233 מיליון ₪ לשלוש הרבעונים הראשונים של 2011. מבנה ההכנסות של חברות תעודות הסל כולל בעיקר הכנסות מדמי ניהול, הכנסות ממסחר, הכנסות מימון, הכנסות מהשאלות (לפירוט בדבר מקורות רווח³ אלו, ראה **דוח מיוחד מספטמבר 2009**). בתרשים 7 מוצג שיעור הכנסות ביחס להיקף נכסים מנוהל בממוצע (רבעוני) בהתאם לנתונים שפורסמו בדוחות הכספיים הרבעוניים של החברות, לפי חברה מנהלת. נראה כי הענף נהנה מיציבות יחסית בהיקף ההכנסות ביחס להיקף נכס מנוהל החל משנת 2009, וזאת ככל הנראה לאור תמהיל האפיקים המפוזר בענף, המאפשר לשמור על יציבות ההכנסות ביחס לנכס המנוהל.

³ יצוין כי בשנת 2011 ביצעו מספר מנפיקים עסקאות SWAP המהוות מקור רווח נוסף. לדוח מיוחד בנושא ראה: [התכנסות באמצעות עסקאות SWAP, דוח מיוחד - נובמבר 2011](#).

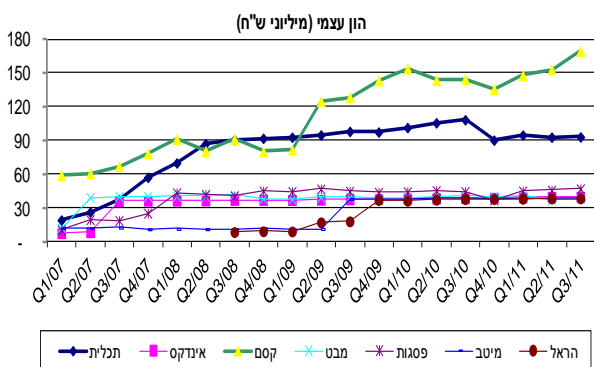
⁴ עד שנת 2010 נתוני חברת הראל לא נכללים, שכן החברה החלה את פעילותה בתחילת 2009 והכללת נתוני פעילות חדשה עשויים להטות מגמות ענפיות. בנתונים הרבעוניים מכללים החל מרבעון 3, 2010.



תרשים 8. מקור הנתונים: דוחות כספיים של החברות ועיבוד מידרוג. נתוני 2011 כוללים את נתוני ההכנסות לשנת 2011 עד לרבעון המוצג מחולקים בממוצע הנכסים לאותה תקופה. נתוני הראל נכללים בנתונים המצרפיים החל משנת 2010.² הנתונים כוללים גם נתונים של תעודות פיקדון המנוהלות על החברות.

בחברת מיטב שיעור ההכנסות ביחס להיקף הנכסים המנוהל הינו גבוה מהממוצע בענף בשנת 2010 ובמהלך 2011 וזאת בעיקר על רקע הכנסות הריבית בתעודות הפיקדון של החברה. בחברת קסם שיעור ההכנסות ביחס להיקף נכסים מנוהל הינו גבוה מהממוצע הענפי, וזאת בעיקר בשל היתרון לגודל הנכס המנוהל. חברת תכלית מציגה שיעור הכנסות דומה לממוצע הענפי. הכנסות החברות מושפעות גם מתמהיל הנכסים המנוהלים על ידם (למשל: מיטב מוטת תעודות פיקדון) וכן ממתן הנחות כחלק מאסטרטגיה לגידול בנכס השוק. מהתרשים עולה כי שיעור ההכנסות ביחס להיקף הנכסים המנוהל שמר על יציבות 2011, לאחר התאוששות מהירידה בשנת 2009.

ההון העצמי של החברות נותר יציב בשנת 2011, קסם הגדילה את הונה מכ-134 מיליון ש"ח לסוף שנה 2010 לכ-167 מיליון ש"ח לסוף רבעון 3, 2011, כתוצאה מגידול בעודפים. במסגרת תיקון 16 לחוק השקעות משותפות בנאמנות, המסדיר את פעילותו של ענף תעודות הסל, צפויות חברות תעודות הסל לאמץ מודל הקצאת הון בהתאם לסיכונים השונים.



תרשים 9. מקור הנתונים: דוחות כספיים של החברות ועיבוד מידרוג.

נציין כי במסגרת תיקון 16 ומודל ההון העצמי החדש, ההון העצמי יהיה הון עצמי כלכלי, קרי הוא לא יכול רכיבים חשבונאיים כגון הוצאות הנפקה נדחות, הנכללות בהון העצמי המפורט לעיל. בהקשר זה נציין כי ההון

משמאל מוצג תרשים הכנסות שנתיות ביחס לממוצע נכסים מנוהל (שנתי) וכן נתוני 2011 ל-3 הרבעונים הראשונים. הנתונים ל-3 הרבעונים הראשונים כוללים את נתוני סך ההכנסות בשנת 2011 עד לרבעון המוצג מחולקים בממוצע הנכסים לאותה תקופה. ניתן לראות באופן מובהק יותר את הירידה בשיעור ההכנסות בשנת 2009 ואת ההתאוששות במהלך השנים 2010 ו-2011.



העצמי הכלכלי של החברות לסוף רבעון 2, 2011 עמד על כ-310 מיליון ש"ח וזאת בהשוואה להון חשבונאי של כ-445 מיליון ש"ח, לאותו מועד.

הסיכונים בגינם יקצו חברות תעודות הסל את ההון במסגרת התקנות מכוח תיקון 16 הינם: סיכון השוק, סיכון האשראי, סיכון הנזילות והסיכון התפעולי. לצורך אימוץ המודל החברות תעבנה את מערכות הבקרה בעיקר על מנת להתמודד עם כימות סיכון השוק כמפורט במודל המוצע.

מידע מקצועי רלוונטי

[התכסות באמצעות עסקאות SWAP, דוח מיוחד - נובמבר 2011](#)

[סיכום שנת 2010 ומגמות לשנת 2011, דוח מיוחד - פברואר 2011](#)

[סיכון אשראי בתעודות פיקדון, דוח מתודולוגי - מאי 2011](#)

[יסודות ניתוח MQ, מצגת - יוני 2010](#)

[תעודות פיקדון \(תעודות התחייבות\), דוח מתודולוגי - מאי 2010](#)

[תעודות סל, דוח מיוחד - ספטמבר 2009](#)

[סולם דירוג האשראי לתעודות סל ואג"ח מגובות NOTES - ספטמבר 2009](#)

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של איגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של איגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של איגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לנד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.