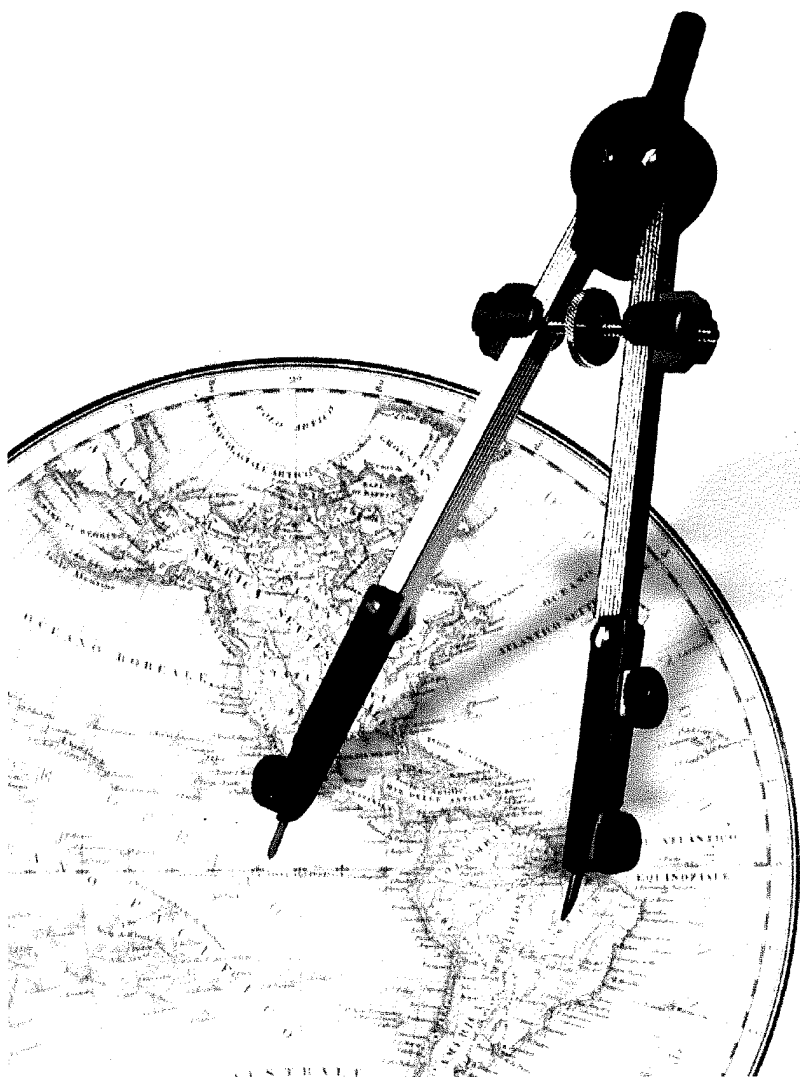


בחינת ירידת ערך מוניטין
של פעילות קרנות הנאמנות של כלל פיננסים
בטוחה ניהול השקעות בע"מ

הוכן עבור
כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ



נובמבר 2008

תוכן עניינים

2	תמצית מנהלים.....	1
7	תאור כלל פיננסים ניהול קרנות נאמנות ועסקת הרכישה בגינה נרשם המוניטין ...	2
9	תאור עסקי- כלל פיננסים ניהול קרנות נאמנות בע"מ	3
13	דוחות כספיים.....	4
14	הסביבה העסקית	5
22	מתודולוגיה.....	6
25	הערכת שווי שימוש של הפעילות.....	7
32	שיעור היוון.....	8
33	בחינת ירידת ערך מוניטין	9
34	נספח 1- סיכום הערכת שווי שימוש פעילות הקרנות.....	
35	נספח 2- ניתוח רגישות.....	

1 תמצית מנהלים

1.1 רקע

לבקשת חברת כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ (להלן: "בטוחה ו/או החברה"), דלויט שירותי ייעוץ כלכלי (1986) בע"מ, חברה בפירמת דלויט בריטמן אלמגור זהר (להלן: "Deloitte"), ערכה דוח בלתי תלוי לבחינת ירידת ערך המוניטין המוצג בדוחותיה הכספיים של בטוחה ליום 30 בספטמבר, 2008, אשר נרשם לראשונה בעת רכישת אילנות קרנות נאמנות (להלן: "אילנות"). הבחינה נעשתה בהינתן העובדה כי בטוחה מקצה את כל המוניטין האמור ליחידת מזומנים אחת הכוללת את כל פעילות קרנות הנאמנות של בטוחה (להלן: "פעילות הקרנות") המאוגדת בחברת כלל פיננסים ניהול קרנות נאמנות בע"מ (להלן: "ניהול הקרנות") מאחר ולפי הצהרת ההנהלה זו יחידת המזומנים הקטנה ביותר אליה ניתן לשייך את המוניטין הנ"ל. דוח זה מיועד לספק סקירה של פעילות הקרנות, מטרת הבדיקה והיקפה, הניתוחים שבוצעו והמסקנות העולות מהם.

1.2 מטרת ההתקשרות

מטרת ההתקשרות הינה בחינת ירידת ערך המוניטין (להלן: "הבחינה") המוצג בדוחותיה הכספיים של בטוחה ליום 30 בספטמבר 2008 (להלן: "מועד הבחינה") כפי שנוצר בעת רכישת אילנות. יודגש, כי בטוחה לא תוכל לעשות שימוש בעבודה, במידע ו/או בתוצרים הנמסרים לה על ידי Deloitte, כולם או חלקם, ללא קבלת אישור מראש של Deloitte לכך למעט ציטוט בדוחותיה הכספיים של החברה, במידה ויידרש.

במהלך ביצוע העבודה, נמסר לידינו על ידי הנהלת בטוחה מידע היסטורי מבוקר, בלתי מבוקר ואחר, פיננסי ותפעולי וכן חוות דעת מומחה (כמפורט בהמשך דוח זה) הנוגעות להתפתחות בתעשיית קרנות הנאמנות. מבלי לבחון את אמיתות המידע, הסתמכנו על מידע זה כמשקף נאמנה את תוצאות הפעילות ומצבה הפיננסי של פעילות הקרנות. כיועצי הערכת שווי, לא ביקרנו את המידע ואין אנו מביעים חוות דעת או כל המלצה אחרת בדבר הנכונות או הנאותות של המידע הנ"ל. עם זאת, ביצענו בדיקות שונות לסבירות הנתונים והתחזיות. בדיקות אלו כללו בין היתר ניתוח דוחות כספיים ומידע פיננסי היסטורי על פעילות הקרנות וכן השוואות שונות לחברות אחרות בענף.

1.3 הנחיות התקינה החשבונאית הרלבנטית

עבודתנו התבססה על הנחיותיהם של התקנים הבינלאומיים IFRS 3 (להלן: "תקן 3") ו- IAS 36 (להלן: "תקן 36"). תקן 3 קובע כי מוניטין אשר נבע משילוב עסקים לא יופחת אלא ייבחן הצורך בהורדת ערכו אחת לשנה או בדחיפות גבוהה יותר אם אירועים או שינויים בנסיבות מצביעים על הצורך בהורדת ערכו. הורדת ערכו תעשה בהתאם להנחיות תקן 36.

תקן 36- ירידת ערך נכסים- קובע נהלים שעל ישות ליישם כדי להבטיח שנכסיה לא יוצגו בסכום העולה על סכום בר-ההשבה שלהם. נכס מוצג בסכום, הגבוה מהסכום בר-ההשבה שלו, כאשר ערכו בספרים עולה על הסכום שיתקבל מהשימוש בנכס או ממכירתו. במקרה כזה, חלה ירידה בערך הנכס והתקן דורש מהישות להכיר בהפסד מירידת ערך.

ירידת ערך מוניטין- סעיף 80 לתקן 36 קובע כי מוניטין שנרכש בצירוף עסקים יוקצה ממועד הרכישה לכל אחת מהיחידות המניבות מזומנים אשר חזויות ליהנות מהסינרגיות של צירוף העסקים. סעיף 90 לתקן 36 קובע כי בחינה לירידת ערך של יחידה מניבה מזומנים, אליה הוקצה מוניטין, תעשה על ידי השוואת ערכה בספרים של היחידה, כולל מוניטין, לסכום בר-ההשבה שלה.

בהתאם לסעיף 20 לתקן 36, לעיתים אין זה אפשרי לקבוע את השווי ההוגן, בניכוי עלויות מכירה, מכיוון שלא קיים בסיס לאומדן מהימן של התמורה שתתקבל ממכירת הנכס בעסקה שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין קונה מרצון למוכר הפועלים בצורה מושכלת. במקרה זה, הישות עשויה להשתמש בשווי השימוש של הנכס כסכום בר-ההשבה שלו. בעבודתנו חישבנו את סכום בר-ההשבה על פי שווי שימוש. להערכתנו, שווי השימוש כפי שמחושב בעבודה זו, אינו שונה באופן מהותי ממחיר המכירה שלו בניכוי עלויות מכירה, בהיותו אומדן לתמורה שניתן לקבל ממכירת הפעילות בעסקה בתום לב בין קונה מרצון למוכר מרצון.

1.4 היקף הבדיקה

הבחינה נעשתה בהינתן העובדה כי בטוחה מקצה את המוניטין שנרכש כחלק מרכישת אילנות ליחידה מניבת מזומנים אחת הכוללת את כלל פעילות הקרנות המאוגדת בחברת ניהול הקרנות. בעת ביצוע הבחינה הניתוח שלנו כלל בעיקר את השלבים הבאים:

- ◀ ראיונות עם מנהלי בטוחה (להלן: "ההנהלה") בדבר נכסים, היסטוריה פיננסית ותפעולית ותחזית הפעילות העתידית של פעילות הקרנות.
- ◀ ניתוח דוחות כספיים עדכניים והיסטוריים, מבוקרים ושאינם מבוקרים, ומידע פיננסי ותפעולי אחר של פעילות הקרנות.
- ◀ בדיקות עצמאיות של ענף קרנות הנאמנות, וניתוחי המגמות הקיימות בענף.
- ◀ מחקר עצמאי של תנאים מאקרו כלכליים בשוק קרנות הנאמנות ותחזית מאקרו כלכלית בשוק כאמור.
- ◀ ניתוח והערכת שווי השימוש של פעילות הקרנות.
- ◀ קבלת עבודתו של ד"ר אבי וואהל (להלן: "עבודת המומחה") בקשר עם הצפי להיקף הנכסים המנוהלים בענף קרנות נאמנות והכנסות מדמי ניהול בענף בישראל בין השנים 2008 ו-2013 והתבססות עליה בקביעת התחזיות.
- ◀ בחינת הצורך בהפחתת ערך המוניטין ליום 30 בספטמבר 2008.

נציין כי תחשיבים פרטניים, אשר שימשו אותנו במהלך ביצוע העבודה, אינם מוצגים במסמך זה. אין לנו כל תלות בבטוחה ואיננו בעלי עניין באחת מהחברות הקשורות לה או צפויים להפוך לבעלי עניין במי מהן בעתיד. התשלום עבור שירותנו לא השפיע בכל צורה שהיא על תוצאות הבדיקה שלנו.

נציין כי במסגרת הסכם ההתקשרות בינינו, לביצוע עבודה זו הוסכם כי אנו נהיה פטורים מאחריות לכל נזק שייגרם לבטוחה או מי מטעמה עקב מעשה ו/או מחדל הקשורים במישרין ו/או בעקיפין בביצוע השירותים, למעט במקרה של רשלנות רבתי. כמו כן הוסכם כי בטוחה תשפה ו/או תפצה אותנו בגין כל סכום בו נחויב וכל הוצאה שתיגרם לנו לפי המקובל עקב נזק כאמור, למעט במקרה של רשלנות רבתי. על אף האמור, אחריותנו ככל שהנה נובעת ממתן השירותים על פי הסכם זה לא תחרוג בשום מקרה מסך כל התמורה המשולמת לנו על ידי בטוחה בגין ביצוע השירותים. בנוסף, בטוחה תתחייב לשפות ו/או לפצות אותנו בגין כל סכום שנחויב בו ו/או כל

הוצאה שנידרש לעמוד בה כתוצאה מתביעה ו/או דרישה שהוגשה כנגדנו ואשר מקורה במעשה או במחדל של בטוחה.

1.5 שינויים עיקריים שחלו בתקופת הדיווח ביחס להנחות שישמו בעבודתנו לבחינת ירידת ערך ליום 30 ביוני 2008

- שיעור ההיוון - בעבודתנו הנוכחית ראינו לנכון לקחת בחשבון פרמיה נוספת בשל אי הודאות השוררת בשוק ההון בכלל ובענף בו פועלת החברה בפרט.
- שיעור הצמיחה לזמן ארוך - בעבודה ליום 30 ביוני 2008 לא נקבע שיעור הצמיחה לזמן ארוך אלא נאמר כי סכום בר השבה הנובע מכל שיעור צמיחה של 0% ומעלה אינו מצריך הפחתת מוניטין. בעבודתנו ליום 30 בספטמבר 2008 השתמשנו בשיעור צמיחה לזמן ארוך של 3% כמפורט בפרק 7.4.
- עבודת המומחה - הנחות המומחה באשר לשינוי בטעמי הציבור עודכנו על סמך הנתונים המאקרו כלכליים אשר היו ידועים למועד בחינה זו.
- הנחות לשינוי בהיקף הנכסים המנוהלים במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2008 - כפי שמפורט לעבודתנו, במהלך חודש אוקטובר נרשמו ירידות בהיקף הנכסים המנוהלים, ירידות שלא היה ניתן לחזותן באופן סביר למועד בחינה זה. בהתאם לזאת הנחנו בעבודתנו זו כי שיעור השינוי בהיקף הנכסים המנוהלים במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2008 יתנהג בהתאמה לשינויים שחלו במהלך הרבעון השלישי לשנת 2008.
- היקף ההוצאות - במהלך הרבעון השני לשנת 2008 החלה החברה בגיבושה של תוכנית רה אירגון אשר לא יושמה וגובשה במלואה עד ליום 30 ביוני 2008. בעבודתנו זו הובאו תוכניות הרה אירגון שגובשו על ידי הנהלת החברה עד ליום 30 בספטמבר 2008 וכללו הפחתה ניכרת בהוצאות המטה של חברת האם ובכך הפחיתו את חלקה של החברה בעלויות אלו.

1.6 סיכום הממצאים

לאור העובדה כי שווי השימוש המוערך של פעילות הקרנות, המהווה כאמור את סכום בר השבה, הנו גבוה מהערך בספרים, הנגזר מהנכסים התפעוליים נטו המיוחסים על ידי הנהלת בטוחה לפעילות הקרנות, דעתנו היא כי בהתאם להוראות תקן 36 לא חלה ירידה בערך המוניטין של פעילות הקרנות כפי שמפורטת להלן:

בחינת ירידת ערך מוניטין בספרי כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ ליום 30 בספטמבר 2008	
אלפי ₪	
560,935	סכום בר השבה של הפעילות
493,721	ערך בספרים של הפעילות*
67,214	הפרש בין סכום בר השבה לערך בספרים

* על בסיס טיוטת מאזן ליום 30 בספטמבר 2008

בכבוד רב
קניס שירתי ייעוץ כלכלי (1986) דלויט
דלויט שירותי ייעוץ כלכלי (1986) בע"מ.

2 תאור כלל פיננסים ניהול קרנות נאמנות ועסקת הרכישה בגינה נרשם המוניטין

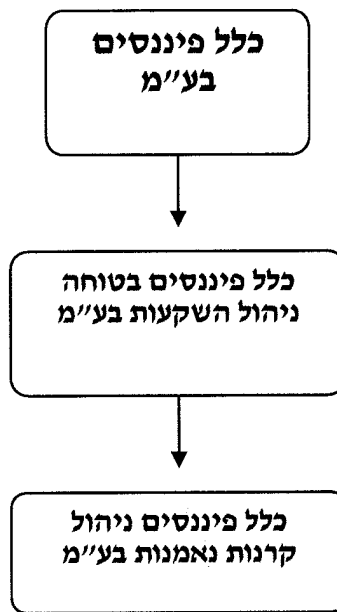
אילנות הוקמה ביום 1 בינואר 1997 ועוסקת בניהול קרנות נאמנות. במהלך שנת 2006, בעקבות רכישת השליטה באילנות על ידי בטוחה, הנשלטת בעצמה על ידי כלל פיננסים, שונה שמה של אילנות מאילנות דיסקונט בע"מ לאילנות בטוחה קרנות נאמנות בע"מ וביום 26 בדצמבר 2007 שונה השם של הפעילות הממוזגת לשמה הנוכחי כלל פיננסים ניהול קרנות נאמנות בע"מ.

ביום 18 ביוני 2006 הועבר כל הון המניות של אילנות מידי בנק דיסקונט לישראל בע"מ לבטוחה. תמורת הרכישה נקבעה על סך 582 מיליון ₪. נכון ליום 30 בספטמבר 2008 ולפני בחינת ירידת הערך רשום בספרי בטוחה נכס מוניטין בגין העסקה הנ"ל בסכום של כ- 496 מיליון ₪. הערך בספרי בטוחה של פעילות הקרנות, הנגזר מהנכסים התפעוליים נטו המיוחסים על ידי הנהלת בטוחה לפעילות הקרנות, ליום 30 בספטמבר 2008 הינו 493,721 אלפי שקל, כמפורט להלן:

באלפי ₪	
6,237	נכסים תפעוליים
-8,516	התחייבויות תפעוליות
496,000	מוניטין
493,721	שווי ספרים של פעילות הקרנות בספרי בטוחה

בעקבות החלטת דירקטוריון בטוחה, לרה-ארגון של קרנות הנאמנות אשר נוהלו על ידי ניהול הקרנות ועל ידי תשואות ניהול קרנות נאמנות (1993) בע"מ (להלן: "תשואות") (לשעבר כלל פיננסים קרנות נאמנות בע"מ), חברה אחות של ניהול קרנות, הועברו בדצמבר 2007 לניהול הקרנות 25 קרנות נאמנות אשר נוהלו עד לאותו מועד על ידי תשואות.

להלן מבנה האחזקות של קרנות הנאמנות בבטוחה ליום ההערכה:



3 תאור עסקי- כלל פיננסים ניהול קרנות נאמנות בע"מ

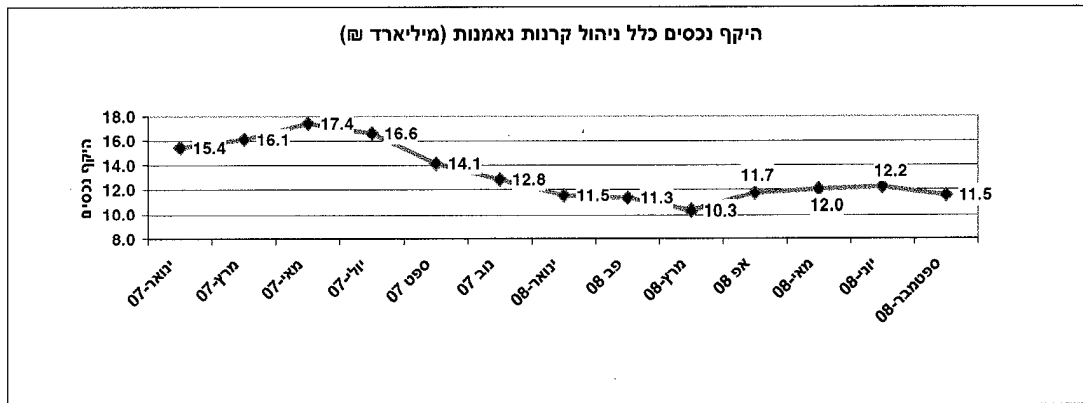
3.1 כללי

קרן נאמנות הינה מכשיר משפטי המאפשר השקעה משותפת בניירות ערך של מספר לא מוגבל של יחידים, תאגידיים וגופים אחרים, המנוהל על ידי מנהל השקעות אחד שהינו מנהל קרן נאמנות. קרן נאמנות מוקמת ופועלת מכוחו של הסכם בין מנהל הקרן לבין נאמן. בהסכם הקרן נקבעת מדיניות ההשקעות של הקרן הניתנת לשינוי בהתאם למגבלות חוק השקעות משותפות והוראות הסכם הקרן. כמו כן, נקבעים, בין השאר, דמי הניהול המרביים המותרים לגבייה, שכרו המרבי של הנאמן, וכן הוראות אחרות בדבר ניהול הקרן.

רכישת יחידות בקרן נאמנות נעשית על פי תשקיף הצעת יחידות אשר מפרסמת את הקרן מדי שנה. הקרן עורכת מאזן נכסים והתחייבויות המתפרסם בעיתונות היומית וניתן להשוותו למוצרים מתחרים. המשקיע רשאי, בדרך כלל, בכל יום מסחר לרכוש ולפדות את יחידותיו. מנהל הקרן מפרסם בתשקיף הקרן את מדיניות ההשקעה של הקרן. מנהל הקרן רשאי לרכוש ולמכור ניירות ערך בבורסה לפי שיקול דעתו במסגרת מדיניות ההשקעה ובכפוף להוראות פיזור ההשקעות וההוראות האחרות הקבועות בחוק הקרנות ותקנותיו.

3.2 כלל פיננסים ניהול קרנות נאמנות בע"מ

נכון ליום 30 בספטמבר 2008 ניהול קרנות מנהלת כ- 87 קרנות נאמנות המנהלות כ- 11.5 מיליארד שקל ומתמחות במגוון רחב של אפיקי השקעות. היקף הנכסים המנוהלים על ידי ניהול השקעות ליום 30 בספטמבר 2008 מהווים כ-10% מסך הנכסים המנוהלים על ידי כל קרנות הנאמנות בישראל.

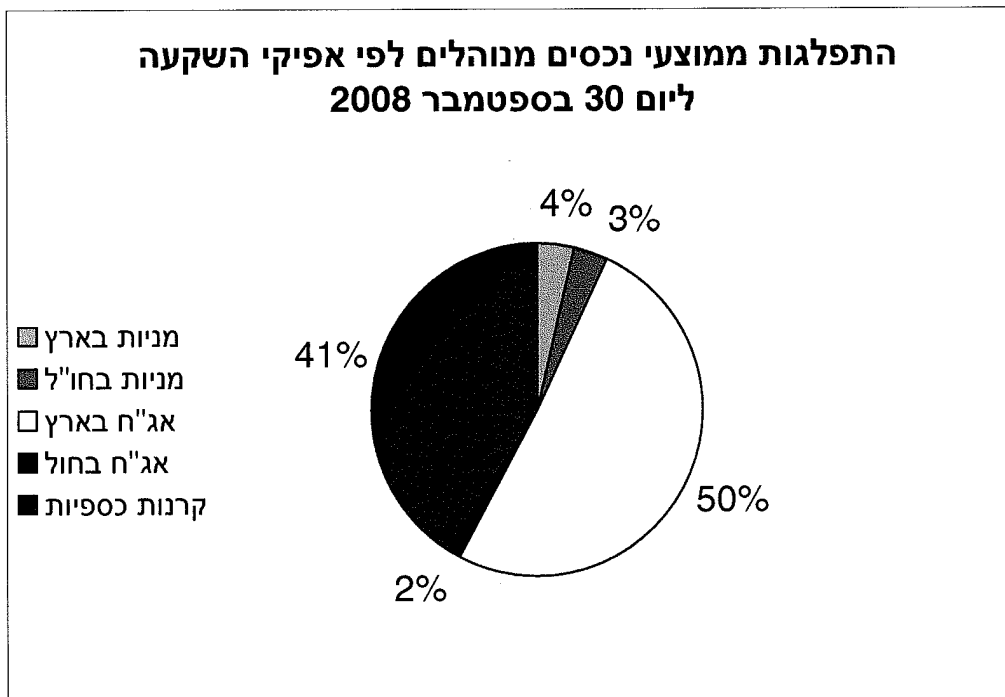


הירידה בהיקף הנכסים במהלך 2007 מייצגת את המגמה הכללית בקרב קרנות הנאמנות בישראל. הסיבות לירידה בהיקף הנכסים נבעה בעיקרה מניתוק הקרנות מהבנקים בעקבות וועדת בכר, התחזקותן של תעודות הסל כמוצר תחליפי לקרנות הנאמנות, ביצועים לא טובים ורפורמות מס. הירידה ברבעון השלישי של שנת 2008 נובעת בעיקרה מהמשבר בשווקים הפיננסיים בארץ ובעולם, אשר הביא לירידה משמעותית בבורסות ובשווי הנכסים המנוהלים, וכן לפדיונות כבדים בענף.

קרנות הנאמנות של ניהול הקרנות הינן מגוונות ומיועדות לספק למשקיעים מגוון אפשרויות השקעה בהתאם לצרכיו של כל משקיע. ניתן לחלק את הקרנות למספר קבוצות בהתאם למדיניות ההשקעה: קרנות אג"ח, קרנות גמישות, קרנות מנייתיות, קרנות כספיות וקרנות אחרות.

להלן התפלגות הנכסים המנוהלים על ידי הקרנות ליום 30 בספטמבר 2008:

¹ מקור נתונים: הנהלת החברה.



להלן התפלגות נכסי הקרנות של הפעילות ליום 31 בדצמבר 2007²:



קרנות אחרות כוללות: קרנות גמישות, קרנות לתושבי חוץ וקרנות מעורבות.

² מקור: הנהלת החברה.

מהשוואה בין התקופות עולה באופן ברור כי המגמה הינה מעבר של נכסים בין כל סוגי הקרנות אל הקרנות הכספיות. קרן כספית הינה קרן נאמנות המהווה תחליף לפיקדון בבנק. קרן מסוג זו מוגבלת להשקעה באג"ח ופיקדונות עם דירוג גבוה כשמח"מ הקרן מוגבל ל 90 יום. הירידה בהיקף הנכסים בקרנות שאינם קרנות כספיים במהלך 2008 המשיכה את מגמת הירידה שאפיינה את שנת 2007.

הן השינויים בין התקופות והן החלוקה בין סוגי הקרנות הינה עקבית למגמה הכללית בענף קרנות הנאמנות בישראל.

3.3 דמי ניהול

בהסכם ובתשקיף של כל אחת מהקרנות מפורט שיעור דמי הניהול מהיקף הנכסים המהווה שחר למנהל הקרן. דמי הניהול מחושבים באופן שוטף ונגבים ממחזיקי יחידות הקרן. הקרנות הכספיות מחייבות בשיעורי דמי הניהול הנמוכים ביותר ואילו הקרנות המנייתיות בשיעור דמי הניהול הגבוהים ביותר.

4 דוחות כספיים

להלן דוחות רווח והפסד לתשעה חודשים שהסתיימו ביום 30 בספטמבר 2008 ולשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2007 אשר שימשו אותנו בהערכה:

כלל פיננסים ניהול קרנות נאמנות בע"מ אלפי ש"ח		
תשעה חודשים שהסתיימו ביום 30 בספטמבר *2008	שנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2007	
105,522	301,204	הכנסות
(248)	1,359	עמלות ודמי ניהול **
105,274	302,563	אשראי פקדונות ואחרות
		סה"כ הכנסות
		הוצאות
5,478	7,155	שכר
1,597	5,671	גמול ניהול ותגמול
624	2,348	מחשב ותפעול
1,393	1,863	שכר מקצועי ויעוץ
355	315	שכר דירה
191	614	ביטוח
1,107	3,050	אחרות
190	424	הוצאות פחת
11,455	19,829	אגרות ועמלות
7,312	8,822	פרסום שווק וקד"מ
1,302	1,501	מידע ותקשורת נתונים
152	267	טלפון ותקשורת
20,082	46,973	עמלות הפצה לבנקים
32,569	109,671	השתתפות בהוצאות חברת האם ודמי ניהול לחברת האם
2,230	54,295	החזר דמי ניהול ושעור הוספה ***
86,037	262,798	סה"כ הוצאות
19,237	39,765	רווח (הפסד) לפני מס ולאחר דמי נהול לחברת האם
18%	13%	
(7,107)	-15,946	מיסים על ההכנסה
12,130	23,819	רווח נקי

* על בסיס טיוטת דוחות כספיים ליום 30 בספטמבר, 2008

** הקיטון בהכנסות מדמי ניהול בין שנת 2007 לתשעה חודשים הראשונים של 2008 נובע בעיקרו מצמצום מהותי בפעילות בקרנות החוץ (הניבו קרוב ל 50 מליון שקל הכנסות בשנת 2007) ומשינוי בתמהיל הנכסים כפי שמפורט בפרק 3.2 כאשר עיקר השינוי נובע מהעברת הנכסים המנוהלים מקרנות האג"ח ומניות לקרנות הכספים בגינן החברה גובה דמי ניהול נמוכים מאוד.

*** הוצאות שהוצאו בקשר עם פעילות קרנות החוץ. פעילות שכאמור הופסקה החל מאמצע שנת 2008.

5 הסביבה העסקית

5.1 שינויים רגולאטורים בענף קרנות הנאמנות בשנים האחרונות

בשנים אחרונות עובר שוק ההון בישראל בכלל וענף קרנות הנאמנות בפרט שינויים מהותיים שעיקרם מפורטים להלן:

« **רפורמת בכר** - בהמשך לפרסום המלצות הצוות הבין משרדי לעניין הרפורמה בשוק ההון (ועדת בכר), אישרה הכנסת בחודש יולי 2005 את החוקים הנוגעים להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון בישראל, שמרביתם נכנסו לתוקף בפברואר 2006 (להלן: "חוקי בכר"). בדברי ההסבר שבתזכיר חקיקת בכר מצוין כי על רקע הריכוזיות בשוק ההון במערכת הבנקאות בישראל וניגודי העניינים בין פעילותם של הבנקים כיועצי השקעות לבין פעילותם כבעלים ומנהלים של קופות הגמל וקרנות הנאמנות. חוקי בכר מסדירים את ניתוק קשרי הבעלות, השליטה והניהול, שבין מערכת הבנקאות לבין קופות הגמל וקרנות הנאמנות. לפי חוקי בכר, פעילות ניהול הקרנות הופרדה מהבנקים, אשר הפכו לשמש כיועצים ומפיצים של הקרנות. כמו כן, חוקי בכר הסדירו את תשלום עמלת ההפצה למפיצי הקרנות.

« **רפורמה במיסוי שוק ההון** - במסגרת הרפורמה הוטל מס על כל אפיקי החיסכון, הסחירים והלא סחירים, בשיעורים אחידים תוך ביטול יתרונות המיסוי שמהם נהנו המפקידים בכל סוגי תכניות החיסכון. בעקבות הרפורמה, ניתן לראות בשוק ההון מעבר הדרגתי של הציבור מנכסים לא סחירים, בעיקר תכניות חסכון ופיקדונות בנקאיים, לנכסים סחירים. בתחילת שנת 2005 הושו שיעורי המס החלים על ניירות ערך נסחרים בבורסה בחו"ל לשיעורי המס החלים לגבי ניירות ערך הנסחרים בבורסה בישראל ובעקבות זאת צומצמו חסמי המיסוי בגין השקעות בניירות ערך זרים. לאור האמור לעיל, החל משנת 2005 מתקיימת התעניינות גוברת והולכת בהשקעה בניירות ערך זרים.

« תקנות חדשות לחוק השקעות משותפות בנאמנות - ב- 31 בדצמבר, 2007, נכנסו לתוקף התקנות החדשות של חוק השקעות משותפות בנאמנות. התקנות החדשות עומדות לחולל שינויים נרחבים בענף כולו. להלן ההשפעות העיקריות של התקנות שנכנסו לתוקף:

- שקיפות גדולה יותר של כל הקרנות – הגברת הנגישות למידע, יתורגם השיח בין היועץ ללקוח להקצאה יעילה יותר של כספי הציבור, תוך התאמה טובה יותר בין רמת הסיכון לשיעור התשואה. שם הקרן ייקבע באופן שיבטא את מדיניות ההשקעה שלה. סיווג אחיד שיבוסס על מיון הקרנות לפי שלוש רמות של קבוצות ותת קבוצות. פרופיל החשיפה של הקרן ידורג לפי חשיפת הקרנות לשני אפיקי ההשקעה הנפוצים ביותר בהן – מניות (לרבות סחורות) ומטבע חוץ.
- הרחבת מגוון המכשירים השונים המוצעים ללקוחות – הנהגת ארבעה סוגים חדשים של קרנות: קרנות כספיות, קרנות ייחודיות, קרנות ממונפות, ואגד קרנות, כאשר יהיה הבדל בין אגד קרנות ישראל, לבין אגד קרנות חו"ל. בנוסף, מאפשרות התקנות החדשות הנהגתן של קרנות מחקות, אשר יעקבו אחרי מדדים, וסביר להניח שיחליפו את קרנות האינדקס הקיימות.
- הגברת חופש הפעולה של מנהלי השקעות בקרנות – הסרת חסמים שונים בניהול השקעות של קרנות נאמנות. חלק מהמהלכים החדשים מתייחסים ישירות להנהגת קרנות מסוג חדש, כמו במקרה של הרחבת האפשרות של רכישת אופציות ונגזרים, מה שישפיע על הקמת קרנות ממונפות. אך מעבר לכך, בקרנות קיימות יעמוד המנהל המקומי בפני קשת רחבה יותר של נכסים בהם ניתן להשקיע.

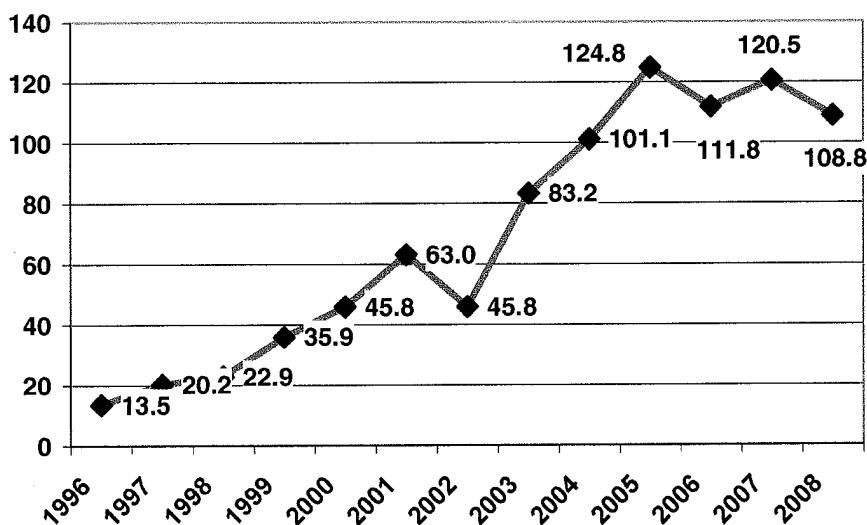
5.2 תעשיית קרנות הנאמנות בישראל

התפתחות הנכסים המנוהלים

להלן גרף המייצג את התפתחות הנכסים המנוהלים על ידי קרנות הנאמנות בישראל לתקופה

1996 – ספטמבר 2008³:

היקף נכסי שוק הקרנות (במיליארד ₪)



תעשיית קרנות הנאמנות צמחה בין השנים 2003 ל- 2005 על רקע שינויים נרחבים שהתרחשו בשוק ההון הישראלי. שנת 2003 הייתה שנת השיא מבחינת גידול בהיקף הנכסים המנוהלים עם גידול של כ- 81% (מכ- 45.8 מיליארדי ₪ לכ- 83.2 מיליארדי ₪). שיעור הגידול התמתן בשנים 2004 ו- 2005 ועמד על כ- 21.6% ו- 23.3% בשנה בהתאמה. עליה זו בהיקף הנכסים המנוהלים מוסברת, בין היתר, על ידי מגמת הצמיחה במשק, עליה בשערי מניות, ריבית נמוכה, רפורמה במס ההכנסה ועליה בתיק הנכסים הכספיים של הציבור.

בתום שנת 2005 נעצר הגידול בהיקפי הנכסים המנוהלים על ידי קרנות הנאמנות. למרות תשואה נומינלית של כ- 7% שהושגה בענף קרנות הנאמנות בשנת 2006, סך נכסי הקרנות ירד בשיעור של כ- 10% מסך של כ- 124.8 מיליארד ₪ לסך של כ- 111.8 מיליארד ₪. שנת 2007 הציגה

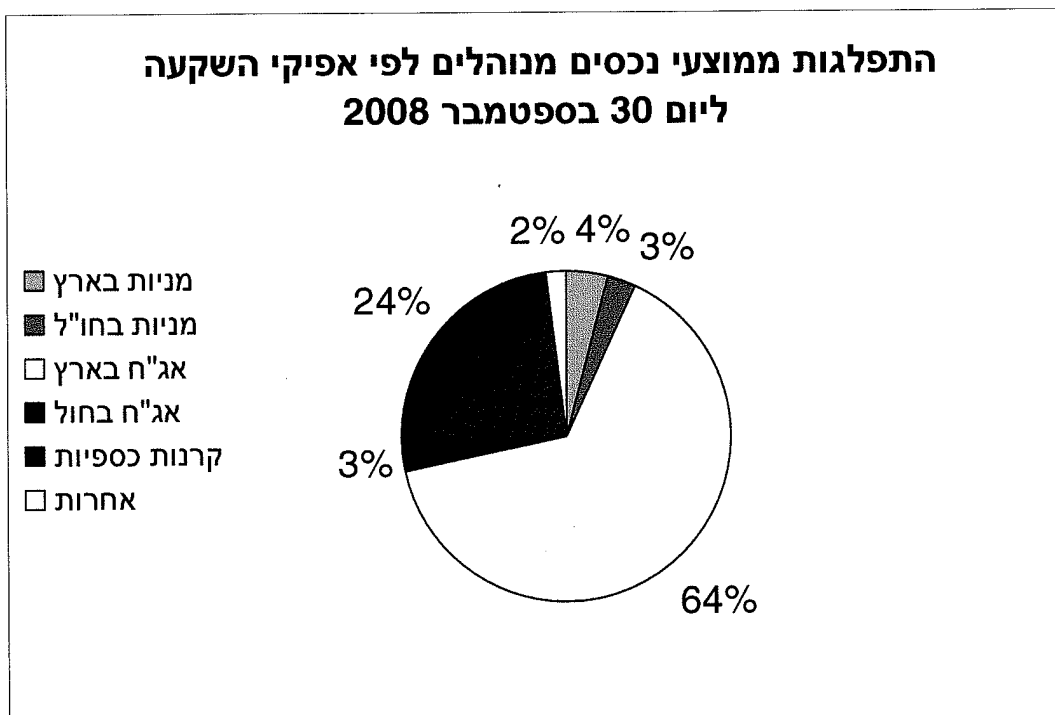
³ מקור: אתר דה-מרקר, <http://www.TheMarker.com>

גידול (נמוך ביחס לשעורי הצמיחה בשנים שלפני 2006) של כ- 7.7%, מסך היקף נכסים מנוהל של כ-111.8 מיליארד ₪ להיקף נכסים מנוהל של כ-120.5 מיליארד ₪.

הסיבות העיקריות לעצירת הגידול בנכסי הקרנות בתקופה שמסוף 2005 ועד ספטמבר 2008-

- ניתוק הקרנות מהבנקים בעקבות רפורמת בכר.
- תעודות הסל שחלקן בשוק גדל מאוד בשנים האחרונות (באוגוסט 2008, כ-4 שנים מיום הנפקת תעודת הסל הראשונה, תעודות הסל מנהלות נכסים בהיקף של כ-38 מיליארד שקל). מכשיר פיננסי זה משפיע בעיקר על היקף נכסי הקרנות המנייתיות.
- ביצועים לא טובים כקבוצה ובמיוחד בתחום המניות בגלל דמי ניהול גבוהים.
- פתיחת האפשרות מבחינה מיסויית להשקעות במניות ואג"ח זרים.
- המפולת בשוקי ההון בארץ ובעולם, אשר גרמה לבריחת משקיעים ולפדיונות כבדים מהקרנות המנייתיות לפק"מים ולאמצעים נזילים אחרים.

התפלגות נכסי קרנות הנאמנות לפי אפיקי השקעה של כלל קרנות הנאמנות בישראל⁴



⁴ מקור נתונים: עבודת המומחה

החל מסוף שנת 2007, קרנות הנאמנות החלו לשווק את הקרנות הכספיות- שיקליות ומט"חיות. לאחר שלושה רבעונים של פעילות, בסוף ספטמבר 2008, הגיעו הנכסים המנוהלים של הקרנות הכספיות לסך של כ- 25.8 מיליארד ₪, המהווים כ- 24% מכלל הנכסים המנוהלים על ידי קרנות הנאמנות. עיקר הגידול בהיקף נכסים אלו בא על חשבון נכסי הקרנות האג"חיות והמנייתיות ועל חשבון מכשירי חיסכון לזמן קצר אחרים.

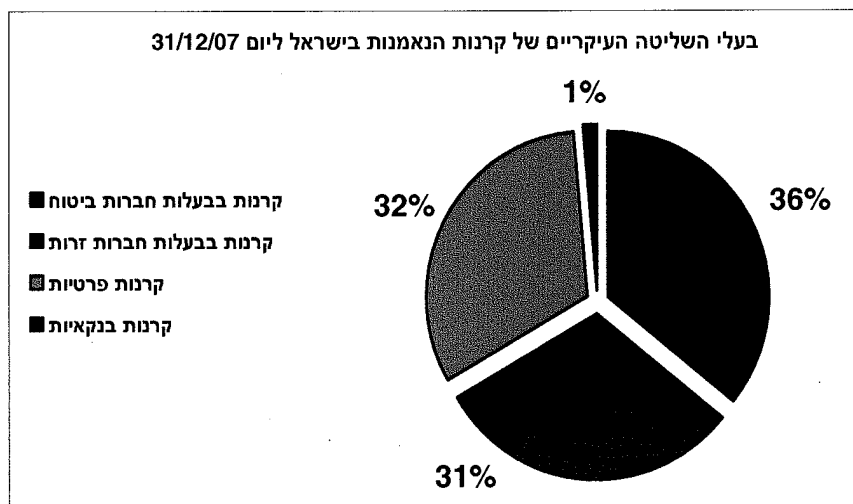
שחקנים עיקריים בתעשיית קרנות הנאמנות⁵

דרוג מנהלי קרנות הנאמנות - יולי 2008				
שם מנהל הקרנות	דרוג	% נכסים מכלל קרנות נאמנות	סך נכסים מנוהלים מיל' ₪	מספר קרנות מנוהלות
פסגות קרנות נאמנות בע"מ	1	23.5%	26,839	89
פריזמה קרנות נאמנות בע"מ	2	11.5%	13,209	118
הראל-פיא קרנות נאמנות בעמ	3	10.5%	11,974	70
כלל קרנות נאמנות	4	10.2%	11,690	87
מגדל קרנות נאמנות בע"מ	5	8.3%	9,443	95

בשנת 2007 פסגות קרנות נאמנות בע"מ הפכה לגוף שמנהל את היקף הנכסים הגבוה ביותר תוך הגדלת נתח השוק שלה מ- 13.9% ל- 23.5%. במקום השני ממוקמת פריזמה קרנות נאמנות בע"מ אשר נתח השוק שלה ירד מ- 18.3% ל- 11.5%. כלל פיננסים ממוקמת במקום הרביעי כאשר הפער בינה לבין הראל-פיא קרנות נאמנות בע"מ מצטמצם במהלך שנת 2008.

⁵ מקור: אתר www.funder.co.il.

בעלי השליטה בקרנות הנאמנות המובילות



מבנה הבעלות של קרנות הנאמנות, בעבר תעשייה ריכוזית אשר נשלטה ע"י הבנקים הגדולים, עבר מהפך של ממש בשנה וחצי האחרונות עם יישום רפורמת בכר. הבנקים, אשר שלטו ביד רמה בתעשיית קרנות הנאמנות עד ליישום הרפורמה, נותרו עם נתח שוק זניח ביותר לאחר שסיימו, ברובם המכריע, למכור את קרנות הנאמנות שהיו בבעלותם. את הבכורה תפסו חברות הביטוח והקרנות הפרטיות.

5.3 דמי הפצה

בעקבות רפורמת בכר נקבע כי מנהלי הקרנות ישלמו עמלת הפצה למפיצי הקרנות. דמי ההפצה מחושבים כשעור, הקבוע בחוק, מהיקף הנכסים. העמלה אינה משולמת על פי תנועה אלא כאחוז מההחזקה לפרק זמן:

- « לגבי קרן מסוג I (המשקיעה בעיקר בהשקעות קצרות טווח בסיכון נמוך) – 0.25%;
- « לגבי קרן מסוג II (המשקיעה בעיקר במניות) – 0.8%;
- « לגבי קרן מסוג III (שאינה אחת מסוג I ו-II) – 0.4%;
- « לגבי קרן כספית- 0.125%.

5.4 מגמות חזויות בענף

להערכת המומחה בחמש שנים לאחר מועד הבחינה תמשך מגמת ההסתה של כספים לטובת הקרנות הכספיות מקרנות המנייתיות והאגחיות. מגמה זו החלה כבר מתחילת 2008 כפי שתואר בפרק 5.2. השנוי דלעיל אינו כולל את השפעת השינוי בתיק הנכסים הכספיים של הציבור שלהערכת המומחה משפיע ביחס ישר על ההיקף הכולל של נכסי הקרנות. לפירוט נוסף והשפעת תיק הנכסים ראה פרק 7 להלן.

קרנות כספיות

רפורמת בכר אפשרה לקרנות להתחרות בבנקים על פיקדונות הציבור בשקלים ובמט"ח. בישראל, יתרות עו"ש חיוביות צוברות ריבית אפסית והפיקדונות הבנקאיים מקנים ריבית נמוכה באופן משמעותית מריבית השוק.

הקרנות הכספיות הראשונות נוצרו בסוף 2007 ועד לסוף ספטמבר 2008 צברו נכסים בגובה 25.8 מיליארד שקל. דמי הניהול נכון לספטמבר 2008 הינם זניחים בקרנות השקליות והינם בשיעור של כ-0.56% בקרנות המט"חיות.

לפי עבודת המומחה, בגלל יתרונותיהם של הקרנות הכספיות על מכשירים פיננסים נזילים אחרים ההנחה היא כי עד שנת 2013 הקרנות הכספיות השקליות יהוו כ- 20% מאמצעי התשלום+ פח"ק+ פז"ק+ מק"מ, יחס אשר צפוי להישאר בשנים שאחרי שנת 2013. במונחי שנת 2007 מדובר על סך של 85.6 מיליארד שקל וזאת לפני השפעת השינוי בתיק הנכסים הכספיים של הציבור, פי שלוש מהיקף הנכסים אשר מנהלות הקרנות הכספיות בסוף ספטמבר 2008. על פי עבודת המומחה, בארה"ב היקף הנכסים המושקעים בקרנות הכספיות נכון למועד ההערכה נעמד בכ- 40% מהיקף הנכסים הנזילים של הציבור. אך מאחר ובארה"ב קיימות מספר הקלות בכל האמור להשקעה בקרנות כספיות אשר אינן קיימות בישראל ההנחה בעבודת המומחה היא לשיעור נמוך יותר.

נכון למועד הבחינה, פעילות הקרנות הכספיות הינה פעילות מפסידה בגלל עמלות הפצה והוצאות נלוות העולות על דמי הניהול אשר מחושבות מהיקף הנכסים. על סמך תחזית המומחה דמי הניהול צפויים להגיע לכ- 0.35% בשנת 2013 ולהישאר ברמה זו גם לאחר שנת 2013. דמי הניהול המקובלים בארה"ב לקרנות כספיות הינם 0.39%.

לגורמים נוספים המשפיעים על היקף הנכסים המנוהלים ראה פרק 7.

קרנות אג"ח

מעבודת המומחה עולה כי עד לשנת 2013 צפויה ירידה של כ-20% בערך הנכסים של קרנות האג"ח, כאשר החל משנת 2013 תהיה התייצבות. הסיבה לירידה תהיה בעיקרה מעבר של נכסים לקרנות הכספיות ולתעודות הסל. דמי ניהול נמוכים יותר והעדפות של סיכון ימשיכו להוות את הסיבות העיקריות לזליגה בנכסים. דמי הניהול המקובלים בענף היום הינם כ-1.19% מערך הנכסים המנוהלים וצפויים לרדת בשיעור מתון עד ל-1.1% בשנת 2013 ולהתייצב לאחר מכן. הירידה הצפויה נובעת מהתחרות מול תעודות הסל והקרנות הכספיות (כל האמור דלעיל הינו טרם השפעת השינוי בתיק הנכסים הכספיים של הציבור).

קרנות מניות

מעבודת המומחה עולה כי עד לשנת 2013 הקרנות המניות נמצאות במגמת ירידה מבחינת חלקן בתיק המניות כולל של הציבור. בתחום הנכסים המנוהלים צפויה ירידה, תוך חמש שנים, של כ-20% בערך של קרנות אלו מתוך המרכיב המניתי של תיק הנכסים של הציבור ולאחר מכן צפויה התייצבות. הסיבה העיקרית הינה התחזקות תעודות הסל ושינוי טעמי הציבור. דמי הניהול המקובלים היום בענף עומדים על שיעור של כ-2.75% מהיקף הנכסים המנוהלים וצפויים לרדת לרמה של 2.6% עד שנת 2013 ולהתייצב לאחר מכן. למרות שמדובר בדמי הניהול גבוהים יותר מהעמלות במדינות עולם אחרות לא צפויה ירידה משמעותית יותר מכון שמנגנון עמלת הפצה, שמחושב מהיקף הנכסים ולא מהרווח, אינו מעודד תחרות על דמי הניהול (כל האמור דלעיל הינו טרם השפעת השינוי בתיק הנכסים הכספיים של הציבור).

6 מתודולוגיה

6.1 הנחיות התקינה החשבונאית

6.1.1 הנחיות התקינה החשבונאית לבחינת ירידת ערך

עבודתנו התבססה על הנחיותיהם של התקנים הבינלאומיים IFRS 3 (להלן: "תקן 3") ו- IAS 36 (להלן: "תקן 36"). תקן 3 קובע כי מוניטין אשר נבע משילוב עסקים לא יופחת אלא ייבחן הצורך בהורדת ערכו אחת לשנה או בדחיפות גבוהה יותר אם אירועים או שינויים בנסיבות מצביעים על הצורך בהורדת ערכו. הורדת ערכו תעשה בהתאם להנחיות תקן 36.

תקן 36- ירידת ערך נכסים- קובע נהלים שעל ישות ליישם כדי להבטיח שנכסיה לא יוצגו בסכום העולה על סכום בר- ההשבה שלהם. נכס מוצג בסכום, הגבוה מהסכום בר- ההשבה שלו, כאשר ערכו בספרים עולה על הסכום שיתקבל מהשימוש בנכס או ממכירתו. במקרה כזה, חלה ירידה בערך הנכס והתקן דורש מהישות להכיר בהפסד מירידת ערך.

ירידת ערך מוניטין- סעיף 80 לתקן 36 קובע כי מוניטין שנרכש בצירוף עסקים יוקצה ממועד הרכישה לכל אחת מהיחידות המניבות מזומנים אשר חזויות ליהנות מהסינרגיות של צירוף העסקים. סעיף 90 לתקן 36 קובע כי בחינה לירידת ערך של יחידה מניבה מזומנים, אליה הוקצה מוניטין, תעשה על ידי השוואת ערכה בספרים של היחידה, כולל מוניטין, לסכום בר ההשבה שלה.

בהתאם לסעיף 18 לתקן 36 סכום בר השבה יחושב כגבוה מבין השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירת הנכס, או יחידה מניבת מזומנים, לבין שווי השימוש בו. בהתאם לסעיף 25 לתקן 36 הראיה הטובה ביותר לשווי הוגן בניכוי עלויות למכירת הנכס היא המחיר שנקבע בהסכם מכירה מחייב בין מוכר מרצון לקונה מרצון. בהתאם לסעיפים 30-32 לתקן 36 שווי השימוש של הנכס הינו הערך הנוכחי של אומדן תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים לנבוע משימוש מתמשך בנכס וממימושו בתום החיים השימושיים שלו.

בהתאם לסעיף 20 לתקן 36, לעיתים אין זה אפשרי לקבוע את השווי ההוגן, בניכוי עלויות מכירה, מכיוון שלא קיים בסיס לאומדן מהימן של התמורה שתתקבל ממכירת הנכס בעסקה שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין קונה מרצון למוכר מרצון הפועלים בצורה מושכלת. במקרה זה, הישות עשויה להשתמש בשווי השימוש של הנכס כסכום בר ההשבה שלו.

בעבודתנו חישבנו את סכום בר ההשבה על פי שווי שימוש. להערכתנו, שווי השימוש כפי שמחושב בעבודה זו, אינו שונה באופן מהותי מהשווי ההוגן שלו בניכוי עלויות מכירה, בהיותו אומדן לתמורה שניתן לקבל ממכירת הפעילות בעסקה בתום לב בין קונה מרצון למוכר מרצון.

6.1.2 הנחיות לשכת רואה חשבון האמריקאית (AICPA PRACTICE AID) בנוגע למועד בחינת ירידת הערך ואירועים שהתרחשו לאחריו

הנחיות לשכת רואה חשבון האמריקאית (AICPA PRACTICE AID) מגדירה אירוע לאחר תאריך הערכה בסעיף 97:

"An event that could affect the valuation may occur subsequent to the as-of date of the valuation but prior to the issuance of a valuation report. Such an occurrence is referred to as a postvaluation event. The task force has set out two different types of post-valuation events that it recommends be analyzed, as follows:

- a. The first type consists of events that were known or knowable to market participants at the as-of date of the valuation. The valuation would take those events into account.
- b. The second type consists of events that were not known or knowable to market participants at the as-of date of the valuation, including events that arose subsequent to the as-of date of the valuation. The valuation would not be updated to reflect those events. However, the events may be of such nature and significance as to warrant disclosure in a separate section of the report in order to keep users from being misled."

במהלך הרבעון השני בשנת 2008 חלה ירידה בהיקף הנכסים המנוהלים על ידי החברה בשיעור של כ- 5.2% מיתרת הסגירה לחודש יוני 2008 וכ-3.7% מסוף דצמבר 2007. בעבודתנו אנו מתבססים על עבודת המומחה שנערכה ליום 30 בספטמבר 2008 והוגשה בסמוך למועד זה.

בעבודת המומחה מובאת תחזית. באשר לשינוי הצפוי בהיקף הנכסים, תמהיל הנכסים ודמי הניהול.

במהלך חודש אוקטובר 2008 חלו תמורות רבות בהתנהגות המשקיעים וירידות בהיקף הנכסים המנוהלים, שינויים אלו המשיכו את המגמה השלילית בענף, כפי שמפורט לעיל, ששררה במהלך השנה האחרונה.

במהלך חודש אוקטובר 2008 ירד היקף הנכסים המנוהלים על ידי החברה בשיעור של כ- 8.6%. נכון למועד הבחינה לא ניתן היה לחזות ירידה בשיעור זה.

התחזית המובאת בדוח זה מביאה ירידה בהיקף הנכסים המנוהלים של כ- 5.21% ברבעון הרביעי של 2008, שיעור המוערך על ידינו ככזה אשר היה ניתן לחזות ביום 30 בספטמבר 2008. יחד עם זאת, בשל הירידות החדות שחלו בהיקף הנכסים המנוהלים בחודש אוקטובר 2008 אנו ממליצים להמשיך ולעקוב במהלך, הרבעון הרביעי של 2008, אחר יתרות אלו ולבחון את הצורך לעידכון דוח זה לאחר תום שנת 2008.

6.2 מדידת שווי שימוש

הערכת שווי השימוש של היחידה מניבת המזומנים בוצעה בהתאם להוראות תקן 36 באמצעות גישת היוון זרמי מזומנים - D.C.F בהנחה של המשך פעילות הקרנות כ"עסק חי".

ערך פעילות הקרנות כ"עסק חי" הינו הערך הנוכחי של תזרים המזומנים הצפוי להתקבל מפעילות הקרנות בכללותה בעתיד. תחזית ההכנסות של פעילות הקרנות בכללותה מבוססת על עבודת המומחה שהוכנה עבור בטוחה.

7 הערכת שווי שימוש של הפעילות

7.1 כללי

תחזית תזרים המזומנים ששימשה אותנו לצורך הערכת שווי השימוש של הפעילות, כפי שמוצגת בנספח 1, התבססה על נתונים כספיים היסטוריים מבוקרים של פעילות הקרנות, ניתוח מרכיבי ההוצאות וההכנסות, עבודת המומחה בנושא צפי להכנסות מדמי ניהול בענף קרנות הנאמנות בישראל והנחות באשר לגידול תיק הנכסים של הציבור. מועד ההערכה הינו 30 בספטמבר 2008 כאשר שנת 2013 נקבעה כשנה המייצגת (להלן: "השנה המייצגת"). בסעיפים הבאים מפורטים דרך העבודה בה נקטנו והנחות בהן עשינו שימוש.

7.2 תחזית הכנסות

תחזית הכנסות הפעילות נעשתה תוך בניית תחזיות של היקף הנכסים המנוהלים ע"י הפעילות בחלוקה לסוגי קרנות הנאמנות על פי הפירוט המופיע בדוחות הכספיים של כלל פיננסים ניהול קרנות נאמנות בע"מ: אג"ח בארץ, אג"ח בחו"ל, גמישות, לתושבי חוץ בלבד, מניות בארץ, מניות בחו"ל וקרנות כספיות (להלן: "סוגי הקרנות"), ותחזיות של שיעור דמי ניהול אפקטיביים בחלוקה לסוגי הקרנות כפי שהתקבלה מהמומחה. היקף ההכנסות בכל שנה חזויה נקבע על ידי מכפלת היקף הנכסים הממוצעים בשיעור דמי הניהול האפקטיביים לכל סוג קרן נאמנות. להלן פירוט ההנחות בהם עשינו שימוש בקביעת התחזיות להיקף הנכסים ולשיעור דמי הניהול:

תחזית היקף נכסים מנוהלים ממוצעים:

- נקודת המוצא להיקף הנכסים המנוהלים בחלוקה לסוגי הקרנות מתבססת על ממוצע היקף הנכסים לתקופה של תשעה חודשים שנסתיימה ביום 30 בספטמבר 2008 כפי שהועברה אלינו על ידי הנהלת חברת ניהול הקרנות.
- השינוי בהיקף הנכסים בין השנים כמו גם השינויים בחלקם היחסי של סוגי הקרנות מסך הנכסים, זאת טרם התייחסות לסך הנכסים הכספיים של הציבור בשנים החזויות ולמעט השינויים ברבעון הרביעי לשנת 2008, התבססו על עבודת המומחה.

• בעבודתנו הנחנו, בהתבסס על הירידה בהיקף הנכסים שהתרחשה ברבעון השלישי לשנת 2008, כי תחול ירידה בשיעור של כ-5.21% על פני הרבעון הרביעי לשנת 2008 בהיקף הנכסים המנוהלים לפי התמהיל הבא ובהתבסס על השינוי שחל ברבעון השלישי לשנת 2008:

תחזית התפתחות נכסי הקרן ברבעון אחרון 2008	
אג"ח בארץ	-17.31%
אג"ח בחו"ל	-10.76%
גמישות	-19.56%
לתושבי חוץ בלבד	-14.69%
מניות בארץ	-26.53%
מניות בחו"ל	-30.21%
קרן כספית	25.65%
סה"כ	-5.21%

• עבודת המומחה כללה הערכה של סך היקף הנכסים הממוצע ב-2013 המנוהל על ידי קרנות הנאמנות בישראל בחלוקה לסוגי הקרנות. בתחזית שבנינו הנחנו כי היקף נכסי הקרנות המנוהלים על ידי פעילות הקרנות מסך היקף הנכסים המנוהל על ידי קרנות הנאמנות בישראל לאורך שנות התחזיות יישאר זהה לזה הקיים במועד ההערכה כ-10%. מאחר ובארה"ב גדלה הריכוזיות וחלקן של חמשת ועשרת קבוצות הקרנות הגדולות בכלל נכסי הקרנות בארה"ב הולך וגדל הנחנו כי הריכוזיות בענף קרנות הנאמנות בישראל בשנים החזויות לכל הפחות לא תקטן. הנהלת בטוחה תומכת בהנחה זו.

כמו כן, הנחנו כי התנועה בהיקף הנכסים המנוהלים, לאורך שנות התחזית, ועד לשנת 2013, השנה האחרונה לגביה יש תחזית בעבודת המומחה, תתפרס באופן אחיד, זאת למעט הרבעון הרביעי לשנת 2008 כפי שפורט לעיל.

• על פי עבודת המומחה סך היקף הנכסים המנוהלים של כל סוג קרן נאמנות תלוי במשתנים כלכליים מסוימים (להלן: "המשתנים הכלכליים") המשפיעים על היקף הנכסים המנוהלים. עבודת המומחה לא כללה תחזית לגבי השינוי במשתנים הכלכליים אך כללה את אופן השפעתם על כל סוג קרן. בתחשיב שביצענו הנחנו כי האומד לשינויים החזויים הריאליים במשתנים הכלכליים הינו שיעור השינוי הממוצע השנתי המשוקלל של הנכסים הכספיים של הציבור (על סוגיהם השונים) ב-9.5 השנים האחרונות, תוך התייחסות לתקופה הרלוונטית עבור המשתנים הכלכליים אשר משפיעים על היקף הקרנות הכספיות, תקופה אשר אמורה לשקף באופן נאות את השינוי בתיק הנכסים של הציבור, כפי שמוצג להלן:

שיעור השינוי הראלי החזוי	משתנים כלכליים משפיעים	סוג הקרן
6.87%	נכסים פיננסיים של הציבור בניכוי מניות	קרנות אג"ח
10.29%	מרכיב המניות בתיק הנכסים הפיננסיים	קרנות מניות
5.43%	ערך אמצעי התשלום, פח"ק, פז"ק, מק"מ	קרנות כספיות

- להלן פירוט התפתחות היקף הנכסים בשנים החזויות בחלוקה לקרנות כספיות וקרנות שאינם כספיות הכוללות בעיקרם קרנות אג"ח וקרנות מנייתיות:

2013	2012	2011	2010	2009	2008 אוקט-דצמ	2008 ינואר-ספטמבר	ס"ח
6,490,476	6,348,736	6,210,091	6,074,474	5,941,818	5,812,059	7,028,513	אג"ח בארץ
237,322	232,140	227,070	222,111	217,261	212,516	238,131	אג"ח בחו"ל
146,126	142,935	139,814	136,760	133,774	130,852	162,677	גמישות
74,289	70,393	66,700	63,202	59,887	56,745	66,513	לתושבי חוץ בלבד
512,152	485,288	459,833	435,714	412,859	391,203	532,477	מניות בארץ
543,913	515,383	488,350	462,734	438,463	415,464	595,285	מניות בחו"ל
20,205,133	14,588,241	10,532,808	7,604,758	5,490,686	3,964,312	3,155,099	קרן כספית
28,209,411	22,383,115	18,124,665	14,999,753	12,694,747	10,983,153	11,778,694	סה"כ

- ניתן לזהות מגמת ירידה בהיקף נכסי קרנות האג"ח וגידול בהיקף נכסים הקרנות הכספיות וזאת בהתאם לתחזית המומחה ומנועי צמיחה של תיק הנכסים הכללי.

תחזית שיעור דמי הניהול האפקטיביים:

- נקודת המוצא של שיעור דמי הניהול האפקטיביים לכל סוג קרן נאמנות מתבססת על נתוני 30 בספטמבר 2008 כפי שהועברו לנו על ידי הנהלת ניהול הקרנות.
- השינויים החזויים בשעורי דמי הניהול האפקטיביים, בשנות התחזית בחלוקה לסוגי הקרנות נקבעו על בסיס עבודת המומחה ובהתייעצות עם הנהלת ניהול הקרנות.
- שעורי דמי הניהול האפקטיביים בגין כל סוגי הקרנות, התכנסו באופן הדרגתי מערכם במועד ההערכה לתחזית המומחה לשנת 2013.

הכנסות אחרות:

- תחזית הכנסות בכל אחת מהשנים החזויות אינה כוללת הכנסות מדמי ניהול מקרנות חוץ והכנסות מימון. לטענת הנהלת ניהול הקרנות, היקף פעילות קרנות החוץ ירד במחצית הראשונה של שנת 2008 להיקפים נמוכים והיקף הכנסות מפעילות זו בשנים החזויות יהיה זניח, אם בכלל.

7.3 תחזית הוצאות

בבניית תחזית ההוצאות התבססנו, בין היתר, על נתוני הדוח הכספי השנתי המבוקר של ניהול הקופות, טיוטת הדוח הכספי הבלתי מבוקר לתשעה חודשים הראשונים של שנת 2008 תוך נטרול סעיפים והוצאות חד פעמיים שאינן צפויים לחזור בעתיד והצהרות בנוגע לתקציב מעודכן לשנת 2009. ההוצאות השונות נבחנו לאופיין לפי הקטגוריות הבאות: הוצאה בעלת אופי קבוע, אשר אינה משתנה ביחס לשינוי בהיקף הפעילות, הוצאה בעלת אופי משתנה המשתנה ביחס לשינויים בהיקפי ההכנסות מדמי הניהול והוצאה המשתנה ביחס לשינויים בהיקף הנכסים המנוהלים. להלן פירוט ההבחנה של סוגי ההוצאות וההנחות ששמשו אותנו בחישובם:

7.3.1 הוצאות משתנות

• עמלת הפצה לבנקים- עמלת ההפצה חושבה כהוצאה התלויה בשינויים בהיקף הנכסים. השיעורים מהיקף הנכסים נקבעו על בסיס השיעורים אותם משלמת ניהול הקרנות וכפי שמפורטים בעבודת המומחה על פי הפירוט הבא:

עמלות הפצה לבנקים	
0.25%	קרן קצרה- קרן שקלית או קרן מט"ח שמחזיקה בעיקר ני"ע קצרי מועד)-
0.80%	קרן מנייתית (קרן שעיקר נכסיה הם מניות או ני"ע דומים)-
0.40%	קרן אחרת (קרנות אג"ח וקרנות שקליות מעורבות)-
0.125%	קרן כספית-

החישוב הנ"ל אינו לוקח בחשבון נכסים של לקוחות מנוהלים אשר אינם מצריכים תשלום של עמלות הפצה לבנקים מאחר וגויסו מבטוחה ולא מהבנקים. בהסתמך על נתונים שהועברו אלינו מהנהלת ניהול הקרנות, היקף הנכסים של לקוחות מנוהלים למועד הבחינה הסתכם לכ- 1.8 מיליארד שקל. על סמך נתונים שהועברו לנו על ידי הנהלת ניהול הקרנות ייחסנו את סך היקף הנכסים המנוהלים לסוגי הקרנות והנחנו כי בשנות התחזית נכסים אלו יתנהגו באופן דומה להתנהגות סך הנכסים וזאת כאמור בהתבסס על עבודת מומחה.

- גמול ניהול ותגמול- הוצאה משתנה בהתאם לשינויים בהכנסות מדמי ניהול. השיעור מדמי הניהול נלקח כשעור ההוצאה מדמי הניהול בפועל בשנת 2007 ובתשעה חודשים הראשונים של שנת 2008.
- עמלות בורסה וברוקראז'- הוצאה משתנה בהתאם לשינויים בהכנסות מדמי ניהול ללא הכנסות מקרנות כספיות אשר אינן מחויבות בהוצאה זו. השיעור מדמי הניהול נלקח כשיעור ההוצאה הממוצעת ששולמה בפועל בשנת 2007 ובתשעה חודשים הראשונים של 2008.
- פרסום, שוק וקידום מכירות- הוצאה משתנה בשיעור של 60% מהשינוי בהכנסות.
- הוצאות משתנות אחרות- כוללות בעיקר הוצאות מחשוב, תקשורת, שכר מקצועי וייעוץ ואחרות. הוצאה משתנה בהתאם לשינויים בהכנסות מדמי ניהול. השיעור מדמי הניהול נלקח כשעור ההוצאה מדמי הניהול בפועל בשנת 2007 ובתשעה חודשים הראשונים של 2008.

7.3.2 הוצאות קבועות

- שכר עבודה- בעקבות הזעזועים שקרו בשוק ההון ברבעון השלישי של שנת 2008 הנהלת החברה החליטה לצמצם בהיקף כח אדם, לכן תחזית ההוצאה מבוססת על הערכת ההנהלה בנוגע לשכר עבודה בשנה העוקבת עם עדכון קבוע בסך 2% בשנים הבאות המייצג תחזית לגבי הגידול הממוצע בשכר במשק.
- דמי ניהול לחברה האם- נקבעה כהוצאה קבועה בסך 4.5 מליון שקל בשנה. הערך הנ"ל מתבסס על חישוב שהעבירה לנו וביצעה הנהלת ניהול הקרנות לרבעון השלישי של שנת 2008. החישוב כלל ייחוס של ההוצאות בין חברות קבוצת כלל פיננסים בהתבסס על מפתחות שונים שבעיקרם מספר העובדים. מאחר וההוצאה הינה בגין עובדי מטה, מנהלה, מכירות וכספים הנחנו כי ההוצאה הנ"ל אינה אמורה להשתנות בהתאם לשינוי בהכנסות מדמי ניהול אך עם גידול שנתי קבוע בגובה 2% המייצג תחזית לגבי הגידול הממוצע בשכר במשק.
- ניהול הקרנות קיבלה אישור ממס הכנסה לדרוש הוצאה בגובה 30% מהיקף הכנסות מדמי הניהול- הוצאה שנתית הגבוהה מ- 4.5 מליון שקל. להערכת החברה, השווי הכלכלי האמיתי של ההוצאה בשנת 2008 בהסתמך על חישוביה, שלא כלולים בעבודה זו, הינו 4.5 מליון שקל. הנהלת החברה הבהירה כי חלה ירידה מהותית בהוצאות הנהלה

המיוחסות לקרנות הנאמנות בין הרבעון השני לשלישי. ירידה זו נובעת, לדברי הנהלת החברה, מקיצוצי הוצאות שונות שבוצעו במסגרת תוכנית התייעלות מקיפה.

• הוצאות קבועות אחרות- כוללות בעיקרם הוצאות ביטוח, פחת, שכר ודירה ואחרות. הוצאה זו נותרה כקבוע לאורך שנות התחזית עם גידול שנתי קבועה בגובה 2%.

7.4 שיעור צמיחה לטווח הארוך

המשך צמיחת ההכנסות בהתאם לשיעור צמיחת הנכסים הכספיים היה מביא לצמיחה בתזרים המזומנים לטווח הארוך בשיעור חיובי. בהערכת שווי השימוש בצענו תחשיבים שונים לפי שעורים שונים של צמיחה לטווח הארוך. בכל התחשיבים בהם שיעור הצמיחה לטווח הארוך היה גבוה או שווה 2%, נמצא כי שווי השימוש גבוה מהערך בספרים.

בהתאם להנחיות תקן 36 בהקשר לשיעורי צמיחה לטווח ארוך שיעור הצמיחה לא יעלה על שיעור הצמיחה הממוצע לטווח הארוך המקובל במוצרים, בענפים, במדינה או במדינות בהן פועל התאגיד, או בשוק בו הנכס נמצא בשימוש, אלא אם ניתן להצדיק שיעור גבוה יותר.

שיעור הצמיחה לזמן ארוך, יכול שייגזר מתחזית גידול נכסי הציבור (הממוצע על פי תמהיל נכסי קרנות הנאמנות לשנת 2013 של החברה הינו כ- 6.5%) או שיכול להיגזר מהצמיחה הכללית במשק בפרמיה או נכיון המתאימים לתעשייה או לפעילות הנאמדת.

על פי עבודת המומחה נכסי קרנות הנאמנות צומחים בהתאם לצמיחת תיק הנכסים הכספיים של הציבור. אנו הערכנו כי אומד מתאים לצמיחת תיק הנכסים הכספיים של הציבור הינו שיעור הצמיחה הראלי של התיק ב- 9.5 השנים שקדמו לבדיקה. השיעור הממוצע הראלי השנתי הינו כ- 6.5%. השפעת שיעור צמיחת נכסי הקרנות על הרווחיות עשויה להיות גבוהה מהשיעור הנקוב בשל הוצאות קבועות.

להערכתנו, רווחיות החברה בזמן הארוך, תושפע מהגידול בהיקף הנכסים המנוהלים אך תושפע גם מפרמטרים שליליים כגון: אבדן נתח שוק כתוצאה מתחרות ושינויי העדפות הקהל, הוצאות נוספות בגין יתר רגולציה ופרמטרים חיוביים כגון: קונסולידציה וצמצום מספר המתחרים בתעשייה.

לסיכום, בשל אי הודאות של היקף השפעת פרמטרים אלו על החברה, ומטעמי זהירות בחרנו לקבוע את שיעור הצמיחה לזמן הארוך על שיעור של 3%.

7.5 שינויים עיקריים שחלו בתקופת הדיווח ביחס להנחות שישמו בעבודתנו לבחינת ירידת ערך ליום 30 ביוני 2008

- שיעור ההיוון - בעבודתנו הנוכחית ראינו לנכון לקחת בחשבון פרמיה נוספת בשל אי הודאות השוררת בשוק ההון בכלל ובענף בו פועלת החברה בפרט.
- שיעור הצמיחה לזמן ארוך – בעבודה ליום 30 ביוני 2008 לא נקבע שיעור הצמיחה לזמן ארוך אלא נאמר כי סכום בר ההשבה הנובע מכל שיעור צמיחה של 0% ומעלה אינו מצריך הפחתת מוניטין. בעבודתנו ליום 30 בספטמבר 2008 השתמשנו בשיעור צמיחה לזמן ארוך של 3% כמפורט בפרק 7.4.
- עבודת המומחה – הנחות המומחה באשר לשינוי בטעמי הציבור עודכנו על סמך הנתונים המאקרו כלכליים אשר היו ידועים ליום 30 בספטמבר 2008 שהינו מועד בחינה זה.
- הנחות לשינוי בהיקף הנכסים המנוהלים במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2008 – כפי שמפורט לעבודתנו, במהלך חודש אוקטובר נרשמו ירידות בהיקף הנכסים המנוהלים, ירידות שלא היה ניתן לחזותן באופן סביר למועד בחינה זה. בהתאם לזאת הנחנו בעבודתנו זו כי שיעור השינוי בהיקף הנכסים המנוהלים במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2008 יתנהג בהתאמה לשינויים שחלו במהלך הרבעון השלישי לשנת 2008.
- היקף ההוצאות – במהלך הרבעון השני לשנת 2008 החלה החברה בגיבושה של תוכנית רה אירגון אשר לא יושמה וגובשה במלואה עד ליום 30 ביוני 2008. בעבודתנו זו הובאו תוכניות הרה אירגון שגובשו על ידי הנהלת החברה עד ליום 30 בספטמבר 2008 וכללו הפחתה ניכרת בהוצאות המטה של חברת האם ובכך הפחיתו את חלקה של החברה בעלויות אלו.

8 שיעור היוון

כאמור לעיל, לצורך בדיקת ירידת ערך, תזרימי המזומנים השנתיים מהנכס יהוונו לערכם הנוכחי בשיעור היוון המגלם את הסיכונים הגלומים בתזרים המזומנים ובמימוש התזרים הצפוי. בקביעת שיעור ההיוון המתאים להערכת שווי שימוש הפעילות בחרנו להתחשב בתשואה הממוצעת על ההון של הפעילות כמכלול. שיעור היוון זה הנו ממוצע משוקלל של עלות ההון הזר והתשואה על ההון של בעלי המניות.

שיעור ההיוון מחושב לפי מדל ה- WACC, Weighted Average Cost of Capital

כמפורט להלן:

$$R_d \times (d\%) + R_e \times (e\%) = WACC$$

$$R_d = \text{שיעור התשואה על החוב, לאחר מס}$$

$$d\% = \text{שיעור החוב ביחס לסך הון נכסי החברה}$$

$$R_e = \text{שיעור התשואה על ההון העצמי}$$

$$e\% = \text{שיעור ההון העצמי ביחס לסך נכסי החברה}$$

מבנה ההון- נכון למועד ההערכה פעילות הקרנות אינה ממונפת ולהערכתנו זהו מצב מייצג לפעילות הקרנות. לכן, יחס החוב לסך הנכסים שנלקח בחישוב הינו 0%.

שיעור התשואה על ההון העצמי- חושב על פי מדל ה- (Capital Asset Pricing Mode) CAPM. על פי המודל שיעור התשואה על ההון העצמי נגזר מריבית חסרת סיכון (Rf) למועד הרכישה, בתוספת פרמיית סיכון השוק המוכפלת ברמת הסיכון של החברה ביחס לפרמיית השוק (β) כדלקמן:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

בהתאם לכל זאת, שיעור התשואה הנדרש על ההון עצמי, אחרי מס, הינו 11%. (לפני מס - 15.2%).

9 בחינת ירידת ערך מוניטין

לאור העובדה כי שווי השימוש המוערך של פעילות הקרנות, המהווה כאמור את סכום בר השבה, הנו גבוה מהערך בספרים, הנגזר מהנכסים התפעוליים נטו המיוחסים על ידי הנהלת בטוחה לפעילות הקרנות, דעתנו היא כי בהתאם להוראות תקן 36 לא חלה ירידה בערך המוניטין של פעילות הקרנות כפי שמפורט להלן:

בחינת ירידת ערך מוניטין בספרי כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ ליום 30 בספטמבר 2008	
אלפי ₪	
560,935	סכום בר השבה של הפעילות
493,721	ערך בספרים של הפעילות*
67,214	הפרש בין סכום בר השבה לערך בספרים

* על בסיס טיוטת מאזן ליום 30 בספטמבר 2008

נספח 1- סיכום הערכת שווי שימוש פעילות הקרנות

2013	2012	2011	2010	2009	אוקטובר-דצמבר 2008	ינואר-ספטמבר 2008	2,007	אלפי ₪
שנה מייצגת	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	בפועל	בפועל	
176,120	141,666	121,136	108,425	100,122	23,862	105,522	301,204	הכנסות מדמי ניהול
0	0	0	0	0	0	-248	1,359	הכנסות מימון
176,120	141,666	121,136	108,425	100,122	23,862	105,274	302,563	סך הכל הכנסות
24.3%	16.9%	11.7%	8.3%					עמלת הפצה
52,984	45,848	40,476	36,384	33,225	7,874	20,082	46,973	הוצאות גמול ניהול ותגמול
3,748	3,014	2,578	2,307	2,130	270	1,597	5,671	משכורות והוצאות נלוות
5,966	5,849	5,735	5,622	5,512	1,378	5,478	7,155	הוצאות קבועות אחרות
992	972	953	934	916	229	736	1,353	הוצאות משתנות
6,575	5,289	4,523	4,048	3,738	891	4,578	9,029	הוצאות פרסום וקידום מכירות
3,087	2,694	2,445	2,284	2,176	544	7,312	8,822	הוצאות חוזר דמי נהול ושעור הוס
0	0	0	0	0	200	2,230	54,295	עמלות בורסה וברוקר
11,694	11,338	10,995	10,665	10,347	2,510	11,455	19,829	דמי ניהול לחברת האם
4,932	4,835	4,740	4,647	4,556	1,139	32,569	109,671	סך הוצאות
89,976	79,839	72,444	66,893	62,601	15,035	86,037	262,798	רווח לפני מס
86,143	61,827	48,692	41,532	37,521	8,827	19,237	39,765	

אלפי ₪		
131,095	סך תזרים מהוון	
429,839	ערך שייר	
560,935	שווי שימוש	

נספח 2- ניתוח רגישות

להלן שווי השימוש של הפעילות ליום 30 ספטמבר, 2008 בהנחות שונות לשיעור ההיוון ושיעור הצמיחה לזמן ארוך:

[שיעור ההיוון המוצג להלן הינו שיעור ההיוון לאחר מס אשר מוצג לצורך נוחות בלבד, כאשר בהתאם להוראות תקן 36 שיעור ההיוון לפני מס התומך בשווי של 560,935 הינו, כאמור, 15.2%].

שיעור היינון							שיעור צמיחה
9.00%	9.50%	10.00%	10.50%	11.00%	11.50%	12.00%	
895,220	809,773	738,654	678,554	627,110	582,589	543,692	4.00%
823,088	750,686	689,504	637,135	591,816	552,223	517,344	3.50%
762,977	700,689	647,375	601,239	560,935	525,430	493,925	3.00%
712,115	657,834	610,863	569,830	533,686	501,614	472,970	2.50%
668,518	620,693	578,916	542,117	509,465	480,305	454,111	2.00%
630,734	588,195	550,726	517,482	487,794	461,127	437,048	1.50%
597,674	559,520	525,669	495,441	468,290	443,775	421,536	1.00%
568,503	534,031	503,250	475,604	450,643	428,001	407,373	0.50%
542,573	511,226	483,073	457,656	434,601	413,598	394,390	0.00%

להלן הפרש בין שווי בר השבה פעילות לשווי ספרים פעילות ליום 30 ספטמבר, 2008 בהנחות שונות לשיעור ההיוון ושיעור הצמיחה לזמן ארוך:

שיעור היינון							שיעור צמיחה
9.00%	9.50%	10.00%	10.50%	11.00%	11.50%	12.00%	
401,499	316,052	244,933	184,833	133,389	88,868	49,971	4.00%
329,367	256,965	195,783	143,414	98,095	58,502	23,623	3.50%
269,256	206,968	153,654	107,518	67,214	31,709	204	3.00%
218,394	164,113	117,142	76,109	39,965	7,893	(20,751)	2.50%
174,797	126,972	85,195	48,396	15,744	(13,416)	(39,610)	2.00%
137,013	94,474	57,005	23,761	(5,927)	(32,594)	(56,673)	1.50%
103,953	65,799	31,948	1,720	(25,431)	(49,946)	(72,185)	1.00%
74,782	40,310	9,529	(18,117)	(43,078)	(65,720)	(86,348)	0.50%
48,852	17,505	(10,648)	(36,065)	(59,120)	(80,123)	(99,331)	0.00%