



דירוג MQ (Management Quality) לתעודות סל - תכלית

דו"ח דירוג ו מאי 2010

1

מחברים:

איל גירון-גילאון - אנליסט בכיר
evalgr@midroog.co.il

אביגיל קוניקוב - ראש צוות
avigail.k@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הלה, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים
meravb@midroog.co.il

דירוג איכות ניהול תעודות סל בחברות תכלית תעודות סל, תכלית גלובל, תכלית מטבעות, תכלית דולר אן אי אס, תכלית דולר עולמי, ותכלית מורכבות (להלן: "הקבוצה")

MQ 2+	דירוג
-------	-------

דירוג MQ (Management Quality) מייצג הערכה בדבר אופן הניהול והתפעול של חברה המנהלת נכסים. בחברות המנהלות תעודות סל, מידרוג בוחנת, במסגרת דירוג MQ, בין היתר, את ההשפעות התפעוליות והניהוליות הכרוכות בשירותי מסחר, ניהול הנכסים, בקרה וניהול סיכונים.

הדירוג משמש, בין השאר, לבחינת השפעת הסיכון הכרוך בפעולות אלו על יכולת החברה לעמוד בהתחייבויות התשקיפיות למחזיקים בתעודות הסל ולכן עשוי להיות בעל השפעה על דירוג תעודות הסל. דירוג ה-MQ אינו מהווה דירוג לעמידה בהתחייבות של תעודה/תעודות סל של החברה.

1. כללי

בעלי המניות בחברות תכלית דולר אן אי אס, תכלית דולר עולמי, תכלית מטבעות, תכלית תעודות סל ותכלית גלובל הם: מר מייקל דייזיס בשיעור של כ-65.1%, בנק דיסקונט בשיעור של כ-20% ואחרים כ-14.9%. בעלי המניות בתכלית מורכבות הינם: מייקל דייזיס בשיעור של כ-46%, בנק דיסקונט בשיעור של כ-20% ואחרים כ-36%. כל שיעורי ההחזקה חושבו בשרשור (למבנה הבעלות המלא, ראה נספח א').

מייקל דייזיס, בעל תואר ראשון בכלכלה וחשבונאות מהאוניברסיטה העברית בירושלים, בשנת 1996 רכש שליטה בחברת גמביט תקשורת מחשבים ובשנת 2004 הקים את הקבוצה יחד עם דיסקונט. מייקל דייזיס התפרסם בחברת גמביט תקשורת מחשבים כסוחר מעו"ף. מייקל דייזיס, חבר דירקטוריון פעיל בקבוצה, תורם רבות מניסיונו בתחום ניהול הסיכונים והמסחר.

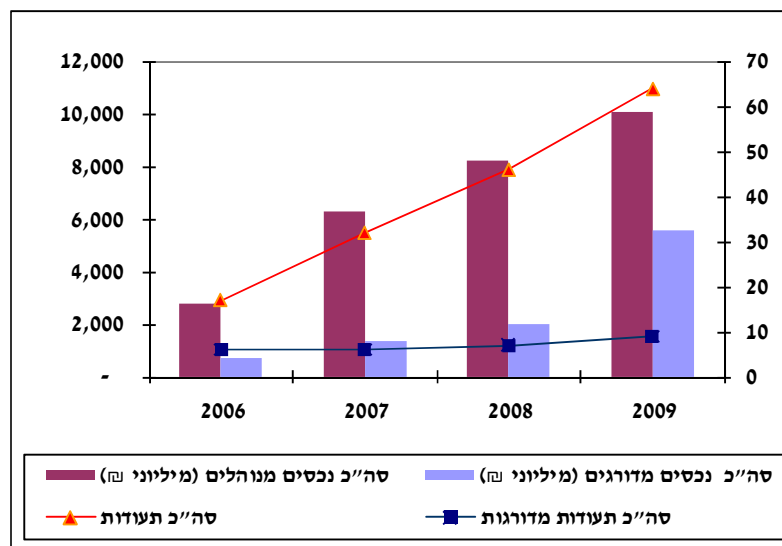


מידרוג

הקבוצה פועלת משנת 2004. נכון למועד כתיבת הדוח, הקבוצה מנהלת כ-70 תעודות סל מונפקות, אשר 13 מתוכן מדורגות ו-10 מתוכן מדורגות במידרוג: תכלית 25, תכלית 100, תכלית בנקים, תכלית 75, תכלית יתר 120, תל-בונד 20, תל-בונד 40, תל-בונד 60, תל-בונד שיקלי ודולר רי אינווסט. היקף הנכסים בכלל התעודות של הקבוצה עומד על 12.7 מיליארד ₪ כ-7.7 מיליארד ₪ מדורגים (לרשימת התעודות המנוהלות על ידי הקבוצה ליום 31/12/2009, ראה נספח ג'). נתח שוק של כ-27% מהיקף התעודות המנוהלות.

תעודת סל הינה מכשיר, המבטיח למשקיעים הצמדת השקעתם למדד ידוע וזאת באמצעות מתן התחייבות להצמדה למדד במנגנון Firm Commitment (לפירוט ראה: [דוח מיוחד תעודות סל](#)).

להלן התפתחות מספר התעודות המנוהלות על ידי הקבוצה והיקפן בממוצע שנתי בשנים 2006-2009:



*מקור- נתוני הקבוצה, עיבוד- מידרוג

1.1 גורמים תומכים עיקריים

- הקבוצה הינה אחת משני הגופים המנהלים תעודות סל הגדולים בישראל.
- לקבוצה הנהלה חזקה ויציבה.
- לקבוצה מערך ניהול סיכונים ובקרה, הכולל מחלקת ניהול סיכונים ו-BO המבצעת ניהול סיכונים ובקרה ברמה גבוהה. המערך כולל עובדים בעלי ניסיון, מערכות מחשוב ייעודיות וכן נהלים מוסדרים, לרבות נהלים למקרי קיצון.
- לקבוצה מערך מחשוב In-House התומך במערכות מסחר ומחשוב מתקדמות.
- לקבוצה מדיניות התכסות לפיה היא שואפת לסגירת חשיפות ונסמכת בעיקר על הכנסות מדמי ניהול ומרווחי ריבית בתעודות פיקדון (להלן: "דמי ניהול"), אשר אינן תלויות באופן ישיר בפעולות המסחר.
- בתעודות הסל המנוהלות על ידי הקבוצה קיימת מערכת של מנגנוני בקרה, נאמנות, שעבודים וביטחונות קשיחים.
- חסמי כניסה גבוהים לענף, עקב תחרות גדולה, יתרון לגודל ודרישות רגולטוריות שמתהוות.
- אסטרטגיה פיננסית שמרנית יחסית, הנסמכת בעיקר על דמי ניהול (לרבות הכנסות מפערי ריבית בתעודות פיקדון).

1.2 גורמי סיכון עיקריים

- תחרות עם גופים המנהלים תעודות סל שהחריפה לאחרונה ושוחקת את הרווחיות של הקבוצה.
- האטה בצמיחה של ענף תעודות הסל עשויה לפגוע ברווחיות הקבוצה בשל יתרון לגודל בענף. ההאטה עשויה לנבוע כתוצאה מירידה בהיקף הנכסים המנוהלים או כתוצאה מירידת שווי הנכסים.
- תלות באנשי מפתח, הנמנים עם ההנהלה הבכירה בקבוצה.
- פעילות הקבוצה תלויה במערך המסחר ומערך ניהול הסיכונים והבקרה שלה, לרבות תלות במערכות מחשוב וכוח אדם מקצועי. לקבוצה מדיניות לפיה היא שואפת לסגירת חשיפות וכן



מערכות בקרת סיכונים ברמה גבוהה. יחד עם זאת הקבוצה אינה יכולה לגדר בצורה מוחלטת

את הסיכון הנובע מפעילות המסחר (ראה פרק מסחר וניהול סיכונים - פרק 4).

- גופים המנהלים תעודות סל כפופים לדרישות רגולטריות. לדרישות אלו עשויה להיות השפעה על המשך הצמיחה והפעילות בענף זה. ליכולת הקבוצה להתאים עצמה לכללי הרגולטור השלכות על היקפי הפעילות והרווחיות.
- כניסה של מוצרים חדשים כגון: קרנות מחקות וקרנות סל, המנוהלים על ידי מתחרים, עשויה להשפיע על פעילות הקבוצה. ליכולת הקבוצה להרחיב ו/או לשנות את מגוון המוצרים המנוהלים על ידה עשויה להשליך על היקפי הפעילות והרווחיות.
- היקף תעודות הסל המנוהלות על ידי הקבוצה ועל ידי מתחרים, ביחס להיקף שוק נכס הבסיס, עשוי ליצור בעיות סחירות בנכסי הבסיס, וזאת ככל שהיקף הפעילות יגדל. למגמה זו עשויה להיות השפעה על יכולת הקבוצה לבצע את פעילות ההתכנסות.

2. אסטרטגיה וניהול

בקבוצה כ-60 עובדים, הפועלים במסגרת 6 מחלקות: מחלקת מסחר, מחלקת ניהול סיכונים ו-Back Office (להלן BO), מחלקת מחשוב (לרבות פיתוח תוכנה), מחלקת שיווק ומכירות, מחלקת תשקיפים ומחלקת כספים. (לתרשים ארגוני של הקבוצה ראה נספח ב').

לקבוצה הנהלה חזקה ויציבה כאשר מייקל דייזיס (מבעלי הקבוצה) תורם בתחום ניהול הסיכונים, מסחר ובהבנת שוק ההון.

רוב נושאי המשרה הבכירים בקבוצה עובדים בקבוצה מיום הקמתה, והינם בעלי ידע מצטבר של עשרות שנים, יציבותה של הנהלה הבכירה, ניסיונה והתמודדותה עם צמיחת הקבוצה, תורמים להתמודדות עם משברים וסיכונים.

להלן טבלה המתארת את ההנהלה הבכירה בקבוצה:

שם ממלא התפקיד	תפקיד נוכחי בקבוצה	שנת לידה	השכלה	ותק בקבוצה	תפקידים קודמים
מייקל דיוויס	דירקטור	1956	תואר ראשון בכלכלה/חשבונאות מהאוניברסיטה העברית בירושלים	שש שנים	דירקטור בחברת גמביט תקשורת מחשבים.
דוד אללוף	מנכ"ל	1971	תואר ראשון במינהל עסקים מהמכללה האקדמית נתניה	שש שנים	מנכ"ל גמביט תקשורת מחשבים בע"מ עד לספטמבר 2005
איל סגל	מנכ"ל	1966	תואר שני במנהל עסקים מאוניברסיטת באר שבע	שש שנים	מנהל מחלקת השקעות בקופות הגמל של דיסקונט
ורד כהן-רובין	סמנכ"ל	1969	תואר שני במנהל עסקים מהמכללה למינהל	שש שנים	סמנכ"ל מוצרים פיננסיים בתכלית בית השקעות, אנליסטית בחברת דיסקונט שוקי הון.
	מנהלת מחלקת ניהול סיכונים		תואר שני במנהל עסקים מאוניברסיטת בר אילן	שש שנים	
	סמנכ"ל שיווק ומכירות		תואר שני מנהל עסקים הקריה האקדמית קריית אונו	מעל שלוש שנים	
	סמנכ"ל כספים		רואה חשבון תואר ראשון מנהל עסקים וחשבונאות המכללה למנהל	שש שנים	
	מנהל חדר המסחר		תואר ראשון במנהל עסקים ומזרח תיכון מהאוניברסיטה העברית בירושלים	מעל 5 שנים	
	מנהלת פיתוח תוכנה		תואר שני במתמטיקה שימושית ותואר ראשון בהנדסת תוכנה אוניברסיטת מוסקבה	מעל 3 שנים	

לקבוצה אסטרטגיה שמרנית, הן בתחום הפיננסי והן בתחום ניהול סיכונים המסחר. המודל העסקי של הקבוצה נסמך על דמי ניהול בעיקר ובמידה פחותה על רווחי מסחר. כמו כן, הקבוצה שואפת לבצע התכנסות מלאה בין הנכסים המגבים וההתחייבויות למחזיקי תעודות הסל.



אסטרטגיה עסקית

הקבוצה מבקשת להפוך לגוף המנהל מוצרי מדדים המוביל בארץ. המוצרים המתחרים בתעודות הסל הינם: קרנות נאמנות, קרנות מחקות וקרנות סל (טרם הושקו). קרנות הנאמנות משווקות דרך יועצי ההשקעות של הבנקים. בגין קנייה של קרנות נאמנות, הבנקים מקבלים עמלות הפצה. לקבוצה מערך שיווק, כמפורט בסעיף אסטרטגיה שיווקית להלן, אשר מטרתו לתת מענה לחסם זה.

בעקבות כניסת הקרנות המחקות ואולי בעתיד קרנות הסל, הקבוצה מתכוונת להמשיך ולהציע אפשרויות לניהול נכסים עוקבי מדדים, לרבות פתיחת קרנות מחקות וקרנות סל, וזאת תוך שימוש בתשתית הקיימת לניהול תעודות הסל. התשתית הקיימת מקנה לקבוצה יתרון משמעותי ביחס לחברות שצריכות לפתח תשתית על מנת לפתוח קרנות סל וקרנות מחקות. כמו כן, בכוונת הקבוצה לצמוח בתחום תעודות הסל על מדדי חו"ל ותעודות אקזוטיות.

אסטרטגיה פיננסית

מקור ההכנסות העיקרי של הקבוצה (50%-70%) הינו מדמי הניהול והכנסות מפערי ריבית בתעודות פיקדון. התמקדות בהכנסות מדמי ניהול והכנסות מפערי ריבית בתעודות פיקדון, כמקור הכנסות עיקרי אינה כרוכה בנטילת סיכון, זאת, בניגוד לרווח ממסחר.

בנוסף, הקבוצה מרוויחה מהשאלות, ריביות, שיערוך ני"ע, גלגולי חוזים, ובמקרים מסוימים גם מארביטראז'. הרווח מגלגולי חוזים נשחק מתחילת שנת 2009 כמעט באופן מלא (כחלק ממגמה בשוק) וזאת לעומת שנת 2007.

הכנסות מהשאלות מהווים כ- 7% מהכנסות הקבוצה, והגיעו לכ- 3.4 מיליון ₪ בשנת 2009. הסיכון בהשאלה טמון בסיכון האשראי של הגוף הואיל, הקבוצה כאסטרטגיה משאילה נכסים אך ורק לבנקים מדורגים וכל השאלות הינן On call¹.

¹ On call - לחברה זכות לקרוא לנכס המושאל תוך יום עסקים אחד.

אסטרטגית התכסות

כחלק ממדיניות הקבוצה, הקבוצה שואפת לבצע כיסוי מלא בין ההתחייבויות למשקיעים לבין הנכסים המגבים. הקבוצה מצמצמת חשיפות, הנובעות ממכירה ורכישה של תעודות במהלך המסחר וזאת באמצעות רכישה ומכירה של נכסים מגבים. בהתאם לאסטרטגיית ההתכסות של הקבוצה, אין ניסיון להרוויח מפתיחת חשיפה תוך יומית. הקבוצה מגבילה את היקף החשיפה התוך יומית המכסימלית וכן את הסטייה בהרכב תיק הנכסים, מהרכב המדד.

במסגרת האסטרטגיה לצמצום חשיפות באופן מיידי ככל הניתן, הקבוצה הקימה אתר חלופי DRP². אתר ה-DRP הינו אתר, המאפשר ביצוע פעולות מסחר במקרים בהם לא מתאפשר לקבוצה לבצע את פעולות המסחר וצמצום החשיפות באתר המרכזי. באתר נמצאים כיום 4 סוחרים, במידת הצורך, סוחרי הקבוצה יכולים לעבוד משם. באתר קיימות 16 עמדות, המוכנות לעבודה מיידיית לטובת מסחר וכ-4 עמדות לטובת מחלקת ניהול הסיכונים. האתר תוכנן כך שבמקרה שצריך להישאר בו זמן רב, ניתן להרחיב את העמדות תוך פרק זמן קצר יחסית. מאחר והאתר אינו מכיל את כל העובדים של הקבוצה, התשתיות באתר תומכות בהתחברות מרחוק, כך שניתן לעבוד ממחשבים חיצוניים. האתר ממוקם 20 דקות הליכה מהאתר המרכזי של הקבוצה. תכנון האתר נעשה בהתאם לדרישה ספציפית של כל ראש מחלקה, כדי שהקבוצה תוכל להמשיך לתפקד ללא מגבלות במקרה של מעבר לאתר החלופי. לקבוצה נוהל מוסדר למקרה שבו צריך להפעיל את ה-DRP, וזאת באמצעות אנשי מחשוב, המגיעים לאתר ככוח חלוץ ומעלים את המערכות בצורה תקינה.

אסטרטגיה שיווקית

מערך השיווק בקבוצה מתחלק לשניים, יועצי השקעות ומוסדיים. השיווק מתבצע ישירות למשקיעים מוסדיים או באמצעות יועצי השקעות. הקבוצה אינה משווקת את מוצריה ישירות ללקוחות הפרטיים, וזאת בהתאם להוראות הרגולאטור.

הפעילות מול הבנקים מתמקדת בשיווק, מענה טלפוני ובכנסים מקצועיים. כיוון שבנק דיסקונט הינו בעל מניות בקבוצה, מאמצי השיווק מולו מצומצמים וזאת על מנת למנוע ניגוד אינטרסים.

² Disaster Recovery Plan-DRP.



מידרוג

הפעילות מול יועצי השקעות מתרכזת במחלקת קשרי יועצים, שתפקידיה העיקריים הינם: מתן מענה מקצועי טלפוני ליועצי ההשקעות, העברת סקירות שוק וקיום פגישות עם יועצים. באמצעות מענה מקצועי, הקבוצה מצליחה ליצור מרכז מידע ליועצים. ערכי הקבוצה הינם אמינות ומקצועיות. המסר מועבר באמצעות הכשרת אנשי שיווק, המבינים את היתרונות והחסרונות של שוק תעודות הסל ויכולת של כל איש שיווק לתת מענה מקצועי לכל שאלה. שיווק הקבוצה כגוף אמין ומקצועי, הינו חלק מהמסר, שהקבוצה תעמוד בהתחייבויותיה כלפי המשקיעים ולכן בטוח להשקיע בתעודות סל המנוהלות על ידי הקבוצה. המשקיעים המוסדיים מכירים את שוק תעודות הסל ולכן רמת האיכות והמקצועיות של אנשי השיווק צריכה להיות גבוהה. אנשי השיווק שעובדים במחלקת המוסדיים בעלי ניסיון של 3-4 שנים, לפחות בכדי לשמור על רמה מקצועית גבוהה.

מאחר ותעודות הסל הינן גנריות, ההבדלים בין התעודות שוליים. כחלק מאסטרטגיית השיווק, הקבוצה מבדלת עצמה באמצעות הפגנת יכולות מקצועיות ואמינות. כך למשל, הקבוצה קיבלה החלטה לערוך כנסים קטנים ואינטימיים, אשר מטרתם לפגוש, לפחות פעם בשנה, כל יועץ. חלק מאסטרטגיית הקבוצה, לערוך כנסים בכל הארץ, במטרה להעביר ידע אודות תעודות הסל לכלל תושבי ישראל.

3. נתונים פיננסיים עיקריים

להלן טבלה המרכזת נתונים פיננסיים עיקריים של הקבוצה לשנים 2006-2009 כולל. נתונים אלו כוללים נתונים פיננסיים עיקריים:

2006	2007	2008	2009					
17	32	46	64	מספר תעודות סל				
3.8	7.3	7.7	12.1	שווי שוק של תעודות סל מנוהלות (מיליארדי ₪)				
35%	6	19%	6	15%	7	17%	11	מספר תעודות מדורגות
18%	0.7	19%	1.4	25%	1.9	65%	7.9	שווי שוק של תעודות סל מדורגות מנוהלות (מיליארדי ₪)
	16%	5.51	26%	14.12	43%	20.86	הכנסות דמי ניהול (מיליוני ש"ח)	
	6%	2.01	3%	1.47	7%	3.42	הכנסות בגין השאלות, נטו (מיליוני ₪)	
	79%	27.68	71%	38.06	49%	23.74	הכנסות אחרות נטו (מיליוני ₪)	
	35.19	53.65	48.01	סה"כ הכנסות (מיליון ₪)				
	32%	11.20	37%	19.83	51%	24.34	הוצאות הנהלה וכלליות (מיליוני ₪)	
	30%	10.42	25%	13.29	16%	7.58	הוצאות מכירה ושיווק (מיליוני ₪)	
	61%	21.62	62%	33.12	66%	31.91	סה"כ הוצאות (מיליון ₪)	
	39%	13.57	38%	20.53	34%	16.10	רווח לפני מיסים על הכנסה (מיליוני ₪)	
	0.60%	0.66%	0.48%	הכנסות להיקף נכסים מנוהל ממוצע				
	0.09%	0.17%	0.21%	הכנסות דמי ניהול להיקף נכסים ממוצע מנוהל				

*נתוני הקבוצה

הכנסות

הקבוצה הינה אחת משתי חברות תעודות הסל הגדולות בישראל. הקבוצה פועלת בקו עסקים יחיד ומנהלת תעודות סל בלבד. בשנת 2006 ניהלה הקבוצה 6 תעודות סל, ששווי השוק שלהן כ-3.8 מיליארד ש"ח, נכון לסוף שנת 2009 ניהלה הקבוצה 64 תעודות סל, בשווי שוק של כ-12 מיליארד ₪.

הקבוצה רשמה צמיחה של כ- 57% בהיקף הנכסים המנוהלים בשנת 2009 כאשר ענף תעודות הסל כולו רשם צמיחה של כ- 50% בהיקף נכסים מנוהל. מקורה של הצמיחה בראלי שרשם



מידרוג

השוק בשנה זו; ובעלייה ריאלית בהיקף נכסים מנוהל, המשקפת את המעבר של השווקים מהשקעה אקטיבית להשקעה פאסיבית העוקבת אחר מדד מסוים. נכון לסוף הרבעון הראשון של השנה, הקבוצה הינה הקבוצה השנייה בגודלה בהיקף נכסים מנוהל כאשר הקבוצה השלישית בגודלה מנהלת כ- 7 מיליארד ₪.

הכנסות הקבוצה מתחלקות ל- 3 סגמנטים: הכנסות מדמי ניהול, הכנסות מהשאלות, והכנסות אחרות. הכנסות מדמי ניהול הינן הכנסות דמי הניהול הנקובות בתשקיפי התעודות ואינן תלויות באופן ישיר בפעולות המסחר, אך תלויות כמובן בהיקף נכסים מנוהל. הכנסות מהשאלות כוללות הכנסות מהשאלת הנכסים לחברי בורסה, כאשר הקבוצה קיבלה החלטה שהיא משאילה נכסים אך ורק לבנקים מקומיים. הכנסות אחרות כוללות הכנסות מגלגולי חוזים, ריביות לרבות מרווחי הריבית בתעודות הפיקדון, שערך נכסים ובניכוי הנחות אם וככל שניתנו ללקוחות, ומהארביטראז' במקרים מסוימים.

ניתן לראות כי קיימת שחיקה בהכנסות להיקף נכסים מנוהל ממוצע בין השנים 2008 ו-2009 ובין השני 2007 ל- 2008 חל גידול. השחיקה, בדומה לענף, נובעת, בין היתר, מקיטון בהכנסות משערוך ני"ע בשל התחרות הגבוהה והגברת השקיפות במערכות המסחר, מקיטון בהכנסות הריבית ומרווחי הריבית בתעודות הפיקדון ומקיטון משמעותי של הכנסות מגלגולי חוזים.

12

הקבוצה מציגה עלייה בשיעור דמי הניהול להיקף נכסים ממוצע מנוהל בין השנים 2007 ועד 2009. עלייה זו הינה כחלק מהאסטרטגיה הפיננסית של הקבוצה להתבססות על דמי ניהול כמקור הכנסות עיקרי. אסטרטגיה מסוג זה מקטינה את הצורך בעשיית רווחים ממסחר, לרבות רווחים משערוך ני"ע. בענף חלה ירידה בשיעור הכנסות מדמי ניהול להיקף נכסים מנוהל ממוצע וזאת בשל התחרות הרבה בין השחקנים שגררה הורדת דמי ניהול בחלק מהתעודות. שיעור הכנסות דמי ניהול מהיקף נכסים ממוצע תלוי כמובן בתמהיל התעודות שאותן מנהלת הקבוצה ובשיעור דמי הניהול החלים על תעודות אלו.

להלן תמהיל היקף הנכסים המנוהל של הקבוצה ליום 31/12/2009, מספר התעודות, היקפן ושיעור דמי הניהול הממוצע:

טווח דמי ניהול (אחוזים)	שווי נכסים מנהלים במיליוני ₪	סגמנט
0%-0.35%	2,637	אג"ח קונצרני מקומי
0.40%	1,644	אגח מדינה
0%	1,614	מטבעות
0%-0.5%	260	מורכבות
0%-1%	4,859	מניות מקומי
0%-1%	838	מדדים בנלאומיים
0%	9	שורט אג"ח קונצרני
0%	51	שורט מניות מקומיות
0%	23	ממונפות
0%-1%	140	סחורות
1%	3	שורט סחורות
0%	40	שורט אגח מדינה
	12,119	

מהטבלה ניתן לראות כי ישנם סגמנטים רבים בהם לא גובה הקבוצה דמי ניהול כלל ובסה"כ מתוך 12.2 מיליארד ₪ אותן מנהלת הקבוצה ליום 31/12/2009 בגין כ-5.2 מיליארד ₪ הקבוצה אינה גובה כלל דמי ניהול.

הוצאות

הוצאות הקבוצה מסווגות להוצאות הנה"כ ולהוצאות מכירה ושיווק. וכוללות הוצאות שכר, הוצאות לקבלני משנה והוצאות המשולמות לבעלי מניות.

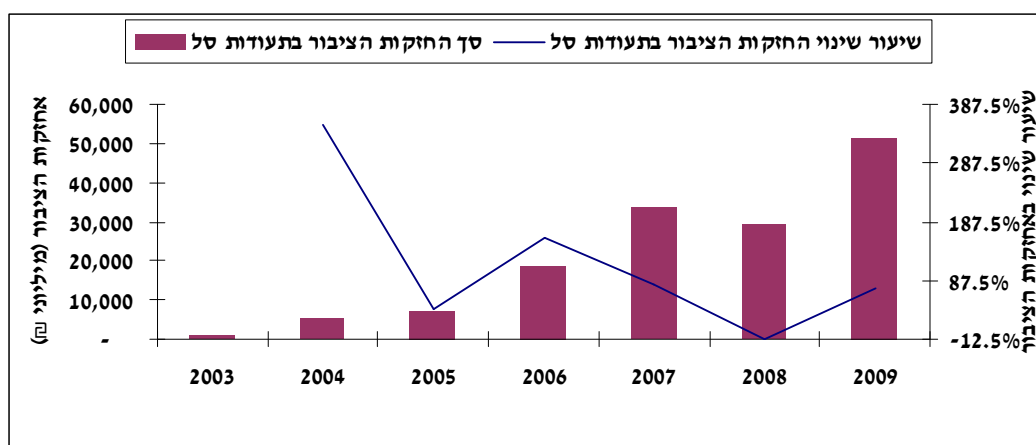
הוצאות השכר הינן בחלקן הגדול הוצאות קבועות שלא ניתן לשנותם בטווח הקצר בהתאם להתפתחות בשווקים, אך ניתנות לשינוי בטווח הבינוני ארוך כתלות במחלקה הרלוונטית, הן בגידול והן בקיטון.

הקבוצה מציגה רווח לפני מיסים על הכנסה, ומתאימה את עצמה לשינויים שהתרחשו בשווקים לרבות התמודדות עם המשבר הפיננסי.

ניתוח פיננסי ענפי

להלן מוצגים נתונים עיקריים, המתארים את ההתפתחות בשוק תעודות הסל בשנים האחרונות:

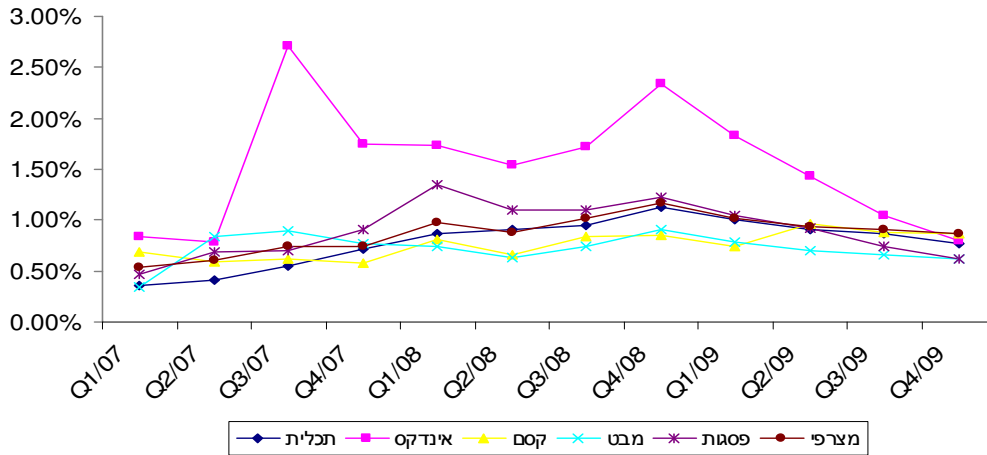
להלן החזקות הציבור בתעודות סל בשנים 2003-2009:



*מקור- בנק ישראל, עיבוד-מידרוג

להלן התפתחות ההון העצמי לסך מאזן בחברות תעודות סל, החל מרבעון ראשון 2007:

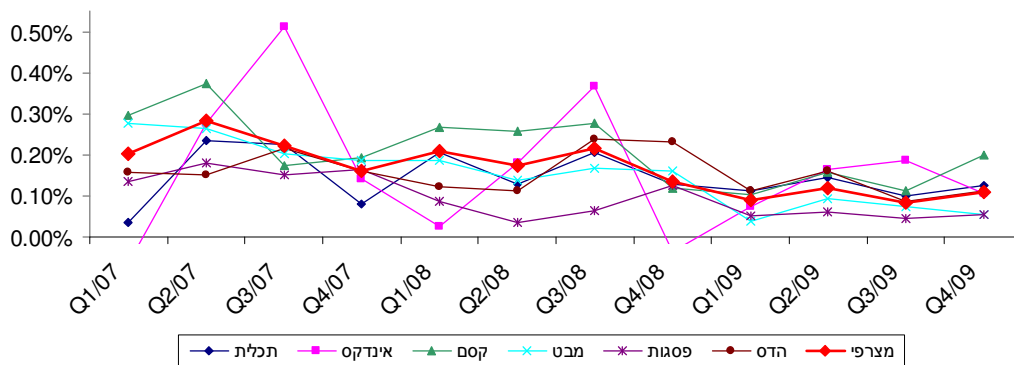
הון עצמי למאזן



*מקור- דוחות כספיים, עיבוד-מידרוג

להלן התפתחות הכנסות להיקף נכסים מנוהל ממוצע, החל מרבעון ראשון 2007:

הכנסות להיקף נכסים מנוהל



*מקור- דוחות כספיים, עיבוד-מידרוג

מוצרים מתחרים

להלן טבלה המרכזת את ההשוואה של תעודות סל המנוהלות על ידי הקבוצה למוצרי השקעה מנוהלים (לרבות קרנות סל, הכלולות בתיקון 14):

קרנות סל	קרנות נאמנות למעט ק.סל	ענף תעודות הסל	תכלית	
בנקים	בנקים	מחלקת שיווק	מחלקת שיווק	ערוץ הפצה עיקרי
מכירה וקניה	עמלת הפצה	מכירה וקניה	מכירה וקניה	עמלות
NR	³ 1.79%	0.35%	0.31%	הכנסות להיקף נכסים מנוהלים
בעלי היחידות בקרן	בעלי היחידות בקרן	חברת תעודות הסל	חברת תעודות הסל	בעלות על הנכסים
דמי ניהול	דמי ניהול	דמי ניהול, השאלות, מרווחי ריבית, עשיית שוק, גלגול חוזים	דמי ניהול, השאלות, מרווחי ריבית, עשיית שוק, גלגול חוזים	תמהיל הכנסות

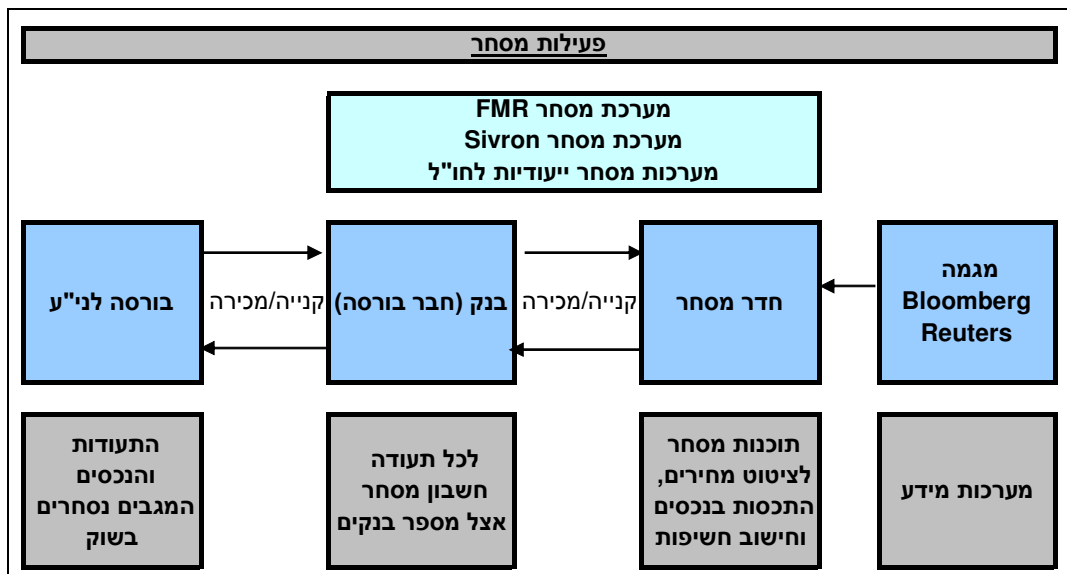
³ שיעור דמי ניהול והוספה ממוצעים בקרנות נאמנות, מקור-אתר .Bankrate.co.il.

4. מסחר וניהול סיכונים

חדר המסחר

חדר המסחר פעיל מאז הקמת הקבוצה בשנת 2004. בחדר המסחר עובדים נכון להיום 25 סוחרים, העוסקים במסחר בתעודות (עשיית שוק) ומכירה/קנייה של נכסים מגבים. מנהל חדר המסחר הינו בעל ניסיון של מעל 5 שנים.

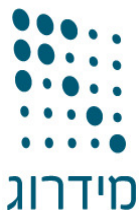
להלן תרשים גרפי של אופן התברות הקבוצה למערכות מסחר וביצוע פעולות מסחר:



17

מנהל חדר המסחר רואה בכל רגע את נתוני המסחר של כל התעודות, לרבות חשיפה של כל תעודה. המנהל מפקח וקובע את כמות החשיפות הרצויות בכפוף לנהלים. ומהווה נדבך בקרה נוסף על הסוחרים ומנהלי הדסקים הספציפיים וסגניהם. במצבי קיצון, מנהל חדר המסחר מוודא שהסוחרים מצליחים להתכסות בנכסים מגבים ואינם פותחים חשיפות מיותרות.

המנהל אחראי שכל סוחר מסיים את יום המסחר במינימום חשיפה, ובכך מוודא שהקבוצה תוכל לעמוד בהתחייבויותיה למשקיעים.



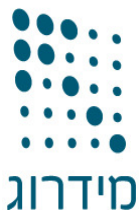
חדר המסחר מחולק ל- 2 דסקים: דסק ישראל ודסק חו"ל. בדסק ישראל ישנם 15 סוחרים, ביניהם מנהל וסגן מנהל הדסק. בדסק חו"ל ישנם 10 סוחרים, ביניהם מנהל וסגן מנהל הדסק. כל המנהלים וסגניהם בעלי ניסיון במסחר של כ-3 שנים. בדסק ישראל ישנן 40-50 תעודות מנוהלות, מתוכן 8 מדורגות, מספר התעודות ביחס לכמות הסוחרים עומד על כ-3 תעודות לסוחר במוצע. בפועל, מספר התעודות לסוחר מותאם בהתאם לקושי המסחר בתעודה (סחירות נכסי הבסיס). בדסק חו"ל ישנן 23 תעודות מנוהלות, מתוכן 4 תעודות מדורגות. מספר התעודות ביחס לכמות הסוחרים בדסק חו"ל עומד על כ-2 תעודות לסוחר. מספר שנות הניסיון של הסוחרים בדסקים השונים נע בין חצי שנה לשנתיים. כדי להגיש מועמדות לתפקיד סוחר, המועמד חייב להיות בעל תואר ראשון בכלכלה/מינהל עסקים/חשבונאות לפחות. כל סוחר, עובר הכשרה של כ-3 חודשים על ידי חונך צמוד (לרוב סגן מנהל הדסק אליו הסוחר מיועד), לפני שמתחיל לסחור באופן עצמאי. בחודש הראשון עובר לו"ז יומי, כאשר בסיום כל שבוע מתבצעת הערכת מצב. בתום החודש הראשון נבחן המועמד במבחן עיוני ומעשי ומתחיל חודשיים של ניסיון. כל מועמד חותם על אישור קריאת ספר הנהלים של הקבוצה. אחת לחצי שנה, כל סוחר מחויב לחתום על ספר הנהלים מחדש ולעבור מבחן. בנוסף, הקבוצה יכולה לדרוש מעובדיה לעבור מבחן אמינות ומבחן פוליגרף.

18

מנהלי הדסקים יודעים לסחור בכל התעודות בדסק אותו הם מנהלים, אך בפועל הם אינם סוחרים בתעודות, אלא, מתפקדים כמפקחים על הסוחרים, כך שלכל תעודה יש שלושה רבדים של פיקוח. הראשון של מנהל הדסק, שרואה בכל רגע נתון את החשיפה של כל אחת מן התעודות בדסק שעליו הוא אחראי, השני מנהל חדר המסחר, שרואה את כל החשיפה של כל התעודות בחדר המסחר והשלישי מחלקת ניהול סיכונים.

כחלק ממדיניות הקבוצה, בכל רגע נתון ישנו ציטוט לכל תעודה, כל סוחר רואה את תנודות המדד שהתעודה שהוא סוחר בה עוקבת אחריו. בעקבות תנודות אלו, משנה הסוחר את הציטוט של התעודה במסגרת עשיית השוק. טעות במתן ציטוט לתעודה עלולה לגרום להפסד/רווח לקבוצה. לקבוצה מדיניות שמרנית, לפיה בסיס ההכנסות נובע מדמי ניהול ולא מרווחי עשיית שוק.

נוהל סגירת יום: בסוף כל יום מסחר מתבצעת שיחת סיכום בין מנהל חדר המסחר לסוחר על עבודתו ובדיקה מול מחלקת ניהול הסיכונים כי לא קיימת חשיפה בלתי מוסברת. רק



לאחר מכן, מסיים הסוחר את יום עבודתו. במקרה שנמצא כי החשיפה של הסוחר שונה מזאת של מחלקת ניהול הסיכונים, מתבצע בירור ומנהל חדר המסחר מקבל עדכון מיידי.

בהתאם למדיניות הקבוצה לניהול סיכונים, הסוחרים שואפים ליצור חשיפה נמוכה ככל האפשר. הסוחרים מודרכים לסגור מידית חשיפות, ככל שישנן. אם סוחר אינו סוגר חשיפה, מנהל הדסק, מנהל חדר המסחר ומחלקת ניהול הסיכונים, רשאים לחייב אותו לסגור את הפוזיציה ולהקטין את החשיפה באופן מיידי.

במסגרת נהלי הקבוצה, עסקאות בהיקפים גבוהים דורשות אישורים כדלקמן:

עסקאות עד 1 מיליון ₪ אינן מצריכות אישור מהדרג הניהולי, עסקאות בין 1-5 מיליון ש"ח מצריכות אישור ממנהל הדסק. עסקאות בין 5-10 מיליון ₪ מצריכות אישור ממנהל חדר המסחר. כל עסקה מעל 10 מיליון ₪ תעשה באישור אחד מהמנכלים המשותפים או יו"ר הקבוצה.

המנכ"לים של הקבוצה מחליטים על כמות הסוחרים. עם זאת, הבקשה להעסקה/פיטורים של סוחר נעשית על ידי מנהל חדר המסחר, לפי עומס העבודה על הסוחרים. בשנתיים האחרונות, הייתה תחלופה נמוכה של סוחרים בקבוצה.

פעילות המסחר של הקבוצה מוערכת כטובה. כחלק מתפיסתה האסטרטגית של הקבוצה, הסוחרים לא יכולים לפתוח חשיפות בסכומים גבוהים וכל חשיפה שנפתחת בקבוצה מבוקרת על ידי מנהל הדסק, מנהל חדר המסחר ומחלקת ניהול הסיכונים, ונסגרת במהירות.

ניהול סיכונים ו- Back Office (BO)

מחלקת ניהול סיכונים מבצעת את פעולות הבקרה וההתאמה של ה-BO. מחלקת ניהול סיכונים מורכבת משלושה צוותים: צוות האחראי על תעודות מדדי חו"ל ומונה ארבעה עובדים במשרה מלאה ועובד נוסף בחצי משרה; צוות האחראי על תעודות המט"ח והסחורות ומונה 2 עובדים; הצוות האחראי על תעודות מדדי אג"ח ומניות בארץ ומונה ארבעה עובדים.

מנהלת מחלקה, בעלת ניסיון של מעל 10 שנים בקבוצה ותואר שני בכלכלה מאוניברסיטת בר אילן. ראשי הצוותים הינם בעלי ניסיון של כ-3 שנים.

ניהול סיכונים

במסגרת ניהול סיכונים המסחר, מחלקת ניהול סיכונים דוגמת 4 פעמים ביום את היקף החשיפות בכל תעודה, המחלקה בודקת בסוף כל יום את הרווח והפסד לכל תעודה, בכל החשבונות, בכדי לוודא שאין הפסד או צורך בהזרמת כספים נוספים בכדי שהקבוצה תוכל לעמוד בהתחייבויותיה.

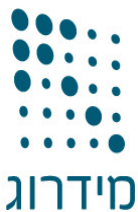
המחלקה מבצעת עדכון והתאמה לדיווחים בעניין נכס הבסיסי כגון: אקס דיבידנד, אקס זכויות, עדכון הרכב המדד, עדכון ההון וכו'.

20

בתחילת כל יום המחלקה מחשבת ומפרסמת את המקדם הרלוונטי לכל תעודה.

המחלקה מבצעת מעקב יומי בכל המערכות הרלוונטיות בארץ ובעולם לרבות, מעקב אחר דירוג האשראי וה- CDS בכל הגופים בהם מופקדים הנכסים. זאת, בין היתר, בכדי לוודא עמידה במדיניות ההשקעה בגופים פיננסי בארץ ובחו"ל.

בנוסף, המחלקה בודקת כי הסוחרים עומדים במגבלות שנקבעו בנהלים. במידה ונמצאת חשיפה כלשהיא, בסמכות מחלקת ניהול הסיכונים לדרוש מהסוחר לצמצם את החשיפה מיידית. הבקרה יכולה להתבצע ע"י בקשה של הסוחר או בדיקה עצמאית של מחלקת ניהול הסיכונים. במידה ומתגלה בעיה מנהל הסיכונים מתקשר לסוחר ומוודא שמתבצעת התכסות. אישור של חריגות במהלך היום נעשית רק ע"י מחלקת ניהול הסיכונים או ע"י המנכ"ל המשותף, דוד אללוף.



אסטרטגיית התכסות ורכישת נכס חדש נבדקת טרם הביצוע, ע"י המחלקה הבוחנת את מידת ההתאמה של הנכס או האסטרטגיה למבנה ההתחייבות. לרבות, סחירות בנכס, שעות המסחר, סליקה.

Back Office

מחלקת ה-BO מבצעת עסקאות השאלה, custodian, העברות וכל בירור מול חבר בורסה. במסגרת פעילות ה-BO, בכל בוקר מתבצעת התאמה של היתרות בחשבונות הבנק והשוואתן ליתרות הסגירה בחשבונות המסחר.

המחלקה אחראית על מעקב וניהול אירועים של נכסי הבסיס, כגון: עדכון מדדים, חלוקת דיבידנד, הנפקת זכויות, ספליטים וכו'. המחלקה אחראית על חישוב המקדמים שדרכם מחשבת את השווי ההוגן של התעודות, ציטוטים ושערוכים. בנוסף, המחלקה בודקת התפתחות של CDS שקשורים לפעילות הקבוצה ואת דירוגי הבנקים בהם מוחזקים הנכסים המגבים.

21

במסגרת הקטנת הסיכונים בעסקאות השאלה, דירקטוריון הקבוצה קיבל החלטה כי, כל ההשאלות בקבוצה ייעשו אך ורק דרך בנקים מקומיים מדורגים, שמבטיחים כי הנכס יושאל On-Call. הבנקים מולם הקבוצה פועלת לצרכי פעולות מסחר (חברי בורסה) והפקדת פיקדונות הינם גופים מדורגים.

תהליך גיוס עובדים למחלקת ניהול הסיכונים וה-BO מבוצע על ידי מנהלת המחלקה כתלות בעומס ובהנפקות החדשות. דרישות הסף לעובד חדש הינן: השלב הראשון סינון ראשוני של חברת השמה בנוסף תואר ראשון בתחום קשור (כלכלה, מנהל עסקים וכו'). השלב השני ראיון עם מנהלת המחלקה וראש הצוות אליו מיועד המועמד. במידה והמועמד עובר את שלב הראיונות, עליו לבצע בדיקה גרפולוגית ומבחן אמינות. לאחר מעבר מבחנים אלו המועמד מתחיל לעבוד בקבוצה.



מידרוג

לאחר קליטת העובד בקבוצה, העובד מתחיל את ההכשרה עם ראש הצוות שמלווה ומדריך אותו. בנוסף, כל עובד חדש חותם על ספר הנהלים הכללי. בסיום תקופת ההכשרה מתבצע מבחן על ידי מנהלת המחלקה. בשנים האחרונות אין במחלקה תחלופת עובדים גבוהה, מצב התורם להתמקצעות העובדים במחלקה. כאשר עובד יוצא לחופש תמיד יהיה עובד אחר במחלקה שיודע לבצע את עבודתו.

ניהול הסיכונים של הקבוצה מתבצע ברמה גבוהה. כחלק מניהול הסיכונים בקבוצה קיימת מערכת ייחודית, ברמה גבוהה מאוד, שיכולה לאתר חשיפות ברמת השקל בודד ואת מקורן. עם זאת, המערכת נמצאת בפיתוח מתמיד לדוגמא המערכת הביומטרית שהינה חלק ממערכת זו טרם הוטמעה במלואה.

בנוסף, מחלקת ניהול הסיכונים מכילה בתוכה את תפקידי ה-Back Office, שמבוצעים ברמה גבוהה. עם זאת, להערכת מידרוג, לאור אי ההפרדה בין מחלקת ניהול הסיכונים וה- Back Office, קיים סיכון בכך שה- BO אינו מפוקח ע"י מחלקה חיצונית, מעבר לפיקוח סטנדרטי של המנכ"לים המשותפים של הקבוצה, מחלקת הכספים ומערך הרשאות.

5. מחשוב

למערכות המחשוב בקבוצה השפעה מכרעת על פעילות המסחר וניהול הסיכונים. במערכות המחשוב של הקבוצה קיימת הפרדה בין מערכות המסחר למערכות ניהול הסיכונים. לקבוצה מערך מחשוב IN HOUSE הכולל מתכנתים ואנשי IT.

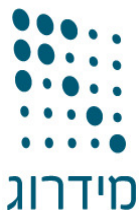
מערכות מסחר

המסחר בקבוצה מתבצע על ידי תוכנה שפותחה על ידה. התוכנה מאפשרת לחשב ציטוטים, לחשב את שווי האחזקות בכל חשבון ובכל תעודה, לחשב את היקף החשיפה וגם להתכסות. המערכת משמשת את הסוחרים לצמצום חשיפות וחישוב ציטוט, המבטא את שווי נכס הבסיס (Fair Value). התוכנה שולחת פקודות קנייה ומכירה במהירות של 40 מיל"שנייה ומושתתת על תוכנות המסחר סיברון ו-F.M.R, שתי מערכות המסחר היחידות בישראל. לקבוצה יכולת לעבוד עם שתי המערכות במקביל או עם כל אחת מהן לחוד, בהתאם להחלטת הסוחר. היתרון המשמעותי הינו אפשרות הגיבוי. במידה וישנה נפילה של מערכת אחת, ניתן לעבור מיידיית לשנייה, כך שתהיה יכולת מסחר בתעודות וסגירת חשיפות. כמו כן, לקבוצה יש ערוץ תקשורת עם מספר בנקים, במקרה של נפילת ערוץ אחד ניתן לעבור לערוץ משנה ולהמשיך במסחר. לכן, לקבוצה אסטרטגיית פעילות מול כל הבנקים ובכך אפשרות לנטרל את הסיכון הכרוך בנפילת ערוץ.

23

תוכנות נוספות בהן עושים שימוש בחדר המסחר בקבוצה:

מערכת ה-Quoter - מערכת של ציטוטים והתכסות, הסוחרים מצטטים לבורסה את מחירי התעודה דרך המערכת (מסחר בתעודה). המערכת מאפשרת, בנוסף, קנייה של נכסי בסיס (התכסות). המערכת משתמשת במערכות של סיברון ו-FMR כדי להעביר את הפקודות ולשאוב נתונים על המסחר, המערכות עובדות דרך חברי הבורסה, דרכם פועלת הקבוצה. לדברי מנהלת מחלקת הפיתוח, המערכת נמצאת במגמת שיפור תמידי, וזאת במטרה להקל על המסחר ולהקפיד על כל נהלי המסחר והחשיפות. המערכת מתריעה ולא שולחת ציטוט שהוא רחוק מזה של נכסי הבסיס.



מערכת סלים - מערכת שמטרתה לקנות את סל נכסי הבסיס שאחריהם עוקבת התעודה, הסוחר מכניס את הסכום שרוצה להתכסות והמערכת קונה את נכסי הבסיס לפי המשקולות שלהם במדד, במחיר הנמוך ביותר המוצע.

לכל דסק פותחה מערכת המתאימה למסחר בתעודות שבאחריותו, המערכת שואבת את הנתונים ONLINE ממערכות המסחר. כל סוחר יכול לראות, עבור כל תעודה שהוא סוחר בה, את המחיר הנוכחי של נכסי הבסיס, מחיר התעודות של כל המתחרים, והמחיר שהוא מצטט, והחשיפה במידה וקיימת.

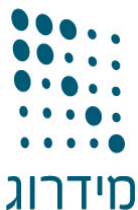
מערכת ה- Manual - המערכת המעבירה ציטוטים לתעודות באופן ידני. משמשת בעיקר למסחר בשע"ח בין שקל לדולר.

בנוסף, לקבוצה מערכת ייחודית המקליטה ONLINE את הפעילות המתבצעת במחשבי הסוחרים.

מערכות ניהול סיכונים

מערכת ניהול הסיכונים פותחה אף היא בקבוצה. מערכת זו מכילה את מודל ניהול הסיכונים ואת מערכת ההרשאות. מערכת ניהול הסיכונים שואבת נתונים, הן ממערכות המסחר והן מחברי הבורסה באמצעותם מתבצעות הפקודות. קיים קשר ישיר בין המערכות של ניהול הסיכונים והמסחר. הפיתוחים במחלקת ניהול הסיכונים הינם פנימיים (In House). מחלקת ניהול הסיכונים מבצעת את ה QA והפיתוח במערכת. על כל פיתוח פנימי שמבוצע יש בקרה של שני אנשים נוספים.

מערכת ניהול הסיכונים פותחה במטרה לצמצם סיכונים ולהפחית את הסיכוי למעילה. כל הנתונים במערכת נשמרים לתקופה של שנתיים. המערכת מחשבת הפרשים מדויקים ביתרות השיקליות, המטחיות וני"ע הצפויות לבין אלה שמתקבלות בכל בוקר מהבנקים, במידה וקיים הפרש ניתן לזהות בגין איזו סוג פעולה. כל חריגה נשלחת אוטומטית למחשב של מנהלת מחלקת הסיכונים ולמנכ"לים המשותפים. הצוות האחראי על התעודה מבצע בירור מול הבנק באותו בוקר.



נתוני היתרות נשאבים מהבנקים ומתרכזים במערכת משמשים לבדיקת החשיפות בכל אחד ממרכיבי נכס הבסיס מול מרכיב ההתחייבות. ברגע שישנה חשיפה באחד המרכיבים העולה על 30,000 ש"ח, המרכיב נצבע עד לסגירת החשיפה.

גיבוי של תוכנות ותוכן המסחר מתבצע 4 פעמים ביום ע"י מחלקת ניהול הסיכונים בזמנים רנדומאליים. הנתונים נשמרים לתקופה של שנה.

לקבוצה מחלקת פיתוח תוכנה, העוסקת בפיתוח תוכנות ומערכות חדשות. בנוסף, ישנה מחלקת IT, המטפלת בעיקר בתחום החומרה וניהול הרשתות בקבוצה.

מחלקת פיתוח תוכנות

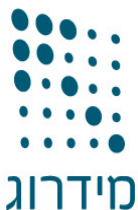
מחלקת פיתוח תוכנה מונה 5 עובדים. מנהלת המחלקה, בעלת תואר שני במתמטיקה שימושית ותואר ראשון בהנדסת תוכנה, בעלת ניסיון של מעל 10 שנים בתחום התכנות. במחלקה שלושה מתכנתים נוספים בעלי ניסיון של מספר שנים. שפות התכנות העיקריות שהמחלקה משתמשת בהן: C, C++, שארפ, VB, SQL.

מחלקת פיתוח תוכנה מתכוונת להחליף את שרתי הבנקים לשרתים שנמצאים בקבוצה, ה- Data Base יעבוד מול שרת מרכזי ולא ייקח את הנתונים מהשרתים של הבנקים.

מחלקת IT

מחלקת ה- IT אחראית על כל תחום התקשורת ואבטחת המידע בארגון, בנוסף להטמעה והחדרה של פתרונות טכנולוגיים מתקדמים בכל הרמות.

המחלקה כוללת שני עובדים. מנהל המחלקה עובד בקבוצה כשנה ובעל ניסיון בניהול רשתות בבית חולים תל השומר, לעובד הנוסף ניסיון של כ-3 שנים בקבוצה. המחלקה פועלת בתוך הקבוצה (IN HOUSE) וזמינה לכל בעיה שמתעוררת. למחלקת ה- IT נהלים של סדרי עדיפויות, כאשר העדיפות הראשונה הינה לחדר המסחר. הוספה של חומרה נעשית על ידי מחלקת ה-IT, כאשר בקשות לרכישת חומרה נעשות על ידי ראשי המחלקות השונים. תחומי האחריות העיקריים של המחלקה הינם: מערכות הגיבוי של הקבוצה, בנייה ותחזוקה של Fire wall וכל מערך השרתים של הארגון הכוללים בתוכם מערך של סביבת עבודה וירטואלית, בנוסף למערכת האחסון. כמו כן, המחלקה מטפלת גם בכל בעיה בשרתי הדואר, בשרתים הוירטואליים



ובמערכות התקשורת השונות. בנוסף, על המחלקה האחראיות לתפעול המחשוב והתקשורת באתר החלופי .

בכל בוקר מחלקת ה-IT עוברת על הלוגים שנרשמו ועל המערכות. המחלקה מוודאת כי המערכות עובדות ומוכנות ליום המסחר. בכל רגע נתון, ישנו מענה אישי וזאת כדי להבטיח פיתרון בעיות ותקלות במהירות אפשרית. קיימת מערכת ניטור המשקפת בכל רגע נתון את כל מצב הרשת ושולחת התראות לתקלות בזמן אמת .

בחלק מהפרויקטים של פיתוח המחשוב בקבוצה, נעזרת בגורמי חוץ (Out sourcing), כל פרויקט כזה נעשה בשיתוף עבודה מלא עם מחלקת ה-IT וזאת כדי שהמחלקה תוכל לטפל בכל בעיה שוטפת שתעלה לאחר סיום שיתוף הפעולה. מחלקת ה-IT כפופה ישירות למנכ"לים. פעם בשבוע מתקיימת ישיבה בה מעדכנים את המנכ"לים בפעילות של המחלקה.

ברשות הקבוצה מערכת אל פסק, אשר נותנת מענה במקרה של הפסקת חשמל בבניין. כמו כן, ישנה מערכת ייחודית בחדר המסחר אשר מקליטה את כל המתרחש במחשבים בשעות המסחר. בנוסף לקבוצה מערכת ביומטרית אשר מוטמעת בארגון ומזהה משתמשים באמצעות טביעת אצבע.

6. כספים וניהול חשבונות

המחלקה מונה כ-6 עובדים כולל סמנכ"ל הכספים. במחלקה 4 רואי חשבון ושתי מנהלות חשבונות, לכולם ותק בקבוצה הנע בין שנתיים לשש שנות ניסיון. תחומי האחריות העיקריים של המחלקה הינם :

- הכנת וערכת הדוחות הכספיים - לכל אחד מעובדי המחלקה חברות/תעודות עליהן הוא אחראי, במהלך העבודה מבוצעות מספר בקורות צולבות אל מול מחלקת ניהול הסיכונים וזאת בכדי לבצע בדיקה נוספת לנתונים בדוחות ואף מהווה מעין ביקורת חיצונית על מחלקת ניהול הסיכונים (הנתונים של מחלקת הכספים מגיעים ממקורות אחרים ולא ממערכות ניהול הסיכונים).
- ניהול שוטף של הוצאות החברה - כל הוצאה היוצאת מהקבוצה לצד ג' מאושרת ע"י סמנכ"ל הכספים ובחתימת מורשי חתימה ספציפיים ויוצאות מחשבון אחד אשר מפוקח באופן סדיר ע"י סמנכ"ל הכספים.
- פתיחת חשבונות בבנקים השונים - מבוצע ע"י מנהלת חשבונות אחת בלבד ולאחר הגשת בקשה ע"י מחלקת המסחר וניהול הסיכונים.
- עמידה בדרישות רגולאטוריות של הרשות לני"ע והבורסה.
- אחריות על נושא המיסוי הקבוצה.
- אחריות בנושאים ספציפיים בתשקיפים.

7. רגולציה

חברות תעודות הסל הינן חברות המדווחות לרשות לניירות ערך, על פי חוק ניירות ערך. תעודות הסל מחויבות לדיוח, בדיווח מיידית לבורסה, על אודות מוצרי המדדים שבמחזור, לרבות דיווח על השווי ההוגן של תעודות הסל, מדי יום. בנוסף, הקבוצה צריכה לפרסם גילוי בדבר העלות האפקטיבית למשקיע בתעודות סל אל מול השקעה ישירה בנכס הבסיס. החברות שמרכיבות את הקבוצה, מהיותן חברות ציבוריות, מחויבות אחת לרבעון לפרסם דוחות כספיים על הפעילות שלהן.

בהתאם להנחיות הבורסה לניירות ערך בתל אביב, ישנן הקלות בדרישת ההון העצמי מחברות, שכל תעודות הסל שהנפיקו מדורגות Aaa^{MILC}. ההון העצמי הנדרש ממנפיקי תעודות סל לא מדורגות Aaa^{MILC}, הינו 36 מיליון ₪, קבוצה בעלת ביטוח ואשר שווי התעודות שלה אינו עולה על הסכומים הנקובים בכללים, תידרש להון עצמי נמוך יותר 8 או 16 מיליון ₪.

הקבוצה חברה באיגוד חברות תעודות הסל, איגוד זה הסדיר את המדיניות בפעילות תעודות על מדדי חו"ל מול גופים פיננסיים זרים ([לפירוט ראה מדיניות הקבוצה בפעילות תעודות של הקבוצה על מדדי חו"ל מול גופים פיננסיים זרים](#)).

8. סיכום

כחלק מאסטרטגית ההתכנסות של הקבוצה ביחס לתעודות הסל. הקבוצה אינה מנסה להרוויח מפתיחת חשיפות ולכן חשיפות אמורות להיסגר באופן מיידי. כך שפוטנציאל לרווחים כתוצאה משערוך ני"ע קטנים והרווח העיקרי של הקבוצה הינו מדמי הניהול והכנסות מפערי הריבית בתעודות פיקדון.

לקבוצה הנהלה חזקה ויציבה, ונושאי המשרה בקבוצה הינם ברמה מקצועית גבוהה מאד. מייקל דיוויס (מבעלי הקבוצה) תורם בתחום ניהול הסיכונים, מסחר ובהבנת שוק ההון. יחד עם זאת, להערכת מידרוג ישנה תלות באנשי המפתח של הקבוצה.

בקבוצה נהלי עבודה מסודרים. מערכות המידע והמחשוב של הקבוצה הינן ברמה גבוהה ביותר. עם זאת, המערכת נמצאת בפיתוח תמידי לדוגמא חיבור למערכות מסחר במניות חו"ל שטרם הוטמע במלואו.

תפעול פעילות המסחר של הקבוצה מוערכת כטובה. כחלק מתפיסתה האסטרטגית של הקבוצה, הסוחרים לא יכולים לפתוח חשיפות בסכומים גבוהים וכל חשיפה שנפתחת בקבוצה מבוקרת על ידי מנהל הדסק, מנהל חדר המסחר ומחלקת ניהול סיכונים ונסגרת במהירות.

ניהול הסיכונים של הקבוצה מתבצע ברמה גבוהה. כחלק מניהול הסיכונים בקבוצה, קיימת מערכת ייחודית, ברמה גבוהה מאוד, שיכולה לאתר חשיפות ברמת שקל בודד ואת מקורן. עם זאת, כאמור לעיל, המערכת נמצאת בפיתוח מתמיד לדוגמא המערכת הביזומטרית שהינה חלק ממערכת זו טרם הוטמעה במלואה.

מחלקת ניהול הסיכונים מכילה בתוכה את תפקידי Back Office, שמבוצעים ברמה גבוהה, עם זאת, להערכת מידרוג, לאור אי ההפרדה בין מחלקת ניהול הסיכונים וה-Back Office קיים סיכון בכך שניהול הסיכונים של ה-Back Office מתבצע בעיקר על ידי העובדים במחלקה וללא פיקוח של מחלקה חיצונית, מעבר לפיקוח סטנדרטי של המנכ"לים המשותפים של הקבוצה, מחלקת הכספים ומערך הרשאות.



9. אופק הדירוג

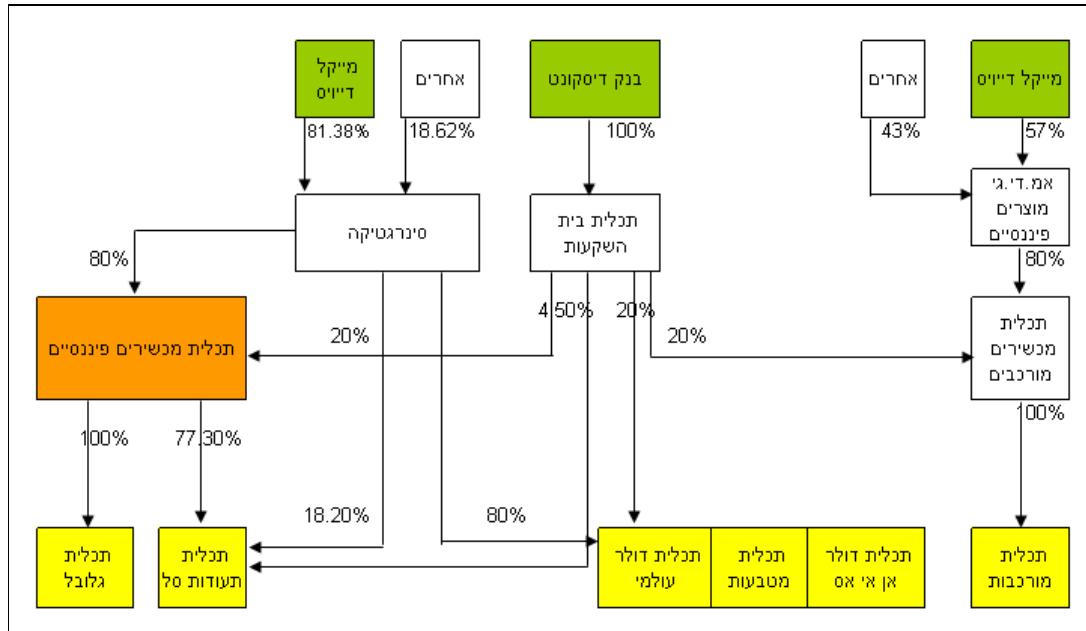
גורמים שעשויים לתרום לשימור ו/או שיפור הדירוג:

- המשך פיתוח מערך המחשוב וניהול הסיכונים.
- המשך שמירה על רמות חשיפה נמוכות.
- פיתוח מנגנוני הביטחונות והנאמנות בתעודות לא מדורגות.
- ביסוס הקבוצה כשחקן גדול בענף תעודות הסל.
- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית של הקבוצה.

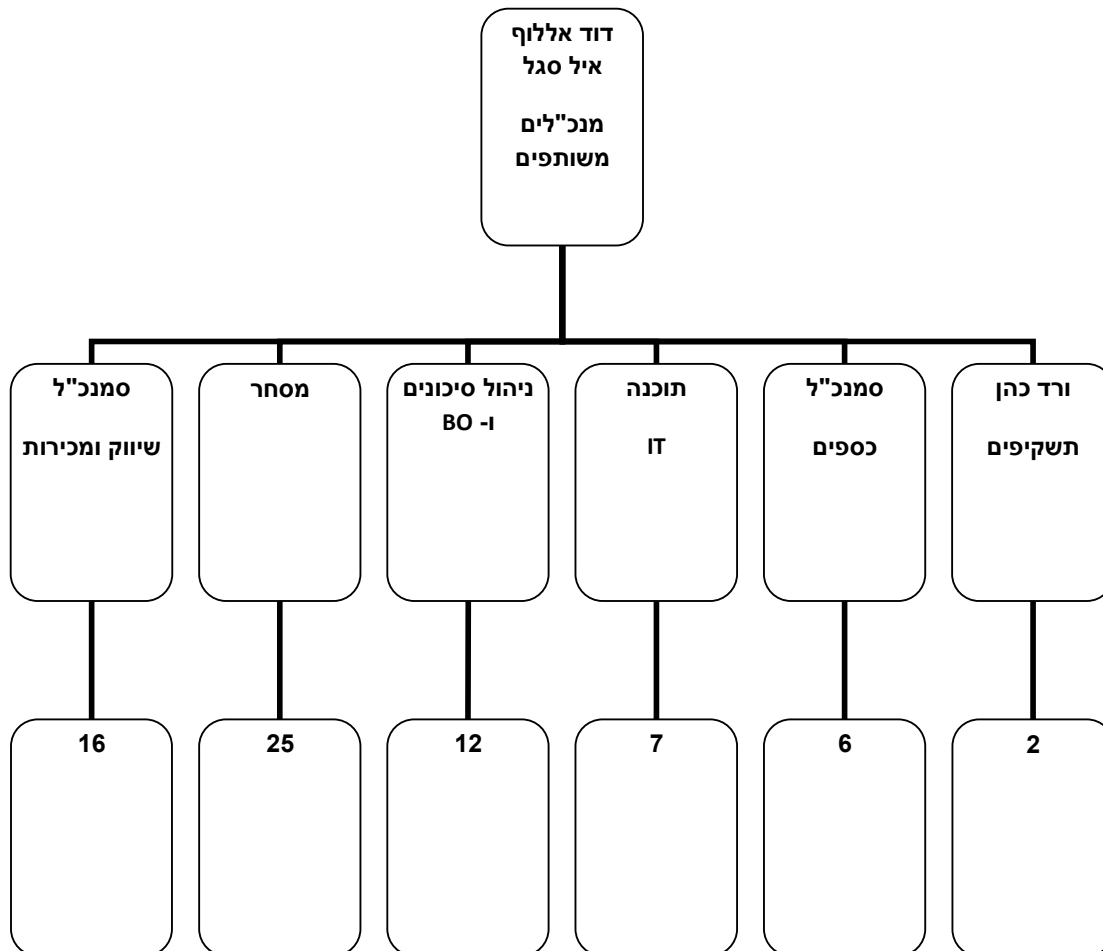
גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- ירידה באיתנות הפיננסית של הקבוצה.
- שינויים מהותיים בהנהלת הקבוצה.
- שינויים בבעלי המניות של הקבוצה.
- עלייה בפרופיל הסיכון הגלום בפעילות הקבוצה, כגון כניסה לענפי ניהול השקעות מסוכנים יותר.
- תנודות בשוק ההון אשר יכולות לגרום לקבוצה הפסדים ביחס לחשיפות, ככל שישנן.

נספח א' עץ החזקות



נספח ב' - המבנה האירגוני של הקבוצה



נספח ג' - תעודות הסל לפי סיווג והיקף נכסים מנוהל ל - 31/12/2009:

שם התעודה	סיווג התעודה לפי קבוצה	סיווג תעודה לפי הקבוצה	נכסים מנוהלים (ללא רדומות) במיליוני ש"ח
תכלית תל בונד 20	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	309
תכלית שחר כללי	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	53
תכלית גלילים 2-5	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	515
תכלית שחר +5	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	21
תכלית גלילים 0-2	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	62
תכלית גלילים 7-10	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	16
תכלית שחר 0-2	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	45
תכלית שחרים 2-5	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	282
תכלית מק"מ	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	116
תכלית גילונים	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	412
תכלית גלילים 5-7	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	122
תכלית תל בונד 40	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	608
תכלית תל בונד 60	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	929
תכלית תל בונד 20-צובר	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	744
תכלית תל בונד שקל	מדדי הארץ	אג"ח מקומי	47
תכלית כפליים חדשה	מדדי הארץ	מורכבות	16
תכלית 90/10	מדדי הארץ	מורכבות	77
תכלית 80/20	מדדי הארץ	מורכבות	37
תכלית טרגט 35	מדדי הארץ	מורכבות	1
תכלית טרגט 25	מדדי הארץ	מורכבות	2
תכלית 90/10 ממשלתי	מדדי הארץ	מורכבות	57
תכלית 95/10	מדדי הארץ	מורכבות	44
תכלית ממשלתי קצר	מדדי הארץ	מורכבות	36
תכלית סל אג"ח	מדדי הארץ	מורכבות	4
תכלית 75/25	מדדי הארץ	מורכבות	2
תכלית 100	מדדי הארץ	מניות מקומי	1,568
תכלית 25	מדדי הארץ	מניות מקומי	1,332
תכלית בנקים	מדדי הארץ	מניות מקומי	646
תכלית נדל"ן 15	מדדי הארץ	מניות מקומי	109
תכלית תל דיב 20	מדדי הארץ	מניות מקומי	170
תכלית 75	מדדי הארץ	מניות מקומי	561
תכלית יתר 120	מדדי הארץ	מניות מקומי	278
תכלית יתר 50	מדדי הארץ	מניות מקומי	69
תכלית פיננסיים	מדדי הארץ	מניות מקומי	127
תכלית 25 שורט	מדדי הארץ	שורט מקומי	35
תכלית שורט נדל"ן 15	מדדי הארץ	שורט מקומי	3
תכלית שורט בנקים	מדדי הארץ	שורט מקומי	13
תכלית שורט כ. נדל"ן	מדדי הארץ	שורט מקומי	4
תכלית שורט כ. בנקים	מדדי הארץ	שורט מקומי	2
תכלית שורט כ. 75	מדדי הארץ	שורט מקומי	1

שם התעודה	סיווג התעודה לפי קבוצה	סיווג תעודה לפי הקבוצה	נכסים מנוהלים (ללא רדומות) במיליוני ש"ח
תכלית שורט תל בונד 40	מדדי הארץ	שורט מקומי	8
תכלית שורט תל בונד 60	מדדי הארץ	שורט מקומי	2
תכלית שורט גליל 2-5	מדדי הארץ	שורט מקומי	40
תכלית S&P 500	מדדי חו"ל	מדדים בינלאומיים	278
תכלית Nasdaq 100	מדדי חו"ל	מדדים בינלאומיים	106
תכלית Nikkei 225	מדדי חו"ל	מדדים בינלאומיים	15
תכלית EuroStoxx 50	מדדי חו"ל	מדדים בינלאומיים	67
תכלית Nasdaq Bio	מדדי חו"ל	מדדים בינלאומיים	3
תכלית Bric	מדדי חו"ל	מדדים בינלאומיים	129
תכלית ברזיל	מדדי חו"ל	מדדים בינלאומיים	186
תכלית DAX	מדדי חו"ל	מדדים בינלאומיים	23
תכלית הודו	מדדי חו"ל	מדדים בינלאומיים	21
תכלית DivDAX	מדדי חו"ל	מדדים בינלאומיים	1
תכלית קנדה	מדדי חו"ל	מדדים בינלאומיים	8
תכלית EuroStoxx 30	מדדי חו"ל	מדדים בינלאומיים	1
תכלית Oil	מדדי חו"ל	סחורות	70
תכלית Silver	מדדי חו"ל	סחורות	19
תכלית זהב	מדדי חו"ל	סחורות	51
תכלית שורט זהב	מדדי חו"ל	שורט בינלאומי סחורות	2
תכלית שורט נפט	מדדי חו"ל	שורט בינלאומי סחורות	0
תכלית דולר	מט"ח	פיקדון	1,029
תכלית אירו	מט"ח	פיקדון	179
תכלית שטרלינג	מט"ח	פיקדון	117
תכלית דולר - צובר	מט"ח	פיקדון	289

12,119

סה"כ

דירוג החברה המנהלת

MQ1	איכות הגוף המדורג מוערכת כגבוהה מאוד וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול ומערכות הבקרה והפיקוח
MQ2	איכות הגוף המדורג מוערכת כגבוהה וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול ומערכות הבקרה והפיקוח
MQ3	איכות הגוף המדורג מוערכת כבינונית וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול ומערכות הבקרה והפיקוח
MQ4	איכות הגוף המדורג מוערכת כמספקת וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול ומערכות הבקרה והפיקוח
MQ5	איכות הגוף המדורג מוערכת כחלשה וזאת בהתבסס על שקלול יכולות הניהול ומערכות הבקרה והפיקוח

* מידרוג משתמשת בארגומנט '+' בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-MQ1 ועד MQ2. הארגומנט '+' מציין שאיכות הגוף המדורג מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליו הוא משתייך, המצוי באותיות.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 אגרות 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 אגרות 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 שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות 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 (Moody's 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.