

# עכשיו ברוך למה יורק התעקשה על

## פסגות

**שנה לוועדת בנר**  
רותם שטרקמן

**עבודה של קרנות מידע זהב על חברות הקרנות מגלה שלמרות סערת הפדיונות – 20 מיליארד שקל בשנה – הכנסות התעשייה כולה כמעט לא נפגעו. בנוסף היא מראה שפסגות היא החברה הבנקאית היחידה שהצליחה להגדיל את הכנסותיה, שהכנסות פ.ק.ן ולהק קרסו, ושהברוקרים ואנליסט**

כששואלים איוו חברת קרנות היא הכי טובה, מתכוונים בדרך כלל לחברה שהקרנות שלה משיגות את התשואות הכי טובות והמשקיעים שבה מרוויחים הכי הרבה, בסיכון הנמוך ביותר. ואולם מבחינת הפעילים בענף הקרנות – ובעיקר בעלי חברות הקרנות – החברה הטובה ביותר היא זו שעושה את העסקים הטובים ביותר. כלומר החברה שמרוויחה הכי הרבה כסף. כמובן, כמו בכל תחום גם כאן קיים מתאם חיובי בין רווחיות החברה ואיכותיה העסקית לבין ביצועיה לטובת המשקיעים. ביצר עים טובים מושכים לקוחות שמביאים הכנסות.

חברות הקרנות הבנקאיות נרכשו על ידי חברות הביטוח הגדולות ועל ידי קרנות ההשקעה מרקסטון ויורק כרי להרוויח כסף. התנחה של הקונים היתה שדורו חיות ששיגו חברות הקרנות בשנים הקרובות תחזיר להם את ההשקעה הראשונית הגדולה. וכך, רק שנה אחרי שהחל יישום המל"צות ועדת כסר, רוב חברות הקרנות של הבנקים כבר מנוהלות על ידי אחרים. זהו זמן טוב לתמונת מצב בענף המעניין ביותר בשוק ההון, ולבחינת השאלה האם באמת היה כראי – ולמי.

ברור שבענף הקרנות מודאי גים מהפדיונות הגדולים – כמעט 20 מיליארד שקל מאז אוגוסט 2005 (15% מהיקף הנכסים). ואר לם עבודה של חברת קרנות מידע זהב על ענף הקרנות ועל רווחי תו מלמדת שלמרות הפדיונות – זרם ההכנסות של התעשייה כמעט שלא נפגע: ירידה של 3% בלבד. בענף מנוהלים כיום 109 מיליארד שקל לעומת 128.5 מיליארד שקל באוגוסט 2005. הסיבה לכך שלא נפגעו ההכנסות היא שהפדיונות היו בעיקר בקרנות השקליות שגובות דמי ניהול נמוכים ביותר והשפעתן על

עסקי החברה נמוכה. הירידה בנתח הקרנות השקליות והקרנות האג"חיות מ-74% ל-68%, הביאה לעלייה בדמי הניהול הממוצעים בענף מ-1.37% באוגוסט 2005 ל-1.57% כיום. תעשיית הקרנות מניבה כיום זרם הכנסות שנתי שמוערך ב-1.7 מיליארד שקל. בכל זאת, למרות הסטטוס קוו בהכנסות התעשייה כולה, חלק מהחברות הפסידו הרבה – וחלק אחר הרוויחו. כך זה בשוק תחרותי – הטובים מתחזקים והחלשים נחלשים. המפסידה הגדולה היא כמובן פ.ק.ן, שהחזיקה לפני שנה בשיא ההכנסות – 252 מיליון שקל בשנה הודות להיותה המנהל הגדול ביותר או, עם נכסים בהיקף של 20.1 מיליארד שקל. זאת כנראה הסיבה למאבק העצום שהיה על רכישת פ.ק.ן בדיוק לפני שנה, כשלבסוף מרקסטון הגיעה לקו הסיום כמנצחת.

במקום השני בהיקף ההכנסות ניצבה אז פסגות עם הכנסות של 245 מיליון שקל בשנה ותיק נכסים קטן יותר של 19.2 מיליארד שקל. כיום הכל שונה: פסגות

תיות (לפני פ.ק.ן) ממוקמת החברה השנייה של לאומי, פיא, שנמכרה להראל. הכנסות פיא ירדו מ-197 מיליון שקל בשנה ל-163 מיליון. אילנות דיסקונט רביעית עם ירידה מ-177 מיליון שקל ל-145 מיליון ולהק חמישית עם קריסה: מ-203 מיליון שקל ב-2005 להכנסות של 137 מיליון שקל ב-2006. הנפילה בהכנסות של החברות הגדולות באה להן דווקא כאשר רמת התחרות תיות בענף עולה מדרגה, כאשר יש צורך בהשקעות גדולות במיתוג, שיווק, מכירות ובשכירת מנהלים טובים. יתרון אחד בכל זאת יש לקרנות שנבלעות בבתי ההשקעות – אפשר לחסוך בחלק מההוצאות התפעוליות.

### נמה מרוויחה קרן של אנליסט

מבין חמשת המנהלים הגדולים שלהם נכסים בהיקף גדול מ-10 מיליארד שקל, פסגות היא החברה היחידה שרשמה גידול בהכנסות – מה שאולי מסביר את נחישותה של יורק לסגור את רכישתה מידי לאר

## הנפילה בהכנסות של החברות הגדולות באה להן דווקא כשומת התחרותיות בענף עולה מדרגה, כשיש צורך בהשקעות גדולות: במיתוג, שיווק, מכירות ובשכירת מנהלים טובים

מי מבלי להמשיך בוויכוחים מייגים עים ובהתדיינות משפטיות, שהיו רוחים את העסקה. הסיבה לגידול בהכנסות בפס"גות (למרות הפדיונות) היא עלייה גדולה בדמי הניהול המשרד קללים, מ-1.28% ל-1.59%. חלק מהעלייה אפשר להסביר בשינוי בתמהיל הקרנות: מצד אחד, חלקן של הקרנות השקליות, שבהן דמי הניהול נמוכים יותר, ירדו אצל

הצליחה להגדיל את הכנסותיה והיא מובילה את הענף עם הכנסות של 258 מיליון שקל (למרות פדיונות של 3 מיליארד שקל). לעומת זאת הכנסות פ.ק.ן פחתו ל-160 מיליון שקל בשנה בלבד, מה שפוגע אנושות בשורת הרווח הנקי של החברה שאמורה להחזיר את המחיר ששולם עליה – 830 מיליון שקל. במקום השני בהכנסות השני

פסגות מ-33% ל-27%. מצד שני, משקלן של הקרנות המנייתיות, ובפרט הקרנות המשקיעות בחו"ל עלה, ובקרנות אלה דמי הניהול הנהוגים גבוהים יחסית (2.5% כממוצע אצל פסגות).

בפסגות גם ממוצע ההכנסה לקרן גבוה ביותר: 4.4 מיליון בשנה לקרן נאמנות אחת, מה שמביא אותה למקום השלישי מבחינה זו, אחרי אנליסט (5.4 מיליון שקל לקרן) ואלטשולר שחם (5.3 מיליון שקל).

הנתון של הכנסה לקרן אחת חשוב מכיוון שהוא מלמד משהו על רווחיות החברה. היקף ההוצאות של חברת קרנות פרופור" ציונלי אמנם להיקף הנכסים המנוהלים בחברה כולה (ככל שיש יותר נכסים, עלויות ניהול ההשקעות עולות). ואולם יש גם חשיבות גדולה למספר הקרנות המנוהלות שכן יש לא מעט הוצאות קבועות הקשורות בניהול קרן אחת. למשל, מנהלי ההשקעות מטפלים במספר מסוים של קרנות ולא בסכום מסוים של מיליארדי שקלים. עלויות נוספות שקשורות למספר הקרנות הן פרסום תשקיף, אגרות וכדומה.

ההכנסה של לאומי פיא לקרן היא 3.1 מיליון שקל לשנה ושל אילנות דיסקונט 2.4 מיליון שקל לשנה. לעומת זאת, ההכנסה אצל פ.ק.ן פלוס ולהק היא רק 2 מיליון שקל לקרן לשנה. מגדל שרכשה את אפיקים ודקלה, והיו לה גם קרנות משלה, מנהלת 94 קרנות עם הכנסות נמוכות של 1.4 מיליון שקל לקרן.

### עמלות ההפצה – הצרה של החברות הגדולות

פסגות היא אמנם בליגה אחרת מבחינת ההכנסות, אך בפועל מצבה אפילו טוב יותר. אצלה כמעט כל דמי הניהול נשארים בבית (מלבד קרן אחת שמנוהלת על ידי מנהל חיצוני). לעומת זאת, אצל אילנות ופ.ק.ן התמונה בעייתית יותר, מכיוון שיותר קרנות מנוהלות על ידי גופים מחו"ל שגובים דמי ניהול – מה שמקטין את הרווחיות. הבעיה מחריפה מכיוון שדווקא הקרנות הטובות והגדולות הן בניהול חיצוני.

צרה נוספת של מנהלי הקרנות הבנקאיות לשעבר, היא ששליש מהכנסותיהן הולכים לבנקים ברמות עמלות ההפצה. עמלות ההפצה הן הבעיה של הבנקאיות מכיוון שהן משלמות על כל הכסף ששוכב אצלן. פסגות למשל, משלמת עמלה של כ-0.45% על תיק של 16 מיליארד שקל. לעומת זאת הברוקרים הפרטיים משלמים עמלות הפצה רק על כסף חדש שנכנס מאז אפריל 2006, ומכיוון שלא נכנס כסף, הם בינתיים פטורים כמעט לגמרי מהצרה הזאת. עוד עולה מהטבלה של קרנות מידע זהב כי גם אצל הפרטיים הפערים בהכנסות גדולים. אנליסט נהנית מהכנסה ממוצעת של

5.4 מיליון שקל לקרן לשנה, ובסך הכל 92 מיליון שקל לשנה (בהש" וואה ל-83 מיליון שקל ב-2005). אצל מיטב מדובר בפחות מחצי: 2.3 מיליון לקרן, אבל בסך הכל הכנסותיה של מיטב גדולות: 122 מיליון שקל לשנה (גידול של 26% לעומת 97 מיליון שקל ב-2005). מיטב היא שיאנית ההכנסות מבין הברוקרים הפרטיים "הישנים" והיא ממוקמת במקום השישי אחרי מגדל, ולפני אנליסט, כלל פיננ" סים, מנורה ואלטשולר.

ההשוואה בין מיטב לאי.בי.אי מחמיאה למיטב. על אף שהיקף הנכסים של מיטב לא גדול בהרבה משל אי.בי.אי (5.3 מיליארד לעו" מ-4 מיליארד שקל) מגיעה אי.בי.אי להכנסות של 48 מיליון שקל בלבד, כשליש ממיטב. הסי" בה: פער גדול מאוד בדמי הניהול הממוצעים – 2.3% אצל מיטב לעומת 1.2% אצל אי.בי.אי.

דמי הניהול הגבוהים של מיטב נובעים מתמהיל קרנות מוטה למניות (כמעט 40% לעו" מ-40% אצל אי.בי.אי). יש הבדל אמיתי בדמי הניהול שגור בות שתי החברות: אצל מיטב דמי הניהול הממוצעים בקרנות המנייתיות הם כמעט 3% ואצל אי.בי.אי פחות מ-2%. אנליסט גובה את דמי הניהול הממוצעים היקרים ביותר – 2.93% כממוצע ו-3.6% בקרנות מנייתיות וגמישות. אנליסט מנהלת את אמנם "דק" 3.1 מיליארד שקל, פחות מכלל פיננסים (4.3 מיליארד שקל), ומנורה (4.8 מיליארד שקל) אי.בי.אי (3.9) אבל דמי הניהול שהיא גובה מפצים ולכן היא מובילה עליהן בהכנסות

וכמו כן גם ברווחיות.

לרברי מנכ"לית קרנות מידע זהב, מיכל חן לוי, דמי ניהול נמרו כים אמנם מגדילים את התמורה למשקיע הקטן ומשפרים את הדירוג של הקרן, אבל הם פוגעים ברווחיות של החברה המנהלת.

### הקטנים לא מרוויחים

קצב ההכנסות השנתי אצל מנהלים עם נכסים של 2-1 מיליארד שקל הוא 20-40 מיליון שקל בשנה. זהו סכום לא גבוה, שבתנאי התחרות הנוכחיים – שבהם נדרשת השקעה גדולה גם בשיווק – מגביל את אפשרויות ההשקעה של מנהל הקרן בתחום המחקר, בהסכמים עם גופים בחו"ל ובשכר רת מנהלי השקעות טובים. בקבר צה זו אפשר למצוא את אפסילון (33 מיליון שקל בשנה), איפקס, גאון וישיר (20 מיליון כל אחת). רמקו, שמנהלת חצי מהנכסים שמנהלות ישיר וגאון, מכניסה כמעט כמוהן (18 מיליון שקל). כאשר היקף הנכסים של מנהל קרן יורד לרמה של 500-600

מיליון שקל אפסיר לראות שההכנסה השנתית מצטמצמת מאוד: פחות מ-10 מיליון שקל בשנה. כך מכניסה דש 10 מיליון שקל בלבד, ורוטשילד, מילניום, כוון מרכני תיל והראל 3-8 מיליון שקל בלבד. אפשר להניח שהחברות הקטנות ביותר, שחלקן הוקמו בשנה האחרונה עם הגאות בשוק ההון, לא מרוויחות כמעט כלום. המדובר בחברות כמו כוון, קואטרו, למשי קיע-גולדמן, רקנאטי, רקיע וקומי פס המנהלות 40-200 מיליון שקל.

### איחוי הנוקים לא התממשו

בשיאו של הוויכוח על המלצות ועדת בכר איימו הבנקים ש"דמי הניהול יועלו לשמיים אם יימכרו הקרנות הבנקאיות ל... ברוקרים הפרטיים". ובכן, שנה אחרי תחילת הרפורמה, אפשר לומר שדמי הניהול הממוצעים באפיקים השונים כמעט שלא השתנו. דמי הניהול הממוצעים בכל הקרנות שאינן קרנות אג"ח, מט"ח או שקלים ירדו מעט, מ-2.71% באוגוסט 2005 ל-2.69%

כיום. דמי הניהול הממוצעים בקרנות שמשקיעות במניות ישראל ליות עלו מ-2.75% ל-2.79%, ובקרנות המנייתיות החו"ליות הם נשארו, בממוצע, ללא שינוי. אצל רוב המנהלים נותרו דמי הניהול הממוצעים בקרנות המנייתיות לסוגיהן ללא שינוי או שנרשמה ירידה מינורית. אצל כמה מנהלים, בעיקר קטנים ובינוניים, נרשמה עלייה. החברות שהעלו את דמי הניהול ביותר מ-3%: אלומות, מודלים, רוטשילד, יובנק, אלטשור לרשחם וגאון. עלייה קטנה יותר (1% עד 2.5%) נרשמה גם באיפקס, מנורה מבטחים, ישיר, מרכנתיל ואילנות-דיסקונט. החברות שהורידו את דמי הניהול ביותר מ-10%: אקסלנס נשואה (בקרנות החו"ליות החדשות שפתחה, שדומות לקרנות אינדקס, היא גובה דמי ניהול נמוך כים מאוד), הראל ואפסילון. החברות שהורידו את דמי הניהול בשיעור של 1%-4%: אנליסט, כלל פיננסים, אפריקה ישראל, מגדל, מילניום ופ.ק. פלוס.

## שנה לאחר הרפורמה: תמונת מצב בענף קרנות הנאמנות

נכון לאוגוסט 2006. במיליוני שקלים

מנהל	מספר קרנות	סך נכסים (במיליוני שקלים)	דמי ניהול ממוצע משוקלל	קצב הכנסות שנתית	קצב הכנסות שנתית 2005-1	ממוצע הכנסות לקרן
פסגות	59	16,224	1.59%	258	245	4.4
לאומי-פיא	52	12,667	1.28%	163	197	3.1
פקן פלוס	82	11,680	1.37%	160	252	2.0
אילנות-דיסקונט	61	10,359	1.40%	145	177	2.4
להק	69	12,847	1.06%	137	203	2.0
מגדל	94	7,628	1.72%	131	132	1.4
מיטב	54	5,316	2.29%	122	97	2.3
אנליסט	17	3,125	2.93%	92	83	5.4
כלל פיננסים	44	4,299	1.98%	85	42	1.9
מנורה מבטחים	68	4,865	1.32%	64	77	0.9
אלטשור-שחם	12	2,827	2.24%	63	29	5.3
אי.בי.אי	22	3,888	1.23%	48	34	2.2
אקסלנס-נשואה	32	2,039	1.81%	37	25	1.2
אפסילון	23	1,620	2.02%	33	25	1.4
איפקס	24	1,142	1.81%	21	22	0.9
גאון	48	1,426	1.42%	20	16	0.4
ישיר	26	1,456	1.36%	20	14	0.8
רמקו	9	819	2.21%	18	15	2.0
יובנק	24	814	1.97%	16	7	0.7
אפריקה ישראל	9	705	2.00%	14	7	1.6
תמיר פישמן	13	650	2.04%	13	10	1.0
דש	21	618	1.62%	10	12	0.5
א.ד. רוטשילד	18	407	1.97%	8	5	0.4
מילניום	9	313	2.45%	8	3	0.9
כוון	6	221	3.29%	7	6	1.2
מרכנתיל	14	390	1.40%	5	8	0.4
הראל	14	211	1.61%	3	3	0.2
קואטרו	13	122	2.45%	3	3	0.2
מודלים	9	168	1.75%	3	3	0.3
למשקיע גולדמן	1	58	3.50%	2	2	2.0
רקנאטי	6	129	1.41%	2	-	0.3
קומפס	4	57	2.96%	2	-	0.4
אלומות	6	94	1.78%	2	1	0.3
סימון	4	31	2.81%	1	1	0.2
רקיע	6	37	2.27%	1	2	0.1
סיגמא	2	7	2.68%	0	0	0.1
גרין לייט	1	4	3.00%	0	0	0.1
הלמן-אלדובי	4	5	1.79%	0	-	0.0
טרגט	3	3	2.90%	0	-	0.0
<b>כל התעשייה</b>	<b>983</b>	<b>109,270</b>	<b>1.57%</b>	<b>1,716</b>	<b>1,769</b>	<b>1.7</b>