



# מגזין הבנקאות הפרטית

ינואר 2014

מחיר: 40 ש"ח

זמנים מודרניים  
בזמן ההשקעות

< עמ' 4

תחזית שנתית ל- 2014

< עמ' 8

על מטוטלת, ערך  
ושוק יעיל

< עמ' 22

הועידה השנתית של  
קרנות הגידור - 19.2.14

< עמ' 40

## ייעוץ השקעות מתקדם ללקוחות הבנקאות הפרטית נסיון, אובייקטיביות, מצויינות ומוצרים מתקדמים

### ייעוץ יזום שוטף לתיק השקעות



למרות שהעולם הפיננסי דינמי מאוד ורווי במידע המתקבל בצורה אינטנסיבית, יש חשיבות רבה לקריאה ביקורתית של מידע כלכלי, לא להגיב במהירות לאירועים מיידים.

יש חשיבות רבה למעקב רציף אחר הנעשה בשווקים ולפנות בהצעת השקעה בהינתן שההשקעה הבשילה לפרמטרים של כדאיות כלכלית בפיננסים.

יועצי ההשקעות, מנהלים מעקב רציף אחר תיק ההשקעות של הלקוחות ופונים באופן יזום ללקוחות לצורך עדכון ושינוי תיק ההשקעות על פי צורך.

### ייעוץ השקעות יזום לתיקים מנוהלים

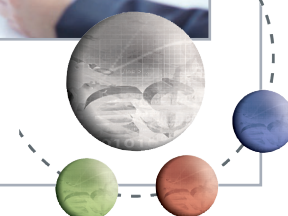
ייעוץ השקעות יזום לתיקים מנוהלים מיועד לספק למשקיעים הפרטים מנגנון אופטימיזציה ושליטה בעבודה מול בתי השקעות.

יועצי השקעות ותיקים ומנוסים בונים אסטרטגיית השקעות ללקוח על פי הצרכים הספציפיים המוגדרים מראש כגון: יעוד הכסף, מגוון סיכוני השקעה, שווקים בישראל או בחו"ל וכו'.

לאחר בניית אסטרטגיית השקעות, ממליצים ללקוח על בתי השקעות המתאימים בהתאם ליעדים שנקבעו. פתיחת חשבונות מנוהלים באמצעות בתי השקעות תעשה לאחר בחירה של המנהל הספציפי שינהל את תיק ההשקעות בהתאם לניסיונו ולהתמחותו.



לפרטים נוספים ו/או לקביעת פגישה אישית לא מחייבת:  
[www.nihulhon.co.il](http://www.nihulhon.co.il) ,07777-83000



# תוכן העניינים

- 4 < זמנים מודרניים בעולם השקעות < איתי גלילי, פיננסים ניהול הון פרטי
- 6 < השקעה בקרנות ריט לא סחירות < עופר מושקוביץ, פיננסים ניהול הון פרטי
- 8 < תחזית שנתית 2014 < מיכל יוזפסון, פיננסי ניהול הון פרטי
- 12 < תפיסת הסיכון בתמחר "ני" < אלון כץ, Aladin R.S. Invest
- 14 < האם כדאי לך להשקיע בקרן הגידור הזאת? < עו"ד עודד קרייזל
- 16 < האם צמיחה מביאה תשואות? < אריאל בינו, תמיר פישמן קרנות גידור
- 18 < עושים פי אלף על הכסף < אסף נתן, מנהל בקרן הגידור "עדן אלפא"
- 20 < שימוש באינליגנציה מלאכותית להשקעות בשוק ההון < איתמר ניר, קרן ההשקעות EMIKA PARTNERS
- 22 < על מטוטלת, ערך ושוק יעיל < לירון מנור, מנכ"ל קרן קאפרה קאפיטל
- 24 < גמישות מחשבתית < קובי חזן, שותף מנהל בקרן אמידה
- 26 < אלגו טריידינג, חלום או מציאות? < ניר פלג, מנכ"ל קריפטונייט קרנות גידור
- 28 < נגזרות אשראי < אלון אידן, מנכ"ל דימונד קפטל
- 30 < אדמיניסטרטור של קרן גידור < הלנה סטורם, רו"ח
- 32 < 10 התופעות שעשו את 2013 לשנה שכולה טכנולוגיה < יוסי בהר
- 34 < "זה לא נגמר עד שהגברת השמנה שרה" < מרב ברק (M.A), מרצה וחוקרת אופרה
- 36 < "חזרה לעתיד" < טל אבן הבעלים של EVEN BETTER
- 37 < "דר' משה פלדנקרייז" - האיש ושיטתו < מיכל אריאלי
- 38 < מטבח זו לא מילה גסה < תמר פרוידמן, מעצבת פנים



מדור פיננסי



מדור טכנולוגיה ומדע



מדור תרבות



תיירות ופנאי



מדור אדריכלות

## דבר יושב ראש קבוצת "פיננסים" מר אורי גלילי

2013-2014 פרס נובל לכלכלה

קוראים יקרים,



במבט לאחור ב-2013 היה טוב. הקסטטרופות החזיות נמנעו, כלכלת ארה"ב צומחת ואירופה כנראה שעברה את שיא המשבר. את התוצאה ראינו בשווקי ההון בארה"ב ואירופה ומדדי המניות טיפסו מעלה. בארה"ב היו הפסדים באג"חים אך המניות והנדל"ן פיצו על כך בגדול. ארה"ב זכתה בניצחון נוסף- דולר חלש לעומת היורו והסטרלינג. גם בישראל עברנו בהצלחה מספר מכשולים, תקציב חדש, תיסוף השקל ושוק נדל"ן מאיים. המשק המשיך לצמוח, ואין אנפלציה והיקף האבטלה סביר. המדיניות הכלכלית חברתית אולי אינה מקובלת על כל הציבור אך שוק ההון אמר את דברו בעליות שערות ותשואות נאות ביותר. למרות כל הטענות על הרגולציה הנוראית היקפי הפעילות בשוק ההון מתאוששים. במבט קדימה ל-2014 יהיה טוב. המשק ימשיך לצמוח והריבית תישאר פחות או יותר ברמתה הנוכחית. בשוק ההון ניתן יהיה להשיג תשואות ריאליות חיוביות אם כי פחות מאשר ב-2013. הפיתוי כמובן יהיה לנסות להגדיל את התשואה ע"י הגדלת סיכונים בהשקעות בארץ ובחו"ל. הצעתי היא לספור עד 10 לפני שמגדילים סיכונים. הבעיה הגדולה ביותר שבפנייה עומד המגזר היצרני בישראל היא שער החליפין. יש עודף במאזן התשלומים שבחלקו נקלט ע"י בנק ישראל. רק באמצעות הורדת ריבית בעיית שער החליפין לא תעלם, והנושא עלול להשפיע על היקף התעסוקה ויתכן שחלק מהפתרון הוא מיסוי רווחי תושבי חוץ מנכסים פיננסיים שנקובים בשקלים. נושא שני לטיפול בשנת 2014 הוא מחירי הנדל"ן למגורים. הממשלה צריכה להחליט אם ככוונתה לדבר או לעשות מעשה. לשמחתי קראתי באחד העיתונים הכלכליים שישנן מחשבות על בניה במסגרת תוכנית "מחיר מטרה". ללא התערבות ממשלתית מיידית בקידום בניה מסיבות שבמסגרתה המדינה תקבע את מחירה הסופי של הדירה לא תבוא הישועה. הקבלנים בוודאי לא אשמים, אם המדינה חושבת שצריך לעשות משהו שתכבד ותעשה מעשה. אחרת נאמין שבאוצר רוצים בהמשך המצב הנוכחי המגדיל את הכנסות המדינה ממיסים. אחרון חביב- פרס נובל לכלכלה. הצעתי היא שאנחנו, המדינה, באמצעות הממונה על השכר במשרד האוצר נקבל את הפרס ל-2014. הנחה בסיסית בכלכלה היא שעל סיכון גדול יותר אנו דורשים תשואה גבוהה יותר. והנה דו"ח השכר המגזר הציבורי מוכיח את ההפך. במדינת ישראל במגזר הציבורי הסיכון נמוך (קביעות, תוספת ותק, קידום אוטומטי) והשכר, ראה זה פלא, גבוה יותר מאשר במגזר הפרטי. חידוש עולמי מגיע לנו פרס נובל לכלכלה.

## מגזין הבנקאות הפרטית

עורך ראשי: אייל גור אריה  
מנהל המכירות: אייל קמר  
מנהלת פרסום: תמי שרגוביץ, טל: 0777-83055, 054-4739374  
עיצוב והדפסה: אבי בלוק ואורית זיו-בלוק facebook.com/groupprint  
מנכ"ל: ד"ר איתי גלילי  
מו"ל: קבוצת פיננסים גג בע"מ  
טל: 0777-83044, פקס: 0777-83045  
דוא"ל: service@finance-inst.co.il  
אתר: WWW.P-B-M.CO.IL

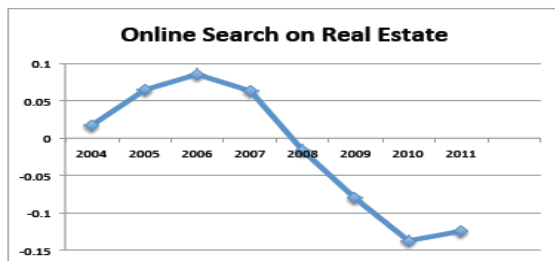
כל הכתבות המקצועיות במגזין זה, נועדו לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בהן חוות דעת, הצעה, המלצה או ייעוץ/שיווק לרכישה ו/או החזקה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או הכנסים הפיננסיים המתוארים בהן. הסקירות מתבססות על מידע אשר פורסם לציבור, אשר הכותבים ומול המגזין מניחים כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעו בדיקות עצמאיות לגידור מהימנות, זיוק ושלמות המידע המופיע בכתבות המגזין, אינן מתימרות להכיל את כל המידע הרלוונטי למשקיע פוטנציאלי ואינן מתימרות להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בהן. המידע, הפרטים והניתוח המפורטים, לרבות הדעות המובאות, בסקירות ובכתבות, עשויים להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. הכתבות הן על דעת הכותבים בלבד ומשקפת את הבנתם ליום כתיבתן. הכתבות והסקירות לא מהוות תחליף, בשום צורה שהיא, לייעוץ/שיווק השקעות הממחשב בתנאים וצרכי המיוחדים של כל אדם. הכותבים ומול המגזין לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא, לכל נזק ו/או הפסד שייגרם כתוצאה משימוש בסקירות ו/או בכתבות המופיעות במגזין זה, ככל שייגרם כזה, וכן הם אינם יכולים לערוך ו/או להיות אחראים למימנות, זיוק ושלמות המידע המפורט בכתבות ובסקירות. ויבהר להלן כי הכותבים וכן המול, עוסקים במישרין או בעקיפין באמצעות חברות קשורות, בין היתר, במתן שירותי ניהול השקעות, ייעוץ השקעות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות פנסיה, חיתום ובנקאות השקעות וכתוצאה מכך, עשוי להיות להם עניין בניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים הנכללים בסקירות ובכתבות, ככל שמפורטים כאלה, מעת לעת. לפני פרסום הסקירות והכתבות, בזמן פרסומם ולאחר פרסומם, הכותבים והמול אינם מתחייבים ואין בסקירות ובכתבות משום התחייבות להשגת תשואה כלשהי או רווח כלשהו כתוצאה מכל סוג של פעולה בהתאם לאמור בהן. הסקירות והכתבות הן רכושן הבלעדי של הכותבים והחברות בהן הם עובדים ואין להעביר לצד ג' להעתיק, לשכפל, לציטט, לפרסם בכל אופן, להדפיס, לצלם, להקליט או להעתיק את הכתבות, באופן מלא או חלקי, מבלי לקבל אישור מראש ובכתב.



# זמנים מודרניים בעולם ההשקעות

ביקוש כללי. מנהלי ההשקעות יוכלו לנקוט באסטרטגיות שונות כגון השקעה רק בחלק מהחברות ובמקרים אחרים אפילו למכור במכירת חסר כנגד הביקוש הכללי (טכניקה המקובלת בתחום קרנות הגידור, להן ניתן דגש בגיליון הנוכחי של המגזין). בשנים הקרובות תהייה חשיבות רבה לבחינה של השקעה באמצעות מנהלי השקעות איכותיים אשר יש ביכולתם להימנע מהשקעה בניירות ערך הזוכים לביקוש מלאכותי בטווח הקצר.

**2. דרך חדשה לחיזוי כלכלי מהיר ומסחר באמצעות רשתות חברתיות**  
חיזוי כלכלי כולל איסוף תצפיות וניסיון לאפיין את התצפיות לידי מגמה ממנה נזורים תחזית. מלאכת איסוף הנתונים ארוכה וכוללת שאלונים, מעקב אחר מחירים וכו'. לרוב הנתונים הנאספים מגיעים בפיגור של חודש עד שלשה חודשים למועד ביצוע התחזית. בעידן האינטרנט נדמה שפרק זמן זה הפך ל"נצח". בשנים האחרונות מחקרים רבים בתחום המימון מציגים יכולת להגיע לניבוי בזמן אמת באמצעות מעקב אחר מילות חיפש בגוגל. כלומר, מעקב אחר מילות חיפוש בתחום הכלכלי יכולות להגיע לניבוי כלכלי מהיר יותר ומדויק יותר מאיסוף נתונים בפיגור. להלן דוגמה לנתוני שוק הנדל"ן בארה"ב המשתקף ממחקר שבוצע השנה בארה"ב:



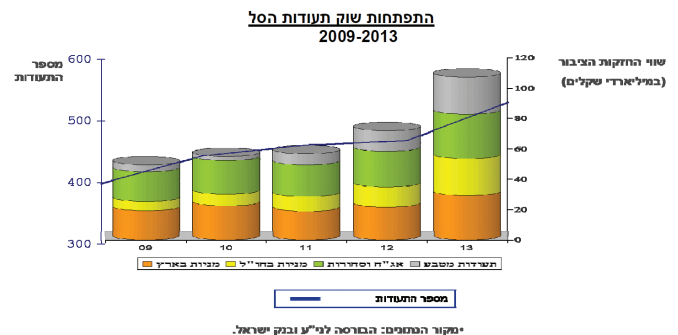
מקור: <http://www.nber.org/chapters/c12994.pdf>

יכולת חיזוי באמצעות מילות חיפוש נמצאת אפקטיבית במגוון שווקים מלבד נדל"ן, למשל בתחום רכישת רכבים ומוצרי יוקרה. אחד השימושים המתרחבים בתחום זה הנה אפליקציית השקעות המבוססת על מילות חיפוש ומחקרים אקדמיים מצליחים למצוא תימוכין לאסטרטגיות מסחר

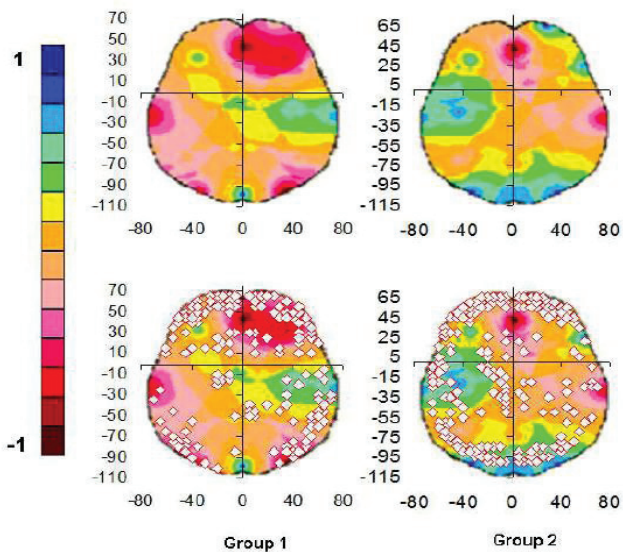
**במאמר הנוכחי ברצוני להציג מספר נושאים אשר צפויים להתפתח בשנים הקרובות: ניהול השקעות אקטיבי, חיזוי כלכלי באמצעות מילות חיפוש, NeuroFinance, ומימון באמצעות המונים.**

## 1. השקעה אקטיבית או פאסיבית

בשנים האחרונות מתעצמת המגמה של השקעה במוצרי השקעה פאסיביים (תעודות סל וקרנות מחקות אשר רוכשות את מגוון הנכסים ללא שיקול דעת כלכלי). מגמה זו קיימת הן בשווקים הבינלאומיים והן בישראל. הסיבה המרכזית לפופולאריות של נכסים אלו הנה עלותן הנמוכה ביחס להשקעה אצל מנהל השקעות בצורה ישירה או בקרן נאמנות. ראו להלן את נתוני הבורסה אודות הפופולאריות של ההשקעה בתעודות סל בישראל בשנים האחרונות:



מחקרים רבים מצאו שהשקעה פאסיבית תניב תשואה גבוהה יותר ללקוחות על פני השקעה אצל מנהלי השקעות וזאת בניכוי הפרשי העלויות. **אם כך מדוע צריך מנהלי השקעות בעידן החדש של השקעות פאסיביות?** ובכן הכספים האדירים שנכנסים למוצרי המדדים אינם מפעילים שיקול דעת כלכלי ויוצרים ביקוש רב להשקעה מלאכותית בחברות. הון רב שנכנס להשקעה ללא ניתוח כלכלי יצור אנומליה אשר תאפשר למנהלי השקעות בעתיד ליצר ערך רב יותר. מנהלי השקעות ינסו לבחון האם הביקוש למניות חברות הנו על בסיס אמיתי או על בסיס



מקור:

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2352820](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2352820)

#### 4. ההמונים מתחילים לממן פרויקטים והשקעות

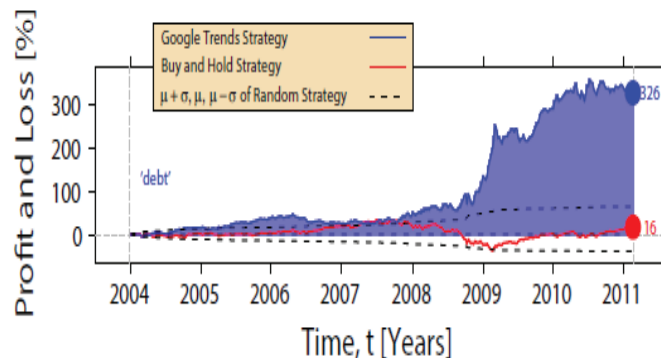
ב-5 לאפריל 2012 נשיא ארה"ב חתם על חוק המאפשר לרשות לני"ע להיערך להגמשת הקריטריונים להשקעת משקיעים פרטיים בחברות פרטיות. בכך באה הכרה למגמה הארוכות טווח של נגישות משקיעים לאפשרויות השקעה פרטיות במגוון תחומים נרחב מאוד באמצעות האינטרנט.

תחום זה מכונה Crowd funding. אפשרות המימון באינטרנט מאפשר לסופרים, תסריטאים במאים וכו' לגייס כספים לטובת יצירה חדשה באופן מהיר לקהל הרחב. תחום נוסף שצבר תאוצה הנו תרומות לאירועים, מוסדות ופרויקטים. כאשר מגיעים לדיון אודות אפשרויות השקעה בחברות, סטארט אפים וכו' נוצרים קשיים בתחום דיני נ"ע בדבר הצורך של הרשויות לני"ע להגן על המשקיעים במפני הונאות וחוסר שקיפות. בימים אלו רשויות לני"ע בכל השווקים המפותחים (וגם בישראל) נערכות להתמודד עם זירות האינטרנט הייעודיות לתחום והביקוש של הציבור לאפשרויות ההשקעה החדשות. תחום זה יצבור תאוצה בשנים הקרובות.

אחד המומחים בישראל לנושא מימון ההמונים הנו דן מרום. ניתן לצפות בראיון וידאו עמו בנושא זה בערוץ הוידאו באתר:

[www.finance-inst.co.il](http://www.finance-inst.co.il)

המבוססות על שימוש בגישה זו - להלן דוגמא לביצועי תיק השקעות מבוסס מילות חיפוש ביחס למדד:



מקור: <http://www.nature.com/srep/2013/130425/srep01684/full/srep01684.html>

לאור ממצאים אלו יותר ויותר אסטרטגיות מסחר נעשות מבוססות על ניתוח בזמן אמת של מילות חיפוש ברשת, הן באמצעות גוגל והן באמצעות איתור וניתוח מגמות דיונים אודות מניות ברשתות חברתיות. לא רק זאת, אלא שבשנים האחרונות אף מוקמות קרנות גידור ייעודיות המבססות מסחר על אלגוריתמים של ניתוח מידע ברשת בזמן אמת.

#### 3. תחום מחקרי חדש מתפתח ה- Neurofinance

המחקרים הראשונים של כהנמן וטברסקי בתחום קבלת ההחלטות בתנאי אי וודאות משנות ה-70 ואילך זיכו את דניאל כהנמן בפרס נובל בתחום הכלכלה. מחקרים אלו היוו תשתית לענף שלם המכונה כלכלה התנהגותית ובה תחום ספציפי של מימון התנהגותי. בעשור האחרון השדה המחקרי התפתח לתחום צר יותר המכונה Neurofinance ולמעשה בוחן בשיטת ההדמיה המוחית (MRI) את מבנה קבלת ההחלטות בתחום המימון וההשקעות במח האדם. ממצאים רבים מעידים על מגבלות רבות בקבלת ההחלטות הפיננסיות. הבדלים העיקרים בהתנהגות מבוססים על הניסיון הנצבר של המשתתפים בקבלת החלטות מסחר בשוק ההון. תוצאות אלו ממחישות את הצורך בחינוך פיננסי ושיפור קבלת החלטות כלכליות בגיל צעיר.



מדור פיננסי



איתי דביר, מתכנן פיננסי



עופר מושקוביץ, יועץ השקעות בכיר, פיננסיים ניהול הון פרטי

# השקעה בקרנות ריט לא סחירות

חוקתיים בנושאי מס, נדל"ן, סביבה או תב"ע, ותקופות של ריביות גבוהות הגורמות להידוק אספקת הכסף.

## עופר: מדוע נרצה להשקיע בנדל"ן מסחרי?

**איתי:** ההשקעה בנדל"ן מסחרי ככלל מעניקה אפשרויות רבות כגון: עליית ערך בזמן הארוך, תזרים מזומנים יציב באופן שוטף, יתרונות מיסוי באמצעות התאגדות כקרן ריט. כמו כן הוספת נדל"ן מסחרי לתיק ההשקעות עשויה להפחית את תנודתיות התיק, בעיקר משום שהמתאם למניות הנסחרות בבורסות נמוך, וכתוצאה מכך קטן הסיכון בתיק. סטיית התקן של מחירי הנדל"ן המסחרי בין השנים 1988 ל-2012 (25 שנים) הייתה 8.6%. לשם השוואה סטיית התקן של מחירי האג"ח באותה תקופה הייתה 4.8%, סטיית התקן של שטרי האוצר הייתה 2.6%. בחלק התנדודתי והמסוכן יותר אג"ח תשואה גבוהה סבלו מתנודתיות גבוהה של 16.8% ומניות בעולם נעו בטווחי סטיית תקן של 20.5%-18.3%. ניתן לראות אם כן שהוספת הנדל"ן המסחרי תרמה להקטנת הסיכון בתיק.

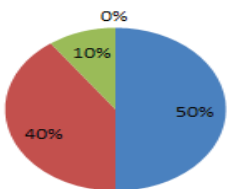
בהמשך לכתבה שפרסמנו במגזין הבנקאות הפרטית הקודם אודות השקעה בקרנות הריט הציבוריות הנסחרות, בחרנו להעמיק את החיפוש ולהאיר זרקור על רובד נוסף של קרנות הריט. מדובר בקרנות הריט הציבוריות לא סחירות. לצורך כך בחרנו לראיין את איתי דביר, מתכנן פיננסי מורשה מפירמת 'פלוטקין יועצים פיננסיים', שמקום מושבה מדינת מרילנד בארה"ב. החברה מתמחה בהשקעות בקרנות ריט לא סחירות.

## עופר: תחילה לטובת מי שאינו בקיא בהשקעות נדל"ן, מהם הסיכונים הכרוכים בהשקעות נדל"ן?

**איתי:** התוצאות התפעוליות של השקעות הנדל"ן מושפעות מגורמי סיכון כלליים כגון: שינויים כלכליים ברמת המאקרו או המיקרו, שינויים בהיצע או בביקוש לנכסים מתחרים באיזור, שינוי בשער הרבית ובזמניות משכנתאות, אשר משפיעים על היכולת למכור נכסים בעייתיים, שינויים

הטבלה לעיל מדגימה את השפעת הוספת נכס של נדל"ן לתיק השקעות במונחי סיכון / תשואה בין השנים 1992-2012

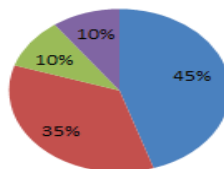
Portfolio 1	
stocks	50%
Bonds	40%
Cash	10%
Real Estate	0%



■ stocks ■ Bonds ■ Cash ■ Real Estate

Return 6.80%  
Risk 9.60%

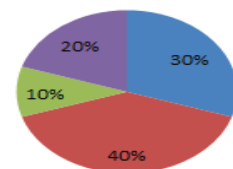
Portfolio 2	
stocks	45%
Bonds	35%
Cash	10%
Real Estat	10%



■ stocks ■ Bonds ■ Cash ■ Real Estate

Return 7.20%  
Risk 9.80%

Portfolio 3	
stocks	30%
Bonds	40%
Cash	10%
Real Estat	20%



■ stocks ■ Bonds ■ Cash ■ Real Estate

Return 7.50%  
Risk 8.60%

את בדיקת הנאותות של ברוקרים עצמאיים והן עוברות את תהליך בדיקת הנאותות של פירמת פלוטקין יועצים פיננסיים. תהליך זה כולל בדיקת סקטורים מועדפים בעולם קרנות הריט, שמתוכם נבחרות קרנות שהניבו תשואות טובות ויש להן ערך מוסף ניהולי. מתוך אלה נבחרת הקרן הספציפית אשר עמדה בכל השלבים שפורטו בצורה הטובה ביותר.

**עופר: איתי, תודה על הראיון.**

**סיכום:** השקעה בקרנות ריט לא סחירות היא דוגמא טובה לדיאלוג בין השקעות מסורתיות להשקעות אלטרנטיביות, בין השקעות סחירות להשקעות שאינן סחירות. כתוצאה מכך ההשקעות האלטרנטיביות הופכות נגישות יותר למשקיע. מה שהיה פעם נחלתם של משקיעים מתוחכמים וזאבי וול סטריט בלבד, הופך לנורמלי עבור המשקיע הרגיל. תהליך זה של "נירמול" ההשקעות האלטרנטיביות הוא צעד חשוב וחיוני.



**עופר: מהי תחזית ההשקעות בנדל"ן מסחרי בארה"ב לשנת 2014?**  
**איתי:** ניירות ערך המגובים במשכנתאות על נדל"ן מסחרי בגובה של 1.5 טריליון דולר מגיעים לפדיון עד שנת 2017 ללא מקורות מהימנים של מימון מחדש. מחירי הנכסים צפויים להישאר נמוכים כתוצאה מתנאים בסיסיים חלשים ועלות גבוהה של מימון המשכנתא. לבסוף, היצע נמוך של נדל"ן מסחרי חדש תומך אף הוא בשוק.

**עופר: מה המשותף והשונה במאפייני ההשקעה בין קרנות ריט ציבוריות סחירות ולא סחירות?**

**איתי:** קרנות הריט בשני המקרים מחזיקות כמובן נכסי נדל"ן ומתוקף היותן ציבוריות הן מחויבות ברישום ברשות ניירות הערך האמריקאית. כתוצאה מכך חלות עליהן חובות דיווח ונדרשת שקיפות. מאפייני ההשקעה השונים הם במחיר אשר משתנה בקרן הסחירה בהתאם לביקוש והיצע בבורסה, בעוד שלקרן הלא סחירה המחיר לרוב אינו משתנה בתקופה הראשונה שבה היא מוצעת עיתוי חלוקת הדיבידנד בקרנות הסחירות הוא רבעוני בעוד שבקרנות הלא סחירות הוא חודשי. בשתי סוגי הקרנות החלוקה אינה מובטחת. התשואה בקרנות הלא סחירות גבוהה יותר מהסחירות, נכון להיום ממוצע התשואות בקרנות הלא סחירות עומד על 6.5%, בעוד שבקרנות הסחירות הוא 3.6%. הנזילות כמובן גבוהה יותר משמעותית בקרנות הסחירות והיא יומית, לעומת הסחירות המאוד מוגבלת בקרנות הלא סחירות, שלעיתים לא קיימת כלל בתקופות מסוימות. בכל הנוגע לתקופת האחזקה, לקרנות הסחירות אין טווח השקעה מינימלי מטבע היותן סחירות, בעוד שקרנות לא סחירות מאופיינות כלא נזילות ולכן אופק ההשקעה הוא ארוך, של כמה שנים.

**עופר: מהו מחזור החיים של קרן ריט לא סחירה?**

**איתי:** מחזור החיים היחודי של קרן ריט לא סחירה כולל תחילה גיוס כספים עבור הרכישות ובמקביל מתבצעות רכישות של נכסי הנדל"ן לצורך יצירת ערך וחלוקות שוטפות וכמובן שהנכסים מנוהלים באופן שוטף. השלב האחרון הינו רישום הקרן בבורסה, או שמתבצעת רכישה או מיזוג עם קרן נסחרת, לאחר שלב זה, יכולת נזילות ההשקעה עולה.

**עופר: מהו תהליך בדיקת הנאותות של פירמת פלוטקין יועצים פיננסיים?**

**איתי:** האוכלוסיה שממנה מתחילה הבדיקה היא כמובן כלל קרנות הריט הרשומות תחת רשות ניירות הערך האמריקאית. הסיבה היא כמובן עמידתן בחובות הדיווח והשקיפות החלות עליהן. לאחר מכן נבדקות קרנות שעברו



## תחזית שנתית 2014

בשל חוסר נכונות של הבנקים להלוות כספים ומתוך צורך לחזק מאזניהם וחשש לחדלות פירעון. המשך מדיניות מוניטרית מרחיבה ומדיניות צנע שהינה פחות אגרסיבית צפויות לתמוך בצמיחה כלכלית עתידית אשר צפויה לעמוד על כ-1% בשנת 2014, לאחר התכווצות של 0.4% בשנת 2013. ביפן הוכרזה תוכנית כלכלית רחבה במטרה להוציא את כלכלת יפן ממצב של דיפלציה והחזרתה לצמיחה. התוכנית כוללת הרחבה כמותית שהחלה ברכישת נכסים בסך 70 מיליארד דולר בחודש ואף גדלה לאחר מכן, סכום אדיר במונחים של כלכלת יפן, אשר עוד צפוי לגדול על מנת לאפשר לשוק לספוג עליית מיסים הצפויה בשנה הבאה. בנוסף, כחלק מהתוכנית צפויה להכריז על יוזמות לעידוד הצמיחה הכוללת רפורמות מבניות והטבות מס לחברות. בטווח הקצר נראה שהתוכנית עובדת. הכלכלה היפנית עברה לצמיחה וצפויה לצמוח בקצב של 1.2% בשנה הבאה. האינפלציה עדיין נמצאת מתחת ליעד. מדובר בניסוי מוניטרי ענק, השאלה היא האם יפן תצליח לשמור על צמיחה עקבית על מנת להתגבר על הדיפלציה. ידרשו רפורמות מבניות בתחומים שונים ומדיניות פיסקאלית גמישה. במידה ולא יצליח, ידרשו תמריצים נוספים ומרחב הפעולה של הממשל מוגבל.

התאוששות בארה"ב ובאירופה צפויה לתמוך בכלכלות השווקים המתעוררים וכלכלות אסיה במיוחד בכלכלות מבוססות ייצוא. בישראל הצמיחה צפויה לעמוד בשנה הבאה על 3.3% (2.9% בניכוי תמורת מהפכת תמר), האינפלציה צפויה לעמוד על 1.8%. כל עוד לא יהיה איום לעלייה באינפלציה, הריבית לא צפויה להשתנות ולהישאר ברמה של 1%. שער הדולר הינו הרכיב שישפיע ובעל משקל רב על הכלכלה הישראלית ועל הצמיחה של התוצר. ככל שהדולר יישאר נמוך יותר כן הנזק ליצואניות יגדל, שיעור הפיטורים יגדל הצריכה הפרטית תרד, יכולת החזר החוב כולל משכנתאות תרד-סיכון לצמיחה בתוצר. נכון להיום, הנתונים הכלכליים מרביתם חיוביים. על פניו שוק העבודה חזק ושיעור האבטלה נמוך (אינדיקטור מאחר), חלה התאוששות ביצוא במהלך חודש אוקטובר. עם זאת צמיחת התמ"ג לרבעון השלישי היתה נמוכה יחסית ואינדיקטורים כלכליים במשק הציגו תמונה מעורבת. המשק הישראלי בדומה לשווקים אחרים יהיה תלוי בהמשך התאוששות השווקים המפותחים בעולם, ביכולת של בנק ישראל לייצב את שער הדולר ולהימנע ממשבר כתוצאה מחולשתו וכמובן בהשפעת הסביבה הביטחונית.

### שנת 2014 תתאפיין בצמיחה מתונה, ריביות נמוכות ואינפלציה נמוכה. עד כה אין שינוי בהשוואה לשנת 2013. אז מה השתנה?

**מחירי הנכסים השתנו.** הכניסה לשנת 2014 נעשית לאחר עלייה משמעותית במחירי מרבית הנכסים באפיקים השונים, כגון: שווקי המניות בארץ ובעולם ומחירי שוק האג"ח בארץ.

**שינוי בבחינת הסביבה הכלכלית בארה"ב.** בחודש דצמבר הבנק המרכזי האמריקאי, לאור הנתונים הכלכליים החליט לעשות צעד ראשון ולצמצם את תוכנית ההרחבה הכמותית ב-10 מיליארד דולר. מדובר בצעד ראשון לקראת חזרה לסביבה כלכלית "נורמלית" - המשך התאוששות כלכלית אשר תביא לעלייה מסוימת בריבית כלומר, התבססות הצמיחה בארה"ב תומכת בחזרה לנורמליזציה של הריבית.

**כלכלת ארה"ב מתאוששת.** חרף המאבק על התקציב, על תקרת החוב והשבתת משרדי הממשלה, מאזני משקי הבית במצב טוב יותר, האינפלציה אינה מהווה איום ושיעור האבטלה נמצא במגמת ירידה. המשך תמיכה של הבנק המרכזי, חוזק מאזני משקי הבית בארה"ב, שוק נדלן מתאושש ומחירי אנרגיה נמוכים צפויים להמשיך לתמוך במשקי הבית ובעסקים המהווים 80% מהכלכלה האמריקאית ובכך לבסס את המשך הצמיחה של הכלכלה האמריקאית. כלכלת ארה"ב צפויה לצמוח 2.6% בשנת 2014 ע"פ קרן המטבע העולמית לעומת 1.6% בשנת 2013. ראוי לציין שעל אף צמצום ההרחבה הכמותית הבנק המרכזי חוזר ומדגיש שישמור על מדיניות מרחיבה באמצעות ריבית אפסית לאורך זמן בכפוף לקריטריונים שקבע הקשורים בשוק העבודה, אינפלציה וצמיחה.

**כלכלת אירופה חזרה לצמוח ברבעון השני בשנת 2013 לאחר 6 רבעונים של מיתון.** האינדיקטורים הכלכליים מצביעים על כך שהפעילות הכלכלית מתייצבת. עם זאת, כלכלת היבשת נמצאת מאחור בבחינת מסלול התאוששות וסובלת עדיין מבעיות קשות. שוק העבודה חלש, שיעור האבטלה גבוה ועומד על 12% ואף גבוה יותר בקרב האוכלוסייה הצעירה. בעיות מבניות כגון חוסר אחידות פיסקאלית, חולשה של הסקטור הבנקאי מעכבת או יותר נכון מקטינה את יעילות המדיניות המרחיבה ואינה מאפשרת את העברת עודף הנזילות מהמערכת הבנקאית לעסקים ולצרכנים. זאת

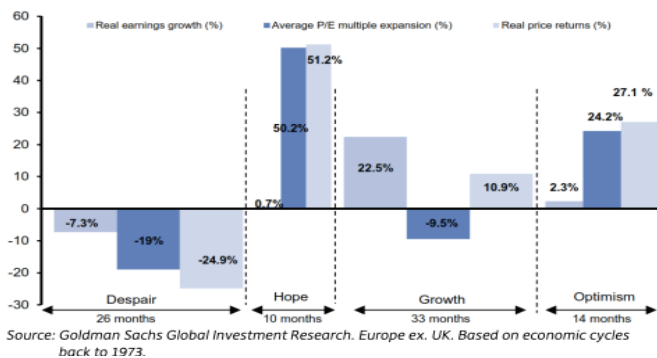
## שווקי המניות

המניע לעליות המשמעותיות בשווקים בשנים האחרונות היו סביבת הריבית הנמוכה ומדיניות מרחיבה של הבנקים המרכזיים. בשנה האחרונה העליות נתמכו בנתונים מצביעים על התאוששות כלכלית הבאה לידי ביטוי בגידול ברווחי החברות.

**ארה"ב:** לאחר שנה מאוד חזקה בשוק המניות, השאלה העומדת על הפרק האם שוק המניות האמריקאי עדיין אטרקטיבי להשקעה? נראה שכל עוד הריבית תישאר אפסית ומדיניות הבנק המרכזי תישאר מרחיבה תהיה רוח גבית לשוק המניות. בשנים הראשונות שלאחר המשבר העלייה במחירי המניות התבססה על התרחבות מכפילים. על מנת שלשוק המניות תהיה הצדקה להמשיך לעלות יש צורך בגידול ברווחי החברות. גידול זה יכול להתבסס על התייעלות והגדלת שיעורי הרווחיות, אשר נמצאת כבר בשיא או על גידול בהכנסות, אתגר לא קטן בסביבה שבה הצמיחה הכלכלית נמוכה. קצב צמיחת הרווחים הצפוי משקף תשואה ממוצעת שנתית נמוכה מ-6% אשר נכון לרגע זה מהווה אלטרנטיבה לא רעה לאג"ח ומזומן, אך עם שינוי תוואי הריבית בראיה לטווח ארוך אינה מציעה תשואה מספקת. בהתבסס על ניתוח התנהגות השווקים בעבר והקורלציה בין ביצועי שוק המניות האמריקאי ועליית הריבית, עלייה בריבית פגעה בשווקי המניות כשהריבית עלתה מעל 5%. עד לשיעור זה, הקורלציה היתה חיובית. השוק האמריקאי אינו זול אינו מהווה הזדמנות קנייה (בלשון המעטה), אך גם אינו נסחר במחירי בועה. מחוץ לארה"ב נראה שהתמחור אטרקטיבי יותר. על בסיס מכפיל המתואם למחזוריות הכלכלית השווקים באירופה נראים זולים יותר ונראה שהתמחור האטרקטיבי ביותר הינו של השווקים המתעוררים. עם זאת, חשוב להבין שלא יהיו עליות בשווקי המניות ללא השתתפות בעליות של השוק האמריקאי.

**אירופה:** נראה שבשוק האירופאי אנו נמצאים לקראת סופו של השלב שני מתוך ארבעה שלבים של מחזוריות שווקי המניות. שלב זה מאופיין בצמיחת רווחים נמוכה, התרחבות של המכפילים ועלייה חדה בשווקי המניות. השלב הבא הינו שלב שנקרא צמיחה, שלב זה מאופיין בעליות מתונות יותר של שווקי המניות כאשר עוצמת העליות תלויה בעצם ביכולת החברות להמיר את הצמיחה הכלכלית במשק לגידול ברווחיהן שיצדיק המשך עליות. קצב צמיחת רווחים הצפוי של המדד האירופי המוביל יעמוד ב-2013 על כ-13% וב-2014 על כ-11% כלומר רווח של 24.14 יורו ליחידת מדד, רווח שעדיין נמוך בכ-18% משיא הרווחים ערב המשבר ב-2007. רווח צפוי זה מגלם תשואה ממוצעת גבוהה מ-7% בעוד השוק האמריקאי מגלם תשואה ממוצעת צפויה הנמוכה מ-6%.

בעיקרון בהתבסס על המודל של 4 שלבים בשווקי המניות נראה שהשוק האמריקאי כבר נמצא בשלב זה. השלב הרביעי הוא אופוריה בו המשקיעים נוהגים להיסחף ולהתבסס על ציפיות מוגזמות ולא ריאליות אשר נכון יותר לחפש נקודות יציאה.



	Europe	US
Price/earnings	14.7	16.4
Earnings growth 2014	12.2%	10.7%
Price/earnings growth ratio	1.2	1.5

Source: Bloomberg

**שווקים מתעוררים:** השווקים המתעוררים הניבו ביצועי חסר ביחס לשווקים המפותחים בשלוש שנים האחרונות כתוצאה מצמיחה כלכלית וצמיחת רווחים נמוכה מהצפוי. השווקים הללו עדיין מתאפיינים בהתרחבות של מעמד הביניים התומך בגידול בצריכה הפרטית, גידול בהשקעה בתשתיות ובהשקעות הון. מתוך הנחה שהסחר העולמי נמצא במגמת התאוששות סביר להניח שהייצוא ממדינות אלו יתאושש אף הוא. צמצום ההרחבה הכמותית עלול לחזק את הדולר ולהשיב להן את היתרון התחרותי. יש להבחין בין מדינות אשר להן חוב חיצוני גבוה וגירעון במאזן השוטף כגון הודו, טורקיה, אינדונזיה שהתחזקות הדולר תעיב על מאזניהן עוד יותר לבין מדינות אחרות שיהנו מגידול ביצוא כגון טאיוואן ודרום קוריאה. מכפיל הרווח המתבסס על רווחים עתידיים של השווקים המתעוררים עומד על 10.3 מגלם תשואה ממוצעת צפויה של כ-10%. שיעור נמוך מהממוצע הרב שנתי ונמוך משמעותית משיעור התשואה הצפויה של השווקים מפותחים. בהסתמך על כך שההתאוששות בשווקים המפותחים תביא להתייצבות וצמיחה בשווקים המתפתחים נראה שההזדמנות ארוכת הטווח טמונה בהשקעה בהם, חרף תנודתיות קצרת טווח. בעבר ביצועי השווקים המתעוררים ואסיה היו טובים כאשר השוק האמריקאי חווה צמיחה, בנוסף לכך שבעבר כששווקים אלו נסחרו בתמחור בהם נסחרים היום, בשנים שלאחר מכן הניבו תשואות יתר.

	Emerging Markets	USA	World
Forward P/E	10.3	15.1	14.4
EPS Growth	11.4%	10.1%	11.5%
PE/EPS Growth	0.9	1.5	1.3

Source: Schroders, FactSet, IBES, MSCI, data shown to November 14th 2013

יהיה סימן לעליית ריבית והאינפלציה תישאר נמוכה סביר שמרווחים אלו יישמרו והתשואה השוטפת תהיה גבוהה מהאלטרנטיבות. המרווחים כל כך נמוכים כך שהרגישות לחדשות רעות הינה גבוהה. שינויי בתוואי הריבית, בפרמיית הסיכון של ישראל, האטה נוספת במשק יביאו לעליית בתשואות בין אם בשל התרחבות המרווחים ובין אם בשל עלייה של התשואות. מוטב למשקיעים בתיק האג"ח להשקיע במחמים קצרים אשר שינויי הריבית במשק או התרחבות פרמיית הסיכון תשפיע עליהם באופן מתון או לחלופין באג"ח בריבית משתנה.

**לסיכום:** בכל פרק זמן נראה שסביבת העבודה וקבלת החלטות בנוגע להקצאת תיק ההשקעות היא מאתגרת. סביבת הריבית הנמוכה והיעדר אלטרנטיבות גורמת לעיוות שיקולי הכדאיות של ההשקעה באפיקים השונים ולעיוות במנגנון קבלת החלטות ביחס לסיכון/ סיכוי של ההשקעה באפיקים השונים. תמיד יהיו סיכונים ואתגרים בלקיחת החלטות השקעה. השנה, לקוחות המעוניינים בתשואות גבוהות יאלצו לקחת סיכונים גבוהים מאשר בעבר, אשר הסיכוי או יותר נכון הפיצוי בעבורן הוא לא בהכרח ישתלם ויאלצו לחוות תנודתיות גבוהה יחסית. לקוחות סולידיים יותר יצטרכו לפחות בטווח הקצר להתאים את רף הציפיות שלהם לרמות התשואה שהשווקים מגלמים, אשר בהתעלם ממצב קיצון של משבר או אפוריה יוצאי דופן להתכוונן לתשואה חד ספרתית ממוצעת. יש מקום בשל התמחור של שוק המניות האמריקאי לפזר את ההשקעות לשווקי מניות אחרים המציעים תמחור סביר יותר ובכללות בהן מונהגת מדיניות מרחיבה אשר צפויה להימשך לאורך זמן. כמו כן, יש מקום לשלב מכשירי השקעה המאפשרים השתתפות בתשואה ובביצועים של השוק אך בסיכון נמוך יותר ובתנודתיות נמוכה יותר שאינם נכסי הסיכון המסורתיים. קבלת החלטות השקעה והקצאת הנכסים צריכה להיות מבוססת על סמך תמחור הנכסים בהתאם למאפייני כל לקוח בבחינת מטרות ההשקעה, מידת שנאת הסיכון ולא מושפעת מתנודתיות השוק.

תחזית תשואה ארוכת טווח (10 שנים)

אפיק/נכס	תשואה צפויה מתחת לממוצע	ניטראלי	תשואה צפויה מעל לממוצע	תשואה צפויה עודפת	שינוי מרבוען קודם
שווקי מניות					
ארה"ב			●		□
ישראל			●		□
מתעוררים				●	□
אירופה			●		□
אג"ח					
ממשלתי					□
ארון					□
דירוג			●		□
ישראל לא מדורג			●		□
ארה"ב ממשלתי					□
חברות		●			□
השקעה חו"ל					□
Senior loans			●		□
חברות חו"ל לא מדורג			●		□
אגח מתעוררים			●		□

**ישראל.** עם ירידת האיום למלחמה עם סוריה מעל הפרק בחודש ספטמבר 2013 השוק הישראלי החל להדביק את הפער שנוצר מול שווקי המניות המפותחים. מדד תא 100 עלה מתחילת השנה ועד לכתובת שורות אלו בכ- 15% כאשר מדד מניות 75 הניב תשואה של קרוב ל-24%.

בסה"כ מסוף המשבר (מרץ 2009), אז המניות שינו כיוון בעולם, הניב המדד העיקרי תשואה של כ-100%, נמוך מהתשואות שהניבו השוק האמריקאי והאירופי (169% ו129% בהתאמה). מדד תא 100 אינו יקר ונסחר במכפיל של 13 על סמך רווחי החברות, תמחור שאינו גבוה בהנחה שהמשק לא נכנס למשבר ומהווה אלטרנטיבה לשוק האג"ח. מדד תל אביב 25 אף הוא אינו נסחר במכפילים גבוהים, אך אנו ברבעון השלישי שחיקה ברווחים ב-4 הרבעונים אחרונים וחלקה נובעת כתוצאה מרפורמות שהונהגו. שחיקה זו עלולה להימשך כיון וסביר ויחולו רפורמות נוספות במטרה להגביר את התחרות ולהוזיל עלויות לצרכן לדוגמה במערכת הבנקאית המהווה נתח לא קטן ממדד זה. כתוצאה מחשש להמשך שחיקה ברווחי מניות המדד יש מקום לפזר את ההשקעה גם למניות השורה השנייה והקטנות יותר, בהן יש מקום לבחינה סלקטיבית של התמחור, הצמיחה החוסן הפיננסי וכן הלאה.

**שווקי האג"ח.** שוק האג"ח בארה"ב סבל ממשבר חמור בעקבות הודעת הפד החל מחודש מאי בנוגע לצמצום ההרחבה הכמותית, מה שבא לידי ביטוי בעליית תשואות אגרות החוב הממשלתיות באופן חד כתוצאה מירידות מחירים. זאת על אף הצהרת הבנק המרכזי שהריבית קצרת הטווח תישאר ברמתה האפסית לאורך זמן ארוך גם לאחר ששיעור האבטלה יגיע ל-6.5% וכל עוד האינפלציה ממונתת ונמוכה מ-2.5%. התשואה על האג"ח הממשלתית ל-10 שנים עומדת על כ-3% ועלולה עד סוף השנה לעמוד על כ-3.5% אולי מעט גבוה יותר. ירידות מחירים הורגשו גם במחירי אגח החברות, אשר ירדו ב-2013 בכ-2% ואגח שווקים מתעוררים אשר סבלו באופן משמעותי וירדו בשיעור של קרוב ל-7% בשנת 2013. נראה שאין הצדקה להשקיע באג"ח ממשלתיות אמריקאיות. בבחינת אגח החברות יש מקום להשקיע בטווחים קצרים יחסית הן באג"ח המדורג והן באג"ח הלא מדורג. אמנם המרווחים באג"ח הלא מדורג אינם גבוהים ונמצאים סביב הממוצע, אך עדיין שיעורי חדלות הפירעון מאוד נמוכים וצפויים להישאר נמוכים (1.1%) והן מניבות תשואה שוטפת גבוהה. שוק האג"ח בישראל נמצא על הקצה כיון ורמת הריביות נמוכה אבסולוטית ופרמיית הסיכון (מרווח התשואה מעל תשואה של אגח ממשלתי לתקופה דומה) נמוכות. נכון להיום האינפלציה נמוכה ומאפשרת לבנק ישראל להמשיך ולהשאיר ברמה זו, אך יש לצפות לתסריט דומה לתסריט של שווקי האג"ח בארה"ב וירידות מחירים כשתוואי הריבית ישתנה וכידוע זה קורה פתאום. נכון להיום, התשואה על אג"ח חברות מדורגות במדד התל בונד 60 עומד על 1.3% מרווח תשואה מעל הממשלתי של 1.35% (הריבית על האג"ח הממשלתי הצמוד לתקופה זו שלילית). התשואה על אגרות חוב צמודות מדד בדירוגי השקעה נמוכים יותר ובסיכון גבוה יותר יכולה להגיע ל-2.91%, תשואה המגלמת מרווח של 3% מדד מעל הממשלתי. כל עוד לא



**מצפה הימים**  
מלון • ספא • חווה אורגנית

[מיכל וגלר]

## תודה!

גאים ומודים לכם על הבחירה במצפה הימים. על הדירוג ברשימה הנחשקת של מלונות ה-luxury בישראל:  
**The top 25 luxury hotels in Israel - by Trip Advisor**  
**Travelers' Choice® award winner 2013** ועל התואר:  
מזמינים גם אתכם להשאיר מאחור את טרדות היום יום. להתחדש, להתרגש, למצוא מחדש את טעם האמיתי של הדברים ולפגוש את עצמכם מחדש.  
**שלכם, צוות מצפה הימים.**



להזמנות 1.800.555.666 | פרטים נוספים באתר [www.mizpe-hayamim.co.il](http://www.mizpe-hayamim.co.il) | אירוח ילדים מגיל 10 ומעלה

97 סוויטות וחדרים | חווה אורגנית, גן ובוסתן | ספא | מסעדת שף מוסקט | מסעדת הבית | מחלבה | בית מאפה | חנויות בוטיק | גלריה



מדור פיננסי

אלון כץ, Aladin R.S. Invest Hedge Fund

Aladin R.S. Invest  
Hedge fund



# תפיסת הסיכון בתמחור ני"ע

לאירוע שאנו ערים לו ידועה לנו (למשל 80%). חוסר וודאות מתקיימת כאשר אנו ערים לאירוע מסוים, אך אין לנו מושג אמיתי להסתברות להתרחשות. "בורות" מתרחשת כאשר כלל איננו ערים לאפשרות של אירוע מסוים להתרחש (משבר 2008). העולם האמיתי "חי" בעיקר בין חוסר וודאות ל"בורות", למרות שאנו מנסים לכפות את רמות הוודאות הנבוהות על עולם ההשקעות, אך אלו אינן באמת מתקיימות.

בשבת אחת, כשישבתי עם חמי (פרופסור לפיזיקה) וסיפרתי לו על מאמצי למצוא דרך לניהול סיכונים נכון, הוא הפנה אותי לקריטריון קלי. קריטריון קלי, למעשה מהווה את הבסיס לפילוסופיה של אלאדין.

אין מבחינת שיטות העבודה שלנו משמעות מהותית לפוטנציאל הרווח/ההפסד הנגזר מן התשואות הגלומות באג"ח אלה, משום שאני חושב שיהיה נכון לומר שאנו באלאדין חפים מן היוהרה של לנקוב במחירי יעד אבסולוטיים.

באלאדין אנו פועלים לאתר עיוותים יחסיים זמניים בתמחור של ניירות ערך, ולנצל אותם תוך כניסה לפוזיציות וניהול מערך הגנות דינאמי על מנת לנטרל חלק ממגוון הסיכונים הגלום בפוזיציה ו/או בפורטפוליו. ובכלל, עפי" רוב, אנו נעדיף לתגבר את מערכי ההגנה שלנו עם כניסה לנקודות אי-וודאות, ולא להמר על תוצאה, ועל כיוון נגזר של השוק. ומה על "ברבורים שחורים" אתם שואלים? אני יכול לומר שבאלאדין מאמינים שברבור שחור הוא חיה מאוד נפוצה ב"ג'ונגל" של שוק ההון. הבחירה שלנו להתמקד באג"ח קונצרניות בעלות רמת סחירות גבוהה באופן יחסי, ובעלות דירוג גבוה (לסוף חודש נובמבר 60.7% מהפורטפוליו בדירוג A+ ומעלה, 80.3% בדירוג A- ומעלה), נובעת גם ממניעי שיטות הפעולה שלנו, אך גם ובעיקר מהרצון לתת למשקיעים שלנו נזילות מקסימאלית, ושקיפות מלאה לגבי שווי השקעתם בקרן.

**אני מניח שטקסט זה משרטט בקווים כלליים את פילוסופיית הפעולה של אלאדין, ואת הקווים המנחים את מנהליה.**

מעניין שכמעט כל נסיעה במונית, מגיעה לשיחה יזומה ע"י הנהג בדבר תחום עיסוקו של הנוסע. וכאשר נהני מונית שומעים שתחום עיסוקי הוא שוק ההון עיניהם נאורות. דבר ידוע הוא, שלרמת "מומחיותו" של נהג המונית בשוק ההון יש קשר ישיר למידת ה"בוועתיות" השוררת באותה עת בשוק, וכאשר עליתי על מונית בשבוע האחרון, נזעק הנהג כששמע שאני מנהל מכשיר השקעה המתמחה באג"ח קונצרניות. הוא טען כי בכל העיתונים בתחנה כתוב שהאג"ח הקונצרניות מסוכנות, וכדאי להשקיע היום במוניות. האמת, שכאנליסט אני מסכים עם הקביעה ברמה הכללית, אבל לך תסביר שהמוצר שאתה מנהל, אלאדין, משתמש אולי באותו "דלק", אבל ה"מנוע" שונה לחלוטין. במסגרת תפקידי בישראל ובקנדה שימשתי כאנליסט וכיועץ כלכלי. אחד שעמל קשה ומנסה לנתח, להבין ולחזות התפתחויות כלכליות ברמת המאקרו, וברמת הפירמה הבודדת. כן-כן, DCF, מכפילי רווח, מכפילי EV, כל הדברים שאתם מכירים, ועוד כמה שיטות שקרוב לוודאי אינכם מכירים.

לא פעם תהיתי האם באמת אני יכול לפענח מה עובר במוחם של פוליטיקאים מארה"ב או מגרמניה, אילו תהליכים קורים או יקרו שעשויים להשפיע על החלטותיהם, להקיש מכך על הלכי הרוח של המון המשקיעים בעולם, וכל זאת מישראל הקטנה. גיליונות האקסל המפלצתיים שבניתי כדי שאוכל להעריך נכונה את שוויין של חברות השתנו לבלי הכר עם שינוי קל בהנחות לעתיד - במרווחי הרווחיות, בצמיחה החזויה, או בשיעורי ההיוון. אז מה בעצם הטעם בכל אלו, אם הנחות בסיס אלה אינן מדויקות (וברור שאינן). חזרתי אל כור מחצבתי - ספרי הלימוד של לשכת ה-CFA, ראיתי שוב את כל אותם מודלים סטטיסטיים ואקונומטריים שאמורים לעזור לי לנהל סיכון, אשר הוא ללא ספק, הבסיס לניהול השקעות, לפחות לדעת. אך, עדיין, בכל ארגז הכלים המכובד שקיבלתי במסגרת ה-CFA לא מצאתי את אשר חיפשתי. וזאת מדוע?

אם ננסה לחזות אירועים מעט יותר מורכבים מהטלת מטבע, ונפרוט את עולם המציאות למספר רמות של וודאות נגלה שאנו חיים בכאוס כמעט טוטאלי - וודאות אמיתית מתרחשת כאשר ידוע לנו שאירוע מסוים יתרחש במאה אחוזים - ידע מושלם. חוסר וודאות בהסתברות ידועה מתקיימת כאשר ההסתברות

אלון כץ, בעל נסיון של 14 שנים בתחום הפיננסי, ומילא מגוון תפקידים בשוק ההון בארץ ובח"ל.



 **ARMANI / CASA**  
Furniture & Kitchens by Giorgio Armani



# האם כדאי לך להשקיע בקרן הגידור הזאת?



מאז ומתמיד חלמו משקיעים על השגת תשואות יפות בסיכון נמוך. מנהלים מוכשרים של קרנות גידור ברחבי העולם ידעו לספק את הסחורה הזו, בעיקר למשקיעים מוסדיים. כעת, יותר ויותר, נפתחות הזדמנויות השקעה בקרנות גידור גם עבור משקיעים פרטיים אמידים.

סביבת הריבית הנוכחית - נמוכה בראייה היסטורית וצפויה להימשך עמוק לתוך שנת 2014 אם לא מעבר לכך - אף היא מושכת משקיעים לחפש אלטרנטיבות השקעה לתיק ההשקעות הלא כל כך מניב שלהם.

נוכח מאפיינים אלה, ראוי להשמיע אות אזהרה: קיימים בשוק מנהלי כספים נכלוליים שינסו ללכוד

ברשתם משקיעים תמימים התרים אחר אפיקי השקעה בעלי "פוטנציאל תשואתי גבוה". כעורך-דין העוסק מזה שנים בתחום ההשקעות האלטרנטיביות, אני יכול להעיד על מקרי תרמית לא מעטים שצצים ועולים בסביבת שוק מפולפלת זו.

הן בחו"ל והן בישראל עלו לכותרות מספר מקרים של כוויות רציניות שחטפו משקיעים פרטיים במבני השקעה אלטרנטיביים לא ממש מוסדרים כדבעי.

לכל המקרים הללו מכנה משותף: בכולם בוצעו השקעות באמצעות מבנה משפטי מורכב (החובק תאגידים זרים שונים ומשונים), ללא הקפדה על קיום הגנות משפטיות, מיסוייות ותפעוליות מינימליות.

**מהם האלמנטים אותם משקיע פרטי יכול לבדוק, כדי לבחון האם קרן ההשקעה האלטרנטיבית בה הוא מתעתד להשקיע מיטב כספו, מוגנת בצורה טובה מפני תרמיות נכלוליות?**

## נאמן חיצוני בכל חשבון קרן

השקעה בקרנות אלטרנטיביות מחייבת העברת כספי ההשקעה מחשבונו הפרטי של המשקיע, לחשבון הנמצא על שם ובבעלות הקרן. במקרה זה יש לוודא כי ההעברות לאותו חשבון מבוצעות באמצעות המערכת הבנקאית (לא בכסף מזומן/במעטפות), ושבתאות חשבון (ובכל חשבון אחר של הקרן) התמנה נאמן חיצוני ראוי - לרוב, חברת נאמנות הקשורה למוסד פיננסי רשמי או למשרד רואי חשבון מוכר - שקיבל, לפני העברת הכספים, הרשאת חתימה משותפת או בלעדית (בלתי חוזרת) לכל הוצאת נכסים או כספים מאותו חשבון. כך עובדות קרנות גידור מוסדרות בישראל אותו נאמן אחראי כלפי המשקיעים לכל הפקדה או הוצאת כספים/נכסים מחשבונו הקרן. לא תיתכן הוצאת כספים/נכסים מחשבונו הקרן ללא חתימתו בכתב ומראש. זוהי הנקודה החשובה ביותר, שהיתה מונעת, בוודאות, מעשי תרמית רבים.

## קביעת ערך נכסי קרן - על ידי גוף אובייקטיבי אחראי

הואיל וזכויותיו היחסיות של המשקיע בקרן הגידור נגזרות משווי נכסיה של הקרן, עליו להקפיד על קבלת דוחות יתרה תקופתיים אשר מונפקים על-ידי ובאחריות הנאמן הממונה, או לכל הפחות מבוקרים על-ידי משרד רואי חשבון מוכר. במרבית קרנות ההשקעה האלטרנטיביות - לנאמן החיצוני הממונה זכות בירור ופיקוח ישירה על נכסי הקרן וחשבונוניה והוא הגוף האחראי לעריכת ומשלוח הדוחות התקופתיים למשקיעים. שמירה על העיקרון הזה היתה מונעת, במקרים מפורסמים רבים, תרמיות מצד המנהל ("דוחות פיקטיביים").

## דיווחים ותשלומים לרשויות המס

כל משקיע ישראלי חייב במס בישראל, אף אם הקרן או חשבון הבנק מצויים מחוץ לישראל! לכן, אין לקבל מצב בו אתם שומעים את מנהל ההשקעות מספר לכם כי עקב הפעלת הקרן/החשבון בחו"ל, אינכם חייבים במס ישראלי או בדיווח לרשויות המס בישראל. מדובר בהטעיה שעלולה לחשוף אתכם לעבירות פליליות.

יתרה מזאת, כאשר קרן ההשקעה או החשבון מצויים בחו"ל (ולא מנוכה מהם מס ישראלי במקור כמו במוסדות הפיננסיים הישראליים), כל משקיע חב בדיווחים מוגברים לרשות (דו"ח שנתי, דיווחי מקדמות חצי-שנתיים). זאת למעט במקרה שמדובר בחשבון קרן המחזיקה ברולינג מיסוי מאת רשות מס הכנסה בישראל ובפטור מניכוי במקור לגבי אותו חשבון.

## בדיקת נאותות לפני ההשקעה בקרן

בישראל קיימים כיום גופים בעלי מומחיות לביצוע בדיקות נאותות תפעוליות לפני כניסת משקיע לקרן גידור. בדיקות אלו כוללות בירורים על מקבלי החלטות, עובדים ואנליסטים בקרן (לרבות סיכונים עקב ניגודי עניינים); ביצוע בדיקות פיננסיות ותפעוליות למטריקות כמותיות ואיכותניות (כגון בדיקת תשואות הקרן ותהליך בירור, מדיניות ומתודולוגיית השקעות, סטיות ממדיניות ההשקעות, מבנה עמלות והתאמתו לסטנדרטים בענף); בדיקת המבנה התפעולי והארגוני, כולל הבק-אופיס התשתיתי והטכנולוגי, של הקרן והתאמתו למתודולוגיית ההשקעות המוצהרת ולסטנדרטים בענף; בדיקת איכות נותני השירותים החיצוניים לקרן (אדמיניסטרטורים, נאמנים, רו"ח מבקרים, ברוקרים וכולי); בדיקת נושאי מיסוי רלוונטיים וגורמי סיכון נוספים, וחשיפת סימני אזהרה עקב שינויים שבוצעו בקרן במהלך שנות הפעילות.

## חלומות על התעשרות מהירה ותשואות גבוהות

לבסוף יש לזכור כי תשואות גבוהות לאורך זמן, הן דבר קשה מאוד להשגה. מנהלי ההשקעות המוצלחים בעולם מציגים תשואות של 15%-25% בשנה לאורך זמן, אך אלו מקרים קיצוניים ונדירים. ובשום מקרה אין להסתמך על תשואות קונסיסטנטיות, לא מבוקרות (על-ידי רואי חשבון או נאמן רשמי), או על תשואות גבוהות במשך זמן הקצר מהסייכל הכלכלי השלם (שפל/שיא).

**שמירה על כללי האצבע הבסיסיים הנ"ל לא תקנה בהכרח הגנה מפני הפסדי הון, אך ברוב המקרים תגן על המשקיע מפני התרמיות הנפוצות.**

עו"ד עודד קרייזל, מחזיק תואר שני במשפט מסחרי מאוניברסיטת תל-אביב ורישיון עריכת דין משנת 1995.

מרצה במכללת פיננסים, כותב בעיתונים ומגזינים כלכליים מובילים ובעל ניסיון של כ-15 שנים בהשקעות מבוססות ערך.

מייסד ומנהל חברת Israel Value Funds Ltd

ואתרי האינטרנט i.shookrun.com - buysidemetrics.com.



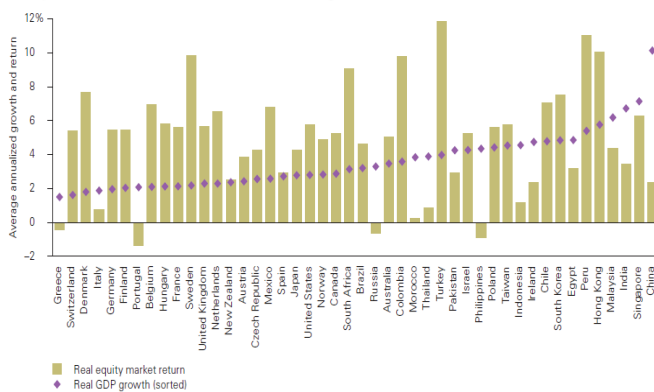
# על הקשר בין שיעורי צמיחה בתוצר לתשואות בשוק המניות: האם צמיחה מביאה תשואות?

התשואה שהניבה השקעה במדדי המניות של אותה מדינה (ראו גרף מטה). מחקרים נוספים מהשנים האחרונות, שכללו בדיקה של שווקים נוספים (כולל מה שנקרא היום "שווקים מתעוררים") על פני תקופות זמן שונות, מחזקים את אישור התופעה הזו.\*

התוצאה בכל המחקרים הייתה זהה: נמצא שלאורך זמן, קיים קשר שלילי או שאין קשר בכלל בין שיעור הצמיחה בתוצר לתשואות שוק ההון של אותה מדינה. באותו הזמן, נמצא שיש גורם טוב יותר שמסביר את ההבדלים בתשואות בין שווקים שונים, והוא רמת מכפילי הרווח (היחס בין שווי השוק של החברה לבין הרווח הנקי השנתי של החברה) של השווקים בתחילת תקופת המדידה. זאת אומרת ששווקים זולים יותר, שבהם אנחנו משלמים מחיר נמוך יותר על הרווחים הנוכחים של סך החברות במשק, נוטים להניב תשואה עודפת על פני שווקים יקרים יותר.

**גרף: השוואה בין שיעורי הצמיחה בתוצר הגולמי במדינה לבין ביצועי שוק המניות שלה לאורך זמן.**

a. Comparison of annualized real GDP growth and real stock returns across countries  
Country data start when available from 1970 on and extend through 2012



מקור: Vanguard Research, ספטמבר 2013

**יש יותר בחיים מאשר להאיץ את ההתקדמות שלהם”  
מהאטמה גנדי**

חשיבה נפוצה בקרב משקיעים אומרת שצמיחה מואצת במדינה מובילה לתשואות גבוהות בשוק המניות.

ההתמחות שלנו בקרן הגידור היא לאתר הזדמנויות השקעה בחברות גלובליות, עם דגש על חברות קטנות ובינוניות שנמצאות פעמים רבות "מתחת לרדאר" של המשקיעים. האסטרטגיה העיקרית היא פשוטה במהותה, לאתר חברות איכותיות שאירוע או רצף אירועים חריגים יוצרים לנו הזדמנות לקנות את המניות של אותן חברות בזול, ביחס למחיר ההוגן למניה על פי הניתוח שערכנו.

הגישה שלנו מדגישה בהגדרת איכות החברות בין השאר פרמטרים של נראות גבוהה, תשואה גבוהה להון ולנכסים, שיעורי חוב נמוכים, והנהלה ידידותית למשקיעים. לעומת זאת, הצמיחה החזויה בתוצאות החברה **ממעט ואינה** מהווה מבחינתנו קריטריון לאיכות החברה.

לאורך שנים התפרסמו מחקרים רבים שהצביעו על הקושי בחיזוי שיעורי הצמיחה העתידיים של חברות, ומחקרים אחרים אשר הראו כי יש העדפה ברורה לקניית מניה של חברה בזול על פני קניית מניה של חברה שצומחת מהר. אך מה לגבי הקשר בין שיעור הצמיחה של מדינה, שנמדד על ידי התוצר המקומי הגולמי (GDP) לבין ביצועי שוק המניות של אותה מדינה?

**רוב המשקיעים יגידו שככל שמדינה צומחת יותר, כך נצפה שביצועי שוק ההון שלה יהיו טובים יותר. אבל בפועל, הקשר הוא דווקא הפוך!**

מחקר משנת 2004 של ג'יי ריטר מאוניברסיטת פלורידה היה אחד הראשונים לשפוך אור לראשונה על תופעה זו. במחקר, ג'יי בדק 16 שווקים שונים, שווקים שהיום מכונים "שווקים מפותחים", בטווח השנים שבין 1900 ל-2002 וגילה כי קיים מתאם שלילי בין הצמיחה שאותן המדינות הציגו, לבין

אז מהן המסקנות מכל זה עבור משקיעים?  
 • אם אתם מחפשים לעשות תשואה גבוהה יותר בהשקעות, עדיף להתמקד במה שלא אהוב כרגע, אבל זול, מאשר בדבר החם הבא. בין אם זה אנרגיה ירוקה, שווקים מתעוררים, או מדפסות תלת-ממד.  
 • בבחירה באיזה מדינות להשקיע, יותר חשוב להתמקד בנורמות העסקיות, בזכויות שלנו כבעלי מניות, וביעילות החברות במשק, מאשר בפוטנציאל הצמיחה של המדינה.  
 • השקעה בתעשיות או שווקים שצומחים מהר כנראה יותר מוצלחים ליזמים, ופחות למשקיעים במניות סחירות בשוק ההון.  
 • אפשר בכל זאת להנות מפיזור גלובלי ולהרוויח במדינות שצומחות מהר: ע"י השקעה בחברות עם פעילות גלובלית, אשר מוכרות מוצרים או שירותים בשווקים מתפתחים, אולם בסיסן במדינות מפותחות.

אורית לבן ואריאל בינו - תמיר פישמן קרנות גידור

\*עבודות של MSCI Barra מ-2010, עדכון של Ritler מ-2012, ועבודות מחקר של Varguard, BNP Paribas, מ-2013.

אז מהו ההסבר לתופעה זו? בעבודות המחקר השונות הועלו מספר השערות:  
 1. בשווקים שצומחים במהירות, הגידול בהון ובכוח העבודה הולך בחלקן הגדול לחברות חדשות, ולא לחברות נסחרות בבורסה.  
 2. בהקשר של הסעיף הקודם, חלק מהגידול בשווי שוק המצרפי של שווקים שצומחים מהר נמצא בהנפקות של חברות חדשות, ופחות בעליית שווי בחברות קיימות.  
 3. בכלכלה הגלובלית של היום חלק מהרווחים מהצמיחה הולכת לחברות גלובליות שמבוססות במדינות מפותחות ולא בהכרח בשוק הצומח המקומי.  
 4. בשווקים מתעוררים חלק משמעותי מהצמיחה לא מגיע לבעלי המניות של החברות. עקרונות הממשל התאגידי רופפים יותר ויש מקרים רבים של הונאה ושוחד. חלק גדול מההכנסות בחברות בשווקים אלו מתועל לועדי עובדים, מנהלים, ובעלי עניין.  
 5. הציפיות לצמיחה נוטות להיות מגולמות במחירי מניות גבוהים יותר כבר כעשיו בוהו, ועל כן מפחיתות את הפוטנציאל לתשואות עתידיות.  
 6. הקצאת ההון (תהליך הכוונת ההון לחברות או פרויקטים חדשים) בשווקים שצומחים מהר נוטה להיות פחות יעילה, כך שהיא מתורגמת לצמיחה כללית רחבה, אולם עוברת בצורה פחותה לרווחיות החברות הנסחרות.

## בדיקת נאותות להשקעה בקרן גידור



במהלך השנים האחרונות משקיעים פרטיים רבים נחשפים להשקעה בקרנות גידור ושותפיות השקעה פרטיות. אחת לתקופה מסתבר שמאחורי ההשקעה המוצעת עומדת תרמית או מבנה השקעות רשלני ביותר. תחום קרנות הגידור ושותפיות ההשקעה הנו תחום סבוך ומורכב ומצריך ידע וניסיון רב לבחינת סיכוני ההשקעה.

### שרות חדש של פיננסים:

בדיקת נאותות טרם ביצוע השקעה בקרן גידור לבחינת סיכוני השקעות, סיכוני מיסוי וסיכוני תרמיות וגניבה.



לפרטים נוספים ו/או לקביעת פגישה אישית לא מחייבת:  
[www.finance-inst.co.il](http://www.finance-inst.co.il), 07777-83000



# איך מעסק בינוני ומשעמם עושים פי אלף על הכסף?

כפי שבוודאי הבנתם, הפתרון הוא בניהול. מסתבר שהמכנה המשותף לכל החברות "השונות" הללו, שערך עלה לאורך שנים באופן חריג לשוק ולדומותיהן, הוא מאפיינים מסוימים בהנהלה. יתכן שהחברות הן בעסק בינוני או סביר, אבל המנכ"לים בראשה הם המנהלים הטובים ביותר בעולם - בהקצאת הון. החברות מתנהגות "שונה" אך ורק כי המנהלים שבראשה אינם "המנהלים הרגילים" בשוק ההון. אלו מנהלים המוכנים להיות ה- Outsiders, "מוזרים", כאלה שאינם מובנים, אלה ההולכים נגד הזרם ולא מקשיבים לאנליסטים. הם מנהלים השוחים כנגד הזרם, הם מתרחבים כשכולם זועקים גוואעלד, הם מתכווצים כשכולם מתרחבים ללא סוף. הם אינם מופעים בתקשורת - לא תמצאו אותם על השער של מגזין TIME כמנכ"ל השנה והם אינם שופעים כריזמה. הם מתרחקים מאור הזרקורים וסוחטים תגובות עצבניות ומרוגזות או תמהות מהאנליסטים. ברכישות של עסקים אחרים, מנהלים של חברה שונה יתנהגו אחרת מההמון, ביטול רכישה כי המחיר לא מתאים זו לא בושה והתנהגות אגרסיבית כשאחרים מפקחים זהו יתרון. בהרבה מקרים המנהלים השונים הם אפילו אינם יוצאי שוק ההון. בין החברות שבדקנו אחד המנכ"לים היה מהנדס חשמל, אחד היה מתמטיקאי ושחקן שח ברמה עולמית ואחר היה אסטרונוט לשעבר. חולשתם הוא יתרום, הם אינם מקובעים והם חושבים מחוץ לקופסא של שוק ההון.

## מה הם עושים שונה?

למנכ"ל העומד בראש חברה יש שתי משימות עיקריות שהן הבסיס להצלחה: א. להביא את החברה לייעילות תפעולית מקסימלית. ב. להקצות את המזומן הנוצר מפעילות החברה. לדאבוננו, רוב בתי הספר לניהול בעולם וספרי הלימוד הנלמדים בהם מתמקדים בייעילות התפעולית ובפן התפעולי של החברה (א). אך מסתבר שכדי להגיע לתוצאות באמת מדהימות, צריך בראש ובראשונה דווקא להתמקד בהקצאת ההון (ב'), בעוד שצד התפעול (א') יבוא במקום השני בחשיבותו וינהל לרוב ע"י ההנהלה הזוטרה

כשאנו סורקים את עולם ההשקעות על מגזריו הרבים, לא אחת עולה בסינון חברה "שונה", חברה שללא סיבה נראית לעין ולאורך שנים מציגה ביצועים טובים בהרבה מהשוק ככלל ומהחברות המקבילות לה בפרט, אף על פי שעל פניו לא נראה שיש לה יתרון משמעותי על פני המתחרים.

כשנכנסים לעובי הקורה מבינים שחברות אלה שונות בעוד כמה מובנים. למשל, ברובן הן חברות שלא מתאימות את עצמן להגדרות ולציפיות של שוק ההון. לא אחת הן מתנהלות באופן תמוה לכאורה אל מול המתחרים ולפי מטריקות שונות מ"המקובל", מטריקות ייחודיות שאימצה ההנהלה. לרוב החברה מתנהלת מחוץ לאור הזרקורים, ההנהלה לא באה במגע עם התקשורת והחברות לא מחלקות דיבידנדים. חלק נכבד מחברות אלה לא מפרסם רכבים צפי ("Outlook") לשנה הבאה, ולעיתים אף עוסק בכל מיני פעילויות מסובכות כמו מיזוגים מורכבים וספינאופים ללא הסברים מפורטים.

לעיתים נדמה שהחברות הללו עושות "דווקא": למשל כשכולם מתרחבים הן בוחרות למכור נכסים ולהצטמצם וגם הפוך, הכל למורת רוחם של המשקיפים מבחוץ. בנוסף לכל, חברות אלה לא פעם נסחרות במכפילי רווח המעוררים פחד גבהים אצל המשקיע הממוצע - מכפיל רווח של 25-30 זו אינה מילה גסה.

חברת הכבלים TCI בניהולו של ג'ון מאלון היא דוגמה טובה לחברה "שונה". בשנת 1973 ג'ון מאלון קיבל לידי את מושכות הניהול של TCI שעמדה בפני פשיטת רגל. החברה נמכרה ל- AT&T באמצע 1998, כאשר היא השיאה תשואה מסחררת של 30.3% לשנה, דהיינו, כל 1,000 דולר שהושקעו בחברה ב- 1973 היו שווים מעל 900 אלף דולר ב- 1998, פי 900 על הכסף (!).

אם כן, איך הופכים חברה ממוצעת בעסק סביר להצלחה מסחררת?

שלעולם לא מסתכל לצדדים ולנגד עיניו נמצאת רק התשואה על ההון והערך למניה, כל שאר הפרמטרים אינם חשובים. מנכ"לים אחרים מערבים שיקולים כגון "שימור מצבת העובדים" או "רכישות אסטרטגיות" או "מה יגידו עלי בעיתון" שלא תמיד עולים בקנה מידה עם האינטרס של בעלי המניות. בשנת 1991, ביל אנדרס התמנה למנכ"ל חברת General Dynamics. תוך שנתיים הוא מכר וסגר מחלקות עד כדי כך ש מצבת כוח האדם בחברה ירדה ב 60% וכוח האדם במטה ירד ב 80%. כל אלה לא הפריעו לחברה להפוך למובילה בתחומה ולהשיא 23.3% שנתי לאורך 17 שנים. לעיתים כאשר השוק רותח, זהו הזמן הנכון לכווץ את החברה - ולו רק כי המחיר בשוק שאפשר להשיג על מחלקה כזו או אחרת הוא גבוה במיוחד, רק כדי לקנות בדיוק את אותה המחלקה שנתיים אחרי בחצי מחיר, אחרי שהשוק התקרר.

דוגמא עכשווית: בשנת 2012 מניית רמי לוי נחתכה ב-50% לאחר כותרות לא מחמיאות בעיתונים. המניה נסחרה במכפיל 10 על רווחי אותה השנה מבלי להתחשב בקופת מזומנים של 230 מיליון שקל. קופת המזומן של רמי לוי משיאה תשואה של פחות מ- 2% בשנה. מנכ"ל שעונה להגדרה שלנו היה מכריז על הקפאת הדיבידנד ומשתמש בקופה ובתזרים כדי לקנות מניות בשוק ולבטלן, בכך היה הופך נכס שמניב 2% בשנה לנכס שמניב 10% בשנה (וצומח!), כלומר יוצר ערך לבעלי המניות. אם וכאשר הקופה היתה מתאפסת ניתן היה להכריז על הנפקת איגרות חוב ובכסף שמתקבל לקנות מניות של החברה בשוק, נניח בעוד 200 מיליון שקל, סכום שבקלות אפשר היה להעמיס על החברה, שגם היה יוצר ערך לבעלי המניות.

כיום כאשר המניה במכפיל 20, היה אפשר להנפיק מניות ולכסות את החוב, או לצמק אותו בעזרת תזרים שיגיע מביטול הדיבידנד. אם כך הייתה פועלת החברה, ובהנחה ששווי השוק כיום היה נשמר, כל מניה הייתה נסחרת במחיר של 275 ₪ ולא 180 ₪ כפי שהן נסחרות כיום, תוספת של 50% לתשואה תוך כשנה וחצי. כל אלו הן פעולות שהיו מצד אחד מגדילות את הערך למניה ומנגד מעוררות פליאה וכעס בשוק ההון, לכן אלו פעולות שצריך אומץ וראיה מתמטית ואנליטית כדי לבצען. בבחירת חברה להשקעה, החשיבות בבחינת אופי ההנהלה והבנתה את הנושא של הקצאת הון חשובה לא פחות אם לא יותר מאשר העסק עצמו. ■

**אסף נתן**, בוגר טכניון ובעל MBA מהמרכז הבין-תחומי בהצטיינות, בעל ניסיון של 7 שנים בהשקעות ערך וניתוח חברות. אסף הוא שותף מנהל בקרן הגידור "עדן אלפא", קרן השקעות ערך גלובלית המתמחה בזיהוי חברות הנסחרות מתחת לערך הפנימי לשם השגת תשואה עודפת לאורך זמן. [www.assafnathan.com](http://www.assafnathan.com)

באופן מקומי. לרוב, בחברות "המזרות" המטה הוא קטן מאוד ועוסק בעיקר בהקצאת ההון והמשאבים בארגון ולא בתפעול השוטף. סמכות תפעול העסק מפוזרת ומואצלת למנהלים המקומיים אשר מקבלים סמכות רחבת היקף בתפעול הזרוע המקומית שלהם.

### **החברה ישנם באופן כללי שלושה מקורות מזומן עיקריים:**

1. מזומן מפעילות שוטפת,

2. גיוס חוב,

3. הנפקת מניות.

### **בהקצאת ההון בפני המנכ"ל עומדות 5 אפשרויות:**

1. השקעה בפעילות הנוכחית של החברה,

2. רכישת עסקים אחרים,

3. חלוקת דיבידנדים,

4. החזרת חוב,

5. קניית מניות החברה (Buyback).

המנכ"לים המוצלחים הם אלו שבחרים בכלי הנכון בעיתוי הנכון.

שתי חברות זהות שהמנהלים שלהם יבחרו שימוש שונה בכלים המתוארים בפסקה הקודמת ישיגו תשואה שונה מאוד למשקיעים. למשל, יתר חברות הכבלים שהתחרו ב-TCI, לאורך אותה התקופה, השיאו תשואה נמוכה משמעותית מ-TCI, למרות שכולן פעלו באותם השווקים.

### **ההבדל בין חברה רגילה לחברה "שונה"**

לרוב, הנהלות מודדות את הצלחתן בעזרת "גידול החברה". גידול החברה משמעו גידול ברווח, גידול בהכנסות, גידול במצבת העובדים ועוד - השאיפה הכללית היא להגדיל את ערך החברה. אך מנקודת מבטם של בעלי העסק - בעלי המניות, הפרמטר החשוב הוא הערך מאחורי כל מניה ולא ערך העסק. התבוננות בערך העסק בלבד ללא התבוננות בערך למניה תגרוור החלטות הון שאינן נכונות - למשל הנפקת מניות על מנת לקנות עסק אחר. לאחר העסקה אמנם החברה גדלה מבחינת הרווח, ההכנסות ומצבת העובדים, אך לא בטוח שנוצר גידול בערך למניה. מתי לאחרונה ראיתם חברה מוכרת מחלקה רווחית כאשר השוק רותח וכולם עסוקים בלהתרחב, רק כי ההחזר על ההון של המחלקה הוא נמוך משל שאר החברה? למשל - הראיתם פעם חברת תעופה מוכרת מטוסים בשיא עונת התיירות, כאשר יש תור של שלוש שנים למטוסים חדשים אצל בואינג? או מתי לאחרונה ראיתם מנכ"לים מעמיסים חוב על החברה בעת משבר כדי לקנות מחלקה אחרת? או רוכשים עסקים בתחום מסויים כאשר כולם מוכרים או סוגרים את המחלקות בתחום הזה כי הן לא צומחות או אף מתכווצות? שאלות אלה מצביעות על התנהגות לא טיפוסית, אשר אם מתקיימת לא פעם מעוררת רוגז וכעס אצל המשקיעים שאינם מבינים את הקצאת ההון. פעולות אלה מוכיחות את עצמן לא פעם רק לאחר זמן, אחרי שהאבק שוקע.

המנכ"ל של החברה השונה הוא מנכ"ל רציונלי באופן קיצוני, פרגמטי,



# שימוש באינטליגנציה מלאכותית להשקעות בשוק ההון

יקנה בתחילת החודש וימכור בסוף החודש וכך הלאה למשך עשר שנים. את התהליך הזה עושה המחשב כ- 100,000 פעמים.

בסיום הריצה הראשונה או "הדור הראשון", המחשב לוקח את האסטרטגיות הכי מוצלחות ומערבב ביניהם - בעצם יוצר "ילדים" לדור הראשון, אותם "ילדים" קיבלו את התכונות של האסטרטגיות הכי מוצלחות, בנוסף המחשב מבצע "מוטציות" רנדומליות ב"ילדים" וכך מעשיר את הדור החדש באסטרטגיות רנדומליות חדשות. התהליך הזה חוזר על עצמו מספר רב ככל האפשר של דורות והמחשב שומר את האסטרטגיות המוצלחות ביותר בכל הדורות. אחת הבעיות המרכזיות של אלגוריתם גנטי הוא התאמת יתר (Over Fitting).

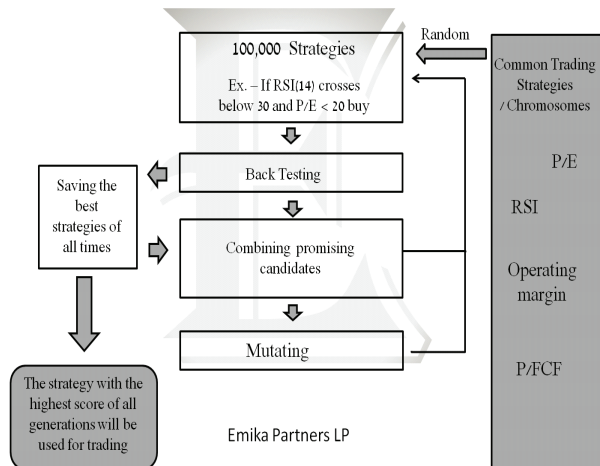
ככדי לפתור בעיה זאת, בכל כמה דורות המחשב בודק האם האסטרטגיות הטובות ביותר עד כה מצליחות להגיע לתוצאות טובות גם על נתונים שהם לא חלק מקבוצת הלמידה. במקרה שלנו בכל כמה דורות נבדקו האסטרטגיות המוצלחות על נתונים מ- 2002 - 2012 ורק אסטרטגיות שהוכיחו את עצמן על השנים האלו המשיכו להיות חלק ממאגר הגנים. כך למעשה נמנענו מאחת הבעיות המרכזיות של אלגוריתם גנטי שהיא התאמת יתר (Over Fitting). התהליך המתואר עד כה יוצר למעשה את הענף הראשון של יצירת האסטרטגיה, לאחר שהתהליך הגיע למיצוי נשמור את 50 האסטרטגיות הטובות וביותר ונתחיל את התהליך מחדש, נגיע לעוד 50 אסטרטגיות טובות ונתחיל מחדש וחוזר חלילה. לאחר שאספנו כ-1000 אסטרטגיות מוצלחות נפעיל את התהליך הגנטי עליהם ואז למעשה נקבל אסטרטגיה אחת סופית שהיא הטובה ביותר מבין כל האסטרטגיות הטובות שייצרנו. אסטרטגיה זאת היא האסטרטגיה הטובה ביותר שניתן להרכיב ממאגר הגנים הראשוני שלנו, התהליך ארוך ומורכב ודורש כוח מחשב אדיר, תוצאות התהליך מרשימות ביותר. האסטרטגיה שבנינו על נתונים מ- 1992-2002 הצליחה להשיג תשואה

מאז המצאת המחשב מנסים משקיעים לרתום את כוחו לטובת המסחר בשוק ההון. ואכן במשך השנים מי שהיה בחוד הטכנולוגיה השיג יתרון משמעותי על עמיתיו. מחשבים העניקו גישה רחבה יותר לאינפורמציה, העברת פקודות מהירה יותר וניתוח נתונים באלפית מן הזמן אשר נדרש קודם לכן. בשנים האחרונות אנו רואים שנעשה יותר ויותר שימוש במחשבים למסחר בתדירות גבוהה (High Frequency) ואף שימוש במחשבים לניתוח ידיעות וחדשות בזמן אמת על מנת להוציא פקודות קניה ומכירה.

במאמר זה ארחיב על זווית פחות מוכרת בקרב משקיעים - שימוש באלגוריתם גנטי לצורך למידת העבר וחיזוי העתיד. אלגוריתם גנטי הוא למעשה סוג של קוד המאפשר למחשב ללמוד נתונים ולהשתפר כל הזמן. לפני התהליך הגנטי יש לקבוע כללי בסיס למערכת. במקרה זה, החלטנו לפעול בניירות מתוך מדד ה-S&P500 בלבד והחלפת ניירות או Rebalance אחת לחודש בתחילת החודש. ישנם הגדרות טכניות נוספות כמו מינימום ניירות בתיק Turnover, מקסימלי וכו' שקצרה היריעה מלהסביר את כולם. בשלב הראשון, המתכנת יוצר את מאגר הגנים או במקרה שלנו מלמד את המחשב איך מחשבים מכפיל רווח, רמת מינוף של חברה, מרווח תפעולי (Operating Margin) וגם איך מחשבים RSI, MACD וכו'.

לאחר מכן אומרים למחשב תבחר רנדומליות שני גנים כאלו (או יותר) ותבחר רנדומליות מה אתה רוצה לעשות איתם - לדוגמה המחשב בחר שהוא רוצה לקנות חברות עם מכפיל רווח קטן מ 22 ומרווח תפעולי של פחות מ-30%. עכשיו יש לנו בעצם אסטרטגיית מסחר, המחשב ייקח את הנתונים שבקשנו ממנו ללמוד (במקרה שלנו כל נתוני חברות ה-S&P500 בשנים 1992-2002) ויבדוק בתחילת כל חודש מי מהחברות במדד עומדת בקריטריונים שלו, את הניירות שעמדו בקריטריונים הוא

## The Genetic Process



של 366% בשנים 2002-2012 וזאת לעומת 99% של ה-S&P עצמו. האסטרטגיה עשתה זאת בתנודתיות נמוכה בהרבה מהמדד ובבטא של 0.29 בלבד. האסטרטגיה עברה את ביצועי המדד גם בשנים הטובות ביותר שלו 2003 ו-2009 וגם בשנים הגרועות ביותר שלו 2008 ו-2011. לסיכום, שימוש באלגוריתם גנטי או אינטליגנציה מלאכותית, יכול ליצור אסטרטגיית מסחר המוכיחה את עצמה לאורך זמן במונחי תשואה לסיכון. התוצאה של התהליך מוכיחה כי מקבלי החלטות בשוק מנהלי קרנות, קופות גמל וכו', מקבלים החלטות על פי אותם קריטריונים לאורך זמן וששינויים במחירי המניות הם לא רנדומליים אלא יכולים להיות מוסברים על ידי משתנים כלכליים או טכניים. ■

איתמר ניר, הינו בוגר MBA בהצטיינות מאוניברסיטת ת"א ומנהל את קרן ההשקעות EMIKA PARTNERS

**Safari Club 2014 פסח**

ספארי בטנזניה ונופש בזנזיבר  
בטיסת סאנדור ישירה (אל-על)  
9 ימים, 8 לילות 12.4-20.4.2014

למידע נוסף והזמנות 03-5617021  
www.safaricompany.co.il  
info@safaricompany.co.il

זהות ושפה - מוסטון פורת

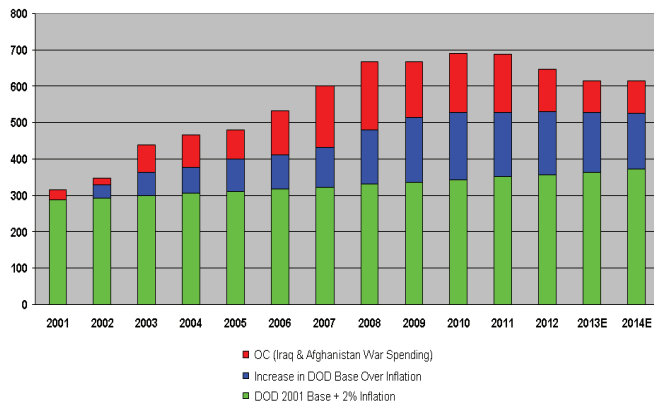
צילום: דן לינברג, במסע עם ספארי קומפני



# על מטוטלת, ערך ושוק יעיל

קל לראות, שהתמחור אותו נתן השוק לחברה, כפי שמתבטא במכפיל הרווח (הקו הכחול), מתחלק לשתי תקופות מובהקות אותן הפרדתי בקו מקוקו אנכי. מכפילי הרווח שניתנו לחברה בתחילת העשור הקודם שיקפו אופטימיות אדירה מיד לאחר אירועי ה-9/11, וזאת עקב ציפייה לגידול בתקציב הביטחוני האמריקאי. במחצית השנייה של העשור, התרחש המשבר הכלכלי בארה"ב (הסאב-פריים), כאשר לאחריו הגיעו הקיצוצים האוטומטיים בתקציב (תהליך שנקרא sequestration) - הפסימיות עברה להיות הטון השולט כשהמכפילים ירדו מרמות של 50-30 לרמות חד ספרתיות נמוכות. ניתן לראות התאמה בין התמחור אותו העניק השוק וההוצאה הצבאית האמריקאית על ביטחון:

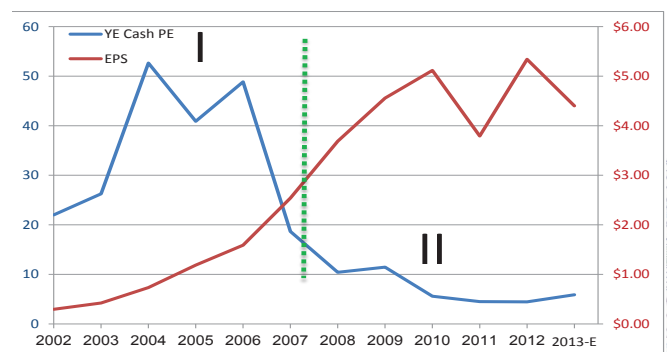
U.S. Defense Spending Trends - 2001 to 2014 (\$ Billion)



מתוך הגרף ניתן לראות עליה שנתית רציפה בתקציב שהחלה מיד אחרי ה-9/11 והסתיימה בשנת 2008 (עלייה של כ-100% במהלך התקופה), כאשר בשנת 2011 החלה ירידה בתקציב עד לשפל של 2013. החל משנת 2014 הצפי הוא לעליה תקציבית קלה וזוהו המפתח הראשון עבור החברה. החברה מתמודדת עם סביבה

תיאוריית השוק היעיל טוענת, שמחירה של מניה משקף בכל רגע נתון את ערכה. ב-Capra Capital אנו מאמינים, שאף על פי שהשוק אכן יעיל (כלומר, מדייק) בתמחור ההשקעות רוב הזמן, בכל זאת נוצרות מדי פעם הזדמנויות עקב "מצבי רוח" קיצוניים של השוק. לעיתים נוצר מצב בו השוק פסימי מדי לגבי חברה מסוימת ומאפשר לנו לקנות אותה בשבריר מערכה הפנימי, או לחילופין השוק עשוי להיות אופטימי מדי לגבי חברה כלשהי, מה שמאפשר לנו למכור במחיר מלא השקעה שקנינו בשבריר מערכה בתקופה הפסימית של השוק.

במאמר זה נביא דוגמא למצב כזה, בו השוק עבר מאופטימיות קיצונית לפסימיות, שלדעתנו היא מוגזמת - מצב שיצר בדיוק את הזדמנות ההשקעה שאנו מחפשים. החברה המדוברת היא VSE Corporation, והיא נותנת שירותי מיקור חוץ לזרועות השונות של הממשל האמריקאי. השירותים נעים החל משיפוץ ספינות קרב עבור במתן שירותי ניהול מלאי לרשות הדואר וכלה בשירותי IT שונים למשרד האוצר. הגרף הבא מראה את רווחיות החברה ואת מכפיל הרווח שנתן לה השוק בעשור האחרון:



השקעות דומות). במקרה כזה, אמנם שוב יילקח חוב בעבור הרכישה ותהייה הוצאות ריבית, אך בזכות תוספת הרווח מהרכישה נגיע לרווח של כ-60 מיליון דולר. מה שייתן לנו מכפיל רווח של 4 על שווי השוק הנוכחי. כמובן שכל שיפור בסביבה התחרותית וכל עליה בהוצאה הממשלתית תתרום מהותית לרווחיות החברה.

כשחושבים על השקעה חשוב להבין מה האפסייד שלנו בהשקעה ב-Capra Capital אנחנו נמנעים מלהיכנס להשקעה אם הניתוח שלנו אינו מראה ששוויה לפחות כפול ממחיר השוק שלה ושטווח זמנים סביר להתכנסות המחיר והערך הוא שנתיים עד שלוש שנים. זה כמובן לא תמיד מצליח, אך זהו השווי ופרק הזמן אליו אנו מכוונים על מנת לדאוג שיהיה מרווח ביטחון מספק במחיר אותו אנו משלמים. עם זאת, לא פחות חשוב מלהבין את האפסייד, חשוב להבין מהו הדאונסייד - כמה אנו עלולים להפסיד מההשקעה ומהו הסיכון לכך?

במקרה של החברה הנ"ל הסיכונים המהותיים הם המשך הידרדרות הסביבה התחרותית וירידה בתקציב האמריקאי. במיוחד חשוב לזכור שלחברה יש חוב שעליה להחזיר בשנים הקרובות.

הסיבה שאנו חשים בנוח עם הסיכונים היא, ש-30 מיליון הדולרים שמגיעים מהחזרה עם רשות הדואר האמריקאית מספיקים לכיסוי כל הוצאות החברה, כל הוצאות הריבית ואף מאפשרים להחזיר חלק ניכר מהחוב. החוזה הזה נמצא בלב ליבה של רשות הדואר והסיכון להחלפה של החברה נמוך מאוד. בנוסף, לראיתנו, לאורך זמן על הממשל האמריקני יהיה לחזור להגדיל לפחות חלק מההוצאות אשר קוצצו בעבר, על מנת לתחזק את שירותיו ברמה סבירה.

החברה הזו היא דוגמה קלאסית לסוג ההשקעות בהן אנו מתמקדים ב-Capra Capital - אין דבר שאנו יותר אוהבים מאשר להמתין לפסימיות מוגזמת של השוק ואז לרכוש השקעה כזו המשלבת סיכוי גבוה לרווח משמעותי וסיכון נמוך להפסד.

גילוי נאות - הכותב, לירון מנור, מנהל את קרן ההשקעות Capra Capital השקעות ערך גלובליות. לירון מנור ושותפיו ב-Capra Capital מחזיקים במניות החברה. האמור בטור זה אינו מהווה תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם.

■ אין לראות בתוכן זה או במניות המוזכרות משום המלצה להשקעה.

"לירון הקים את קרן קאפרה קפיטל בראשית 2012, לאחר חמש שנים בהן ניהל הון עבור משפחה וחברים. ללירון תואר ראשון במדעי המחשב מהטכניון והוא מנהל בקהילת השקעות הערך בעיתון TheMarker."

תחרותית קשה מאוד בשנים האחרונות - החברות השונות מתחרות על עוגת תקציב הולכת וקטנה. החל משנה הבאה התקציב מתחיל לזחול כלפי מעלה, מה שיגדיל את העוגה ובהתאם יותיר הכנסות גבוהות יותר לחברות.

נקודה נוספת שחשוב להדגיש לגבי החברה הוא, שלאור השינויים הטקטוניים שעברו על התקציב האמריקאי בשנים האחרונות, פעלה החברה באופן אקטיבי על מנת לגוון באופן ניכר את מקורות הכנסתה. כך למשל, בשנת 2005 הגיעו 90% מהכנסות החברה משירותים צבאיים לעומת 80% ב-2008, 56% ב-2012 ורק 45% ב-2013. למעשה, הלוקוח הגדול ביותר של החברה כיום הוא רשות הדואר האמריקאית, ה-USPS, כאשר זהו חוזה שאינו תלוי תקציב (ממומן מפעילות שוטפת) והיקף הפעילות בו צומח מדי שנה.

אנו צופים שמגמה זו של גיוון הפעילויות תימשך הן על ידי גידול אורגני והן על ידי רכישות.

הרכישה האחרונה שביצעה החברה הייתה באמצע 2011. החברה הנרכשת, WBI, היא זו שנותנת את שירותי התפעול לדואר שתוארו לעיל. הרכישה נעשתה לפי שווי של 180 מיליון דולר על ידי שימוש בחוב. מאז הרכישה הורידה החברה כ-100 מיליון דולר מחובה ובקצב ייצור המזומן הנוכחי החוב יוחזר במלואו בתוך פחות משלוש שנים. החברה שנרכשה מרוויחה כ-30 מיליון דולר לפני מס, כך שניתן לראות באיזה מכפיל אטרקטיבי היא נרכשה (במיוחד בהתחשב בכך שרווחיה צומחים). משיחות עם הנהלת החברה נודע לנו, שבכוונתה להוריד את החוב לרמה נמוכה יותר במהלך השנה הקרובה ואז לנסות לבצע רכישה נוספת, אך רק אם יעלה בידם למצוא הזדמנות שתנאיה יהיו זהים לרכישה הקודמת (כלומר מכפיל של לא יותר מפי 6-7 הרווח התפעולי).

אם נבחן את התמחור, החברה מרוויחה כ-40 מיליון דולר בשנה בנטרול מחיקות מוניטין חשבונאיות ונסחרת בכ-240 מיליון דולר נכון לנובמבר 2013. כלומר, נקודת המוצא שלנו כמשקיעים היא רכישה של חברה במכפיל 6 - מכפיל נמוך מאוד הן באופן מוחלט והן באופן יחסי למתחרות ולכלל השוק. בנוסף, תוך פחות משלוש שנים לחברה לא יהיה חוב ולכן בהסתכלות קדימה ניתן להוסיף לרווח לפני מס כ-6 מיליון דולר של הוצאות ריבית - מה שמביא אותנו לרווח נקי של 44 מיליון דולר.

כפי שהוזכר לעיל, יש לנו מספר שבילים המובילים לצמיחה - גידול בהוצאות הממשל, שיפור בסביבה התחרותית ורכישות. כל אחד משלושת השבילים הללו הינו משמעותי ביותר - לדוגמה, נבחן רכישה זהה לרכישה האחרונה, שכאמור הוסיפה 30 מיליון דולר לרווח לפני מס (נזכיר שהנהלת החברה מחפשת באופן אקטיבי



## גמישות מחשבתית



כאשר הוא יחווה על בשרו את המכה/כאב (בגבולות הנורמליים כמו בן לכתשפול / לא ייזהר מספיק), הוא יבין באופן מוחשי מהי סכנה ואת השלכותיה. את השיעור הזה הפנים היטב בעל השליטה של פוקס, מר הראל ויזל. בראשית העשור הקודם ניסה ויזל לפתח את עסקי פוקס מחוץ לגבולות ישראל. בקצרה, היציאה לחו"ל לא הוכיחה את עצמה וחברת פוקס הפסידה כספים ומוניטין רבים בעקבות מהלך זה. אך בהתאם למשפט הידוע, מי שנכווה ברותחין נזהר בצוננין, ויזל למד מטעויותיו, ובנחישותו הרבה הרחיב את עסקי פוקס מחוץ לגבולות ישראל אך הפעם נקט במודל עסקי בעל סיכון נמוך יותר והצליח בגדול. בהתאם, המשקיעים העריכו את תוצאות החברה ומחיר מניית פוקס נסק מרמת ה-4 ש"ח למניה בשפל של שנת 2008 לכ-90 ש"ח כיום! מהלך אדיר בפרק זמן של 5 שנים.

כזכור, בקיץ 2007 יצא האיפון הראשון לשוק. המאמצים הראשונים מיהרו לרכוש את המוצר המסקרן והמבטיח, ביניהם גם חבר שלי - אורן. אורן אינו מנהל השקעות ואין לו ניסיון או היכרות עם השווקים הפיננסיים אבל אני זוכר אותו מודיע לי באותם ימים לאחר שקיבל את האיפון והספיק להכירו - "אני לא יודע מה מחיר מניית אפל אבל אני מבטיח לך שמחירה יינסק".

ההיכרות שלי עם המכשיר הייתה שטחית דאז ומיד ב-2008 הגיע המשבר הפיננסי הגדול שהסיט את תשומת ליבי מעריכת אנליזה לחברת אפל או שמא כל אילו כנראה תירוצים בלבד אבל לא רכשתי את המניה באותה עת. 5 שנים מאוחר יותר, בשנת 2012, מחיר המניה חצה את רף ה-700 \$ (מ-125 \$) ואפל הפכה להיות החברה הציבורית בעלת השווי שוק הגדול ביותר בעולם!

### עם יד על הלב, מהי ההסתברות שכל אחד מאיתנו העריך שהאירוע הנ"ל יתקיים עם צאת האיפון הראשון?

איש העסקים רמי לוי ביצע הנפקת מניות ראשונה לציבור של החברה בשליטתו 'רמי לוי שיווק השיקמה' בשנת 2007. אצל רבים מפעילי שוק ההון היו ספקות רבים בנוגע לפוטנציאל של החברה ביחס למתחרותיה וליתרונות הגודל שלהן. את שנת 2007 סיימה חברת רמי לוי עם מחזור מכירות הנושק ל-700 מיליון ש"ח כאשר שופרסל, בעלת נתח השוק הגדול בארץ, מכרה בהיקף של כ-10 מיליארד ש"ח. כיום, קצב המכירות השנתי של שופרסל הוא בסדר גודל של 12 מיליארד ש"ח לעומת הקצב אצל רמי לוי הנאמד בכ-3.5 מיליארד ש"ח! אגב, הפער בשווי שוק כמעט ונסגר - 2.9 מיליארד ש"ח לעומת 2.5 מיליארד ש"ח ברמי לוי.

### בואו נעצור לרגע ונחשוב - מהי ההסתברות שכל אחד מאיתנו העריך שהאירוע הנ"ל יתקיים בזמן שרמי לוי הנפיק את מניות החברה שבשליטתו לציבור הרחב?

לאישתי ולי יש מדי פעם אי הסכמות בנוגע לאופן גידול הבן שלנו בן ה-3. היא מצדדת בכך שצריך להגן עליו באופן קפדני לעומת גישתי, המעניקה לו חופש פעולה רחב יותר, כאשר אני מבסס את דעתי על כך שבאופן זה,

של אנשים רבים בעולם באמצעות חברת PAY-PAL שאותה ייסד. כיום הוא מנכ"ל חברת טסלה, יצרנית המכוניות החשמליות הגדולה בתבל, עימה עבר בהצלחה (בעזרת תמיכה כספית מהמשל האמריקאי) את המשבר הגדול ב-2008. בעת הזו, טסלה הייתה בראשית דרכה ושרויה בחובות ענק - מאסק המשיך להאמין בחברה וכיום היא כבר מוכרת בקצב שנתי של מעל 2 מיליארד \$.

## 2. קמעונאיות ויצרניות המזון המקומיות

מילות הקוד הבאות מוכרות על ידי כל: גלובליזציה, יוקר המחיה ושימוש באינטרנט באופן אקטיבי (רכישות מקוונות). גלובליזציה - בקניונים ניתן לראות שתמהיל רשתות האופנה משתנה - ישנן יותר רשתות אופנה בבעלות חברות מחו"ל ביחס לעבר, בספורט - אם בשנות השמונים היו במכבי ת"א כדורסל שני שחקנים זרים היום יש שני שחקנים ישראלים. במקביל, יוקר המחיה בתחום המזון לא מפסיק לעלות למרות המחאה החברתית והועדות שקמו בעקבותיה ובנוגע לאינטרנט - השימוש האקטיבי בו נמצא במגמת עלייה תלולה במגוון רחב של אספקטים: פעולות בנקאיות, רכישות בגדים ומוצרים שונים וכן גם ברכישות מקוונות באתרי רשתות קמעונאיות השיווק. מה לדעתכם ההסתברות לקיום התרחיש הבא? הגידול של הרכישות המקוונות באתרי רשתות השיווק יגדל מאוד בטווח של העשור הקרוב וחברת דיסקאונט בינלאומית תיכנס לשוק המקומי, תקים מחסני ענק שישימשו לביצוע משלוחים ללקוחותיה. נשמע מופרך? נשמע שהשוק

בארץ קטן מדי עבורן ואין סיכוי שהתרחיש יתקיים?

היקף מכירותיה השנתי של חברת הדיסקאונט האמריקאית טרגט מסתכם בכ- 75 מיליארד \$, שוק המזון בישראל נאמד בכ- 15 מיליארד \$ - סכום לא מבוטל עבור טרגט גם אם תצליח לנגוס שלישי מתח השוק בישראל. אם כך, מה יהיו ההשלכות של מהלך כזה על רשתות השיווק המקומיות? ואם נלך עוד צעד קדימה מה יהיו ההשלכות על ספקי המזון המקומיים כאשר טרגט תייבא עמה את הספקים הבינלאומיים ותגדיל את היצע המוצרים בשוק המקומי?

לפני שאתם עונים, נא קיראו את כותרת הכתבה ובנוסף אציין שעד היום, למרות שכבר חלפה תקופה ארוכה, חלק מהאנשים עדיין מתקשים להאמין שקונצרן אי.די.בי. הגיע לחדלות פירעון. ■

**קובי חזן**, שותף מנהל בקרן אמידה ישראל, בעל 12 שנות ניסיון בשווקי ההון במהלך היכה את הבנצ'מארק בכל הקרנות המנייתיות אותן ניהל.

## אם כך, מהי ההסתברות שכל אחד מאתנו העריך שהאירוע הנ"ל יתקיים ושוויל יסיק מסקנות בצורה יוצאת דופן מאי הצלחתו בעבר וימנפה להצלחה המטאורית הנוכחית?

המשותף לכל הדוגמאות לעיל הוא שבקבלת החלטות בבחירת עסקים / מניות בהן אנו מעוניינים לרכוש / למכור אנו צריכים לשמור על גמישות מחשבתית תמידית. אגב, משפט זה נכון גם בקבלת החלטות בחיי היומיום שלנו. אמנם קשה מאוד לחזות יצירת אירועים עתידיים אך חשוב לזכור שמגמות בעסקים מחייבות משקיעים לחשוב באופן לא ליניארי - חברות מבוססות כיום לא בהכרח ימשיכו להתחזק בעתיד וייתכן אף שייחלשו והפוך. ייתכן ולחלקנו המשפט האחרון נראה מובן מאליו, אך אין זה מספיק כיוון שמה שמבדיל בין מנהלי השקעות מצויינים לשאר, ובכלל בין מנהלים מצויינים בעסקים, הוא לשמור על הגמישות המחשבתית ולקבל בפועל את ההחלטות הנכונות בזמן אמת ולא בדיעבד כשלכולם העניין כבר ידוע ובבחינת עובדה מוגמרת. ע"מ לחדד את הנושא, להלן 2 אירועים פוטנציאליים בטווח של כעשור מהיום. ייתכן שצריך עבורם יותר מגמישות מחשבתית, אולי אף דימיון פרוץ, אך יחד עם זאת רצוי לזכור את הדוגמאות המצוינות בראשית הכתבה ואת ההסתברות שהענקנו להן טרום התרחשותן.

## אם כך, בואו ונעריך את ההסתברות לכל אירוע:

### 1. מחירי הנדלן בישראל

נושא מחירי הנדלן הגואים נמצא בשנים האחרונות בכותרות המדיה. שיעור רוכשי הדירות לצורך השקעה גדל מאוד בשנים האחרונות כאשר לרוב מטרת הרוכשים היא להשקיע באפיק "שמחירו לא יירד לעולם במדינת ישראל", כדבריי רבים ממשקיעים אילו, ובנוסף לייצר זרם תקבולים שוטף מהסכמי השכירות. יחד עם זאת, באוגוסט 2013 חשף איילון מאסק, יזם ומיליארדר, את פיתוחה של טכנולוגיה חדשה שמטרתה להקים מערכת הסעה המונית בינ-עירונית בשם הייפרלופ (HYPERLOOP) ושתוכל לנייד אנשים מקרית שמונה לאילת ב-5 דקות! מדובר בצינור שבאמצעותו יוכלו נוסעים לנוע במהירות כפולה מזו של מטוס נוסעים ובמחיר זול יותר מזה של רכבת מהירה. במידה ופיתוחה של טכנולוגיה זו ייצלח מובן שהנגישות בין הערים תגדל מאוד. חישובו על ההשלכות של התפתחות כזו. מה יעלה בגורלם של אותם רוכשי הדירות לצורך השקעה? כיצד הם ייפעלו? ומה הנגזרת של פעולותיהם על כלל שוק הנדלן בישראל? אינני יודע אם מערכת זו תקרום עור וגידים אך לפני שאתם עונים על השאלות הנ"ל, נראה לי שזו העת בה עליי להזכיר שאיילון מאסק כבר שינה את אופן התנהגותם



## אלגו טריידינג, חלום או מציאות?



אמיר, מנהל השקעות עם ותק של 5 שנים, בוגר תואר שני בכלכלה ומנהל עסקים, שכנע את חברו משכבר הימים, רונן, בוגר יחידת 8200 ודוקטורנט במדעי המחשב, לבנות "מכונה" שתדע לסחור במניות בנאסדק ולייצר כ- \$ 5000 ביום, על בסיס אסטרטגיית מסחר שאמיר פיתח. השכנועים צלחו הפיתוח התחיל ולאחר כשנתיים הצליחו השניים לייצר אסטרטגיית מסחר ממוחשבת. כעבור פחות מ- 6 חודשים נאלצו השנים לעצור את ה"מכונה" ולהודות שנחלו כישלון צורב. למה זה נשמע מוכר ולמה זה קורה?

ומשאבים רבים מאוד, חשבו כי הם בדרך הנכונה, אולם כגודל הציפיה כך גודלה של האכזבה! לצורך ריקוד הטנגו הזה, אין זה מספיק להיות איש השקעות מעולה ומנוסה, או מתמטיקאי מוכשר, אלא להיות בקיא ומנוסה בתהליכים, לדעת איך להוביל נכון את התהליך, ממה להיזהר ואיך לתמרן בסבך הקשה של עולם ההשקעות הממוחשבות. רבים מאוד הם "מאוכזבי האלגו טריידינג", אותם אנשים שהשקיעו זמן ומשאבים רבים מאוד, חשבו כי הם בדרך הנכונה, אולם כגודל הציפיה כך גודלה של האכזבה! לצורך ריקוד הטנגו הזה, אין זה מספיק להיות איש השקעות מעולה ומנוסה, או מתמטיקאי מוכשר, אלא להיות בקיא ומנוסה בתהליכים, לדעת איך להוביל נכון את התהליך, ממה להיזהר ואיך לתמרן בסבך הקשה של עולם ההשקעות הממוחשבות. דוגמה לרעיון עבור אלגו טריידינג: מסחר במניות לאחר הודעת אזהרת רווח. הרעיון שעומד מאחורי העניין הוא, ניסיון לאתר כשלי שוק בתמחור מניות, מיד לאחר הודעה מהותית, כגון אזהרת רווח. הצפי הוא לתנודה רבה וחזקה במניה בעקבות פרסום ההודעה והפקת רווח כתוצאה מהתנהגות השוק הלא רציונאלית. אין זה חשוב לצורך הדוגמה, אם הגיון המסחר הוא לנצל את הירידה החדה ולרכוש את המניה, או להצטרף למכירה בחסר, כדי לנצל את המשך הירידה במניה. לצורך זיהוי ואפיון מתודולוגיית המסחר, יש לאסוף כמות משמעותית של נתוני עבר, עבור חברות שהודיעו על אזהרות רווח והתנהגות המניות שלהן בעקבות כך.

מה זה "אלגו טריידינג"? מערכת מסחר אשר מנצלת מודלים מתמטיים מתקדמים מאוד בקבלת החלטות בעת עסקה בשווקים הפיננסיים. מקובל לחשוב שאלגו טריידינג, היא פעילות מסחר מהירה מאוד המתבצעת תכופות, כדי לאתר תמחור שגוי בשוק ולנצלו. בפועל מערכת מסחר כזו יכולה לשמש לצרכים שונים ומגוונים, החל ממערכת השולטת על ציטום אלקטרוניים שונים, ע"י עושי שוק או סוחרים וכלה במערכות אלגוריתמיות מתוחכמות שנועדו ליישם אסטרטגיות מסחר שונות. איך מפתחים מערכת כזו? שלבי הפיתוח מתחילים כמעט תמיד מרעיון או אסטרטגיה של מסחר בני"ע. המפתח מניח כי ע"י הפיכת האסטרטגיה ל"מכונה" ממוחשבת, אפשר להפיק תועלת רבה ויתרון ממשי על פני שאר הסוחרים בשוק. כאשר הרעיון קיים, ניגשים לבדוק את התאמתו והצלחתו על פני ההיסטוריה. עם מציאת תוחלת חיובית בבדיקת ההיסטוריה, עובר הפיתוח לשלב של כתיבת האלגוריתם ע"י איש תוכנה, בדיקת הבאגים של התוכנה והבאתה לשלב של ביצוע "חי". לכאורה תהליך פשוט יחסית ומובנה, אולם שלבים כללים אלו אינם מספקים כלל ועיקר ויש צורך בהרבה מומחיות וידע, כדי להעביר את התהליך בשרשרת פיתוח נכונה ואמינה. רבים מאוד הם "מאוכזבי האלגו טריידינג", אותם אנשים שהשקיעו זמן

מראה תוצאות טובות. חשוב שנזכור כי מסחר בהיקף של 100 אלף דולר שונה ממיליון ומיליון שונה מ-10 מיליון וכן הלאה. כלומר בהחלט לא בטוח שתוצאות שנתקבלו בסכום קטן ימשיכו להתקבל באותו שיעור גם על סכום גדול הרבה יותר! לסיום מערכת טובה שעובדת יפה במשך כמה חודשים, אינה ערבות לכך שהביצועים ימשיכו לאורך זמן. עולם ההשקעות היום, מזמן לנו הרבה מפגשים עם תוכנות מסחר אלגוריתמיות, אנו חייבים לאמץ את השימוש הנכון בחלקן (במיוחד את אלו שנותנות לנו תמיכה במסחר וניתן לקבלן מהברוקר שדרכו סוחרים) ויחד עם זאת להיזהר מאוד ממחשבה על תהליך קל ומהיר של הפיכת רעיון למכונת כסף משומנת, מהר וללא חששות. אנו בקריפטונייט עוסקים בעולם זה של פיתוחי אסטרטגיות מתמטיות, כבר מעל 8 שנים, הידע והניסיון שנרכשו בקרן, מאפשרים לנו לנהל את חלק מהשקעותינו, בצורה ממוחשבת שמעניקה לנו יתרון יחסי לאורך זמן. יש לנו היום מעין "מעבדה" שבה ניתן לייצר כלים ממוחשבים, המבוססים על אלגוריתמים ממוחשבים. ■

כמובן שכל שנאסוף יותר מקרים, איכות הניתוח והסקת המסקנות שלנו ישתפרו. חשוב לזכור כי איכות הנתונים, גם אם היא מגיעה מספק נתונים איכותי, עלולה להיות בעייתית במקרים מסוימים. בכל אוסף נתונים כאלו יהיה "רעש" של נתונים לא אמינים ולא איכותיים, יש לסנן ולמייין את הנתונים, כך שיהיו מהמנים ונקיים מ"רעש" מפריע. לאחר שיש לנו נתונים אמינים, יש להתחיל ולבדוק את מתודולוגית המסחר על נתוני העבר ולראות את מידת הצלחתם ויעילותם. צריך יהיה לבצע התאמות ושינויים בשיטת המסחר כדי לנסות ולמקסם את הרווח. לאחר שיש נתוני עבר נוכל להעריך עד כמה טובה אסטרטגיית המסחר שלנו. בהנחת מספרים טובים ופוטנציאל רווח גבוה, מנתוני הבדיקה, ניגש ליישם את המודל למסחר הלכה למעשה ואז נגלה כי גם אם עברנו את המשוכה הטכנית, של ייצור ממשק המסחר, נתוני המסחר האמתי יהיו שונים מנתוני הבדיקה בעבר, משום שלסחור ב"טוב" שונה לגמרי ממסחר דמה על נתוני עבר. נניח שנתגבר על כל הקשיים ונגיע לשלב בו המערכת שלנו עובדת וסוחרת במציאות ואפילו

**TAMIR FISHMAN**  
Exclusive Financial Home

תכנון נכון. תמיר פישמן.

ניהול תיקים | קרנות נאמנות | קרנות גידור | ניהול תוכניות הטבה | קרנות השתלמות וניהול אישי | בנקאות להשקעות | קרנות הון פרטיות

www.tamirfishman.com | 03-6849333 | ת"א | רח' הברזל 38, ת"א



## נגזרות אשראי

רמת המינוף גבוהה של הבנק הובילו לקריסה הבלתי נמנעת. מה שמשקיעים רבים שוכחים הוא כי למשוואה יש שני צדדים - בשנים 2006 עד 2008 בזמן שהציבור והבנקים קנו את אותם ניירות מגובי משכנתאות, מספר קרנות גידור הבינו כי שוק הנדל"ן מנופח ועומד בפני קריסה. קרנות אלו הניבו רווחים אדירים למשקיעים וזאת ע"י מכירה בחסר של ני"ע מגובי משכנתאות ורכישת ביטוחי אשראי (CDS). מבין מנהלי קרנות הללו המפורסם ביותר הוא ג'ון פולסון אשר ההימור שלו כנגד שוק המשכנתאות נודע בשם "THE GREATEST TRADE EVER".

באחד מימי חורף 2006 ישבו ג'ון פולסון ואחד האנליסטים שלו על מאגר נתונים הסוקר את מחירי הנדל"ן למגורים ברחבי ארה"ב בארבעת העשורים האחרונים. מהנתונים השתקף כי לשיעורי הריבית אין כמעט השפעה על מחירי הנדל"ן. בנוסף, לאחר הרצת רגרסיה הסתמן קו מגמה ברור - בין השנים 1975 ל-2000 עלו מחירי הנדל"ן ב-1.4% בממוצע שנתי (מנוכה אינפלציה) ומאז שנת 2000 נסקו המחירים ב-7% בשנה - הרחק מעבר לקו המגמה. יתרה מכך, ההיסטוריה הראתה שלאחר כל נסיקה נפלו המחירים אל מתחת לקו המגמה. התמונה היתה ברורה - במוקדם או במאוחר מחירי הנדל"ן הולכים לצנוח, השאלה איך עושים מזה כסף?



כעבור חודש, פולסון היה משוכנע שהוא גילה את הטרייד המושלם. ביטוח על משכנתאות מסוכנות נסחר באותה העת במחירים אפסיים. פולסון

### מזה כ- 5 שנים שהעולם מתנהל בסביבת ריביות אפסית.

ממרץ 2009 ועד תחילת השנה שעברה נהנו המשקיעים מרווחי הון נאים אשר יחד עם תשלומי הריבית מיצבו את ממדי האג"ח השונים כאפיק רווחי ובו בעת סולידי ויציב. ב-2013 נגמרה החגיגה. על אף הורדת צפיות התשואה בקרב מרבית המשקיעים ישנה הבנה גורפת כי מצב החברות והמדינות אינו כה מזהיר בכדי שהמשקיע יסתפק בתשואה ריאלית אפסית בגין סיכון שהוא לוקח בעת ההשקעה. וכך בשנת 2013, לראשונה מזה כמעט שני עשורים, הציגו חלק גדול מממדי האג"ח הממשלתי והקונצרני תשואה שלילית.

מלבד החשיפה ההולכת וגדלה למניות ואג"חים בדרוג נמוך, הסיבה היחודית הנ"ל דוחפת משקיעים ברחבי העולם לחפש אחר הזדמנויות בהשקעות אלטרנטיביות.

אחד מתחומי ההשקעות האלטרנטיביות הנהנים מביקושים ערים הוא תחום נגזרות האשראי. תחום הנחשב מורכב מאוד ושכמעט ולא זכה להתענינות הציבור מאז 2008. המרכיב העיקרי של אפיק זה הוא ה-CDO. CDO (Collateral Debt Obligation) דומה במהותו לקרן נאמנות המושקעת באג"ח, אך בשונה מקרן נאמנות, חברות CDO מגייסות מזומנים באמצעות הנפקת אגרות חוב של עצמן. התמורה מההשקעה מושקעת ברכישת תיק מגוון של חובות של חברות. את החובות ורכישת חברות ה-CDO במספר זרכים, ביניהן: רכישת אג"ח, השתתפות במתן הלוואות או באמצעות ביטוחי אשראי עסקי. תשלומי הקרן והריבית אותם משלמת החברה הלווה ל-CDO משמשים להחזרת כספי המשקיעים.

קריסת בנק ההשקעות ליהמן ברדרס ב-15 לספטמבר 2008 סימנה את אובדן אמון המשקיעים באפיק השקעה זה. ב-2008 דיווח ליהמן על הפסדים חסרי תקדים שמקורם בחשיפות אדירות לניירות מגובי משכנתאות מסוג "סאב-פריים" ומשכנתאות בדירוג נמוך אחרות אותן הוא איגח אך המשיך להחזיק במאזנו. ההפסדים הכבירים יחד עם



עם זאת, חשוב לזכור כי להבדיל משווקי המניות, האג"ח והמטבעות, שוק נגזרות האשראי סובל לעיתים חוסר נזילות ופערי תמחור. כמו כן רבים מהמוצרים הנגישים לציבור מכילים רכיב גבוה של מינוף, על כן כל אפשרות השקעה, אטרקטיבית ככל שתראה חייבת להעשות בהירות הנדרשת ובסכומים אותם אין בכוונתנו לפרוע בקבועי זמן קצרים. ■

החל לקנות בשוק כמויות אדירות של CDS ומוצרים אחרים ששימשו כביטוח על חוב משכנתאות בדירוג נמוך וכן מכר בחסר את אינדקס ה- ABX. כל זאת מתוך הבנה שכאשר שוק הנדל"ן יתחיל לרדת ובעלי בתים שהסתמכו על עלית מחירים לטובת תשלום המשכנתאות יחלו לפגור בתשלומים, ערך פוליסות הביטוח יזנק. קרן נגזרות האשראי של פולסון הניבה בשנת 2007 רווח פנומינלי של -589.9%!! והמשיכה לעלות גם ב- 2008 זאת בזמן ששווקי המניות רשמו ירידות עזות של עשרות אחוזים. גם היום ניתן למצוא הזדמנויות רבות בשוק נגזרות האשראי. שוק זה המהווה גורם ביטוחי עבור חלק מהשחקנים, הימור על מחירי נכסים עבור אחרים ואמצעי ליצירת נזילות עבור גופים פיננסיים הינו כר פורה לקרנות גידור והוא טומן בחובו אפשרות לרווחים אדירים בשלל מצבי שוק עבור שחקנים מקצועיים בעלי נזילות ואורך נשימה. המצב הנוכחי בו חלק ממדדי ומוצרי ה-CDS נסחרים ברמות שפל מזכירים לנו את ההזדמנות שזיהה פולסון לפני 8 שנים.

## שולי בורנשטיין וולף

אמנית

[www.sulybw.com](http://www.sulybw.com)

[suly.arts@gmail.com](mailto:suly.arts@gmail.com)

054-2369698

גלריה: רח' ידידיה פרנקל 23, תל-אביב





# אדמיניסטרטור של קרן גידור

## התפקיד וחשיבותו עבור משקיעי הקרנות



תפקידו של האדמיניסטרטור יכלול, ברוב המקרים, מרכיבים כגון:

- **חישובי שווי נכסי הקרן, נטו (NAV)**

התפקיד הנפוץ ביותר ואולי החשוב ביותר, מנקודת מבטם של מנהלי הקרנות והמשקיעים. מאחר וקרנות הגידור מאופיינות, לרוב, ע"י נזילות בפעימה חודשית, חישובים כאלה מתבצעים לרוב, אף הם, מטבע הדברים, בתדירות חודשית. יחד עם זאת, ככל שגדלות ההשקעות של משקיעים מוסדיים בקרנות הגידור, כך גדלות הדרישות של משקיעים כאלה לזמינות המידע אודות ביצועי הקרנות וכתוצאה מכך תדירות חישובי ה-NAV עשויה לעלות, עד כדי פרסום NAV יומי. יש חשיבות רבה לכך שחישובי ה-NAV (הכוללים, בין השאר, שערון נכסים והתחייבויות של הקרן, רישום הפרשות חשבונאיות

תעשיית קרנות הגידור בישראל נהנית במהלך השנים האחרונות מצמיחה מרשימה ביותר, הן מבחינת מספר הקרנות הפועלות ו/או המוקמות לאחרונה, הן מבחינת היקף הנכסים המנוהלים על ידי הקרנות והן מבחינת מספר המשקיעים שהולך וגדל אף הוא.

התפתחות תעשיית הקרנות בישראל חייבה פיתוח של התשתיות המתאימות, כגון: המסגרת המשפטית לפעילות הקרנות; הסדרת נושא מיסוי הקרנות עם רשויות המס בישראל ועוד. מערכת תומכת זאת כוללת אנשי מקצוע שונים, המספקים שירותים משפטיים, חשבונאיים ותפעוליים שונים לקרנות.

אדמיניסטרטור הינו אחד מהם. אדמיניסטרטור הוא, הלכה למעשה, צד ג', אשר מבצע פונקציות תפעוליות שונות עבור הקרן.

היקף התפקידים התפעוליים אותם מבצע אדמיניסטרטור, יכול להשתנות מקרן לקרן, וזאת כפונקציה של גודל הקרן ומורכבותה, יכולת ו/או רצון הקרן לבצע חלק מהמשימות in-house, פיצול המשימות בין מספר אדמיניסטרטורים/מתפעלים ועוד.

למרות השונות בין הקרנות, קיימת פרקטיקה מקובלת המגדירה את תפקידו העיקריים של האדמיניסטרטור.

מקורה של פרקטיקה זו בניסיון שנצבר מחוץ לישראל, שם תפקיד האדמיניסטרטור הינו תפקיד מוכר ונפוץ מאד, וכן בפרסומים של הנחיות ומדריכים בנושאי האדמיניסטרציה ע"י גופים מקצועיים שונים, ההופכים ל- Best Practice של התעשייה.

**• ניהול ספרי הקרן, סיוע בהכנת הדוחות הכספיים של הקרן, ותקשורת עם ר"ח המבקר של הקרן בקשר לביקורת הדוחות הכספיים שלה**

**• הכנת דיווחים חודשיים למשקיעים לגבי השינויים בשווי זכויותיהם בקרן**

**• סיוע לשותף הכללי בביצוע בדיקת נאותות המשקיעים לעניין הוראות איסור הלבנת הון**

**• פונקציות נוספות בהתאם לצרכים הספציפיים של הקרן**  
דוגמאות לכך: מתן שירותי נאמנות מס ושירותי מיסוי שונים לקרן; תקשורת עם בנקאי הקרן ונותני שירותים אחרים; סיוע לשותף הכללי בתקשורת עם משקיעים פוטנציאליים לגבי מסמכי הקרן; מתן מענה לשאלות המשקיעים או יועציהם המקצועיים במידת הצורך, ועוד. מעבר לביצוע המשימות השגרתיות עבור הקרן כמפורט לעיל, היעזרות באדמיניסטרטור מנוסה עשויה לספק לקרן ומנהליה ערך מוסף משמעותי בגלום בעצם הנגישות הניתנת להם לניסיון שצבר האדמיניסטרטור בתחום, וליכולותיו וכישוריו המקצועיים, ולסייע למנהלי הקרנות בתהליכים של: ארגון ראשוני של פעילותן; שינוי מבנה הקרנות, לרבות העתקתן לחו"ל או מחו"ל לישראל; בחינת היבטי המס ובניית מבנה מס אופטימלי לא רק עבור הקרן והמשקיעים אלא גם עבור השותף הכללי/חברות הניהול; ניהול מ"מ עם ספקי שירותים שונים; מציאת פתרונות לסוגיות מורכבות בהתבסס על ניסיון העבודה של האדמיניסטרטור וקשריו המקצועיים עם הגופים הפועלים בתעשייה, ועוד. מינוי אדמיניסטרטור בעל מוניטין בענף עשוי להקל על ביצוע בדיקת הנאותות של הקרן על ידי משקיעים פוטנציאליים וכן לספק למשקיעים, קיימים ופוטנציאליים, בטחון איתן במנגנוני הבקרה של הקרן בה הם מושקעים. ■

"הלנה סטורם, ר"ח, שותפה במשרד רו"ח רוה רביד ושות'. אחראית על מחלקת הקרנות של המשרד העוסקת במתן שירותי ביקורת, אדמיניסטרציה ומיסים לקרנות השקעה לרבות קרנות גידור, פרייבט אקוויטי, נדל"ן ועוד"

בתום כל תקופה ועוד) מתבצעים ע"י צד ג' ולא על ידי השותף הכללי/מנהל הקרן בעצמו. מעורבות של צד ג' בביצוע שערוכים וחישובי שווי נכסי הקרן מקטינה, באופן משמעותי, את הסיכון לעיוותי המדידה ע"י ביצוע שערוכים לא נאותים של נכסי הקרן, הסבות רווחים/הפסדים בין תקופות חשבונאיות שונות באופן מלאכותי ועוד. בנוסף, מעורבותו של צד ג' בשערוך נכסי הקרן וחישובי ה-NAV מקטינה אף את הסיכוי לטעויות בתום לב, מאחר וחישובים אלה עוברים מספר רב יותר של בקורות, הן ע"י האדמיניסטרטור והן ע"י השותף הכללי/מנהל הקרן.

**• חישובי דמי ניהול, דמי הצלחה להם זכאי מנהל הקרן/ השותף הכללי והטיפול בהוצאות השוטפות של הקרן**  
גם כאן, יש חשיבות רבה למעורבותו של האדמיניסטרטור, כצד ג', בחישובי דמי ניהול והצלחה וזאת לצורך קיום פיקוח ראשוני על תקינות הסכומים שמועברים למנהל הקרן/השותף הכללי על ידי הקרן.

**• פיקוח על הוצאת הכספים (הכוללים כספים נזילים, ניירות ערך או נכסים אחרים) מחשבונות הבנק של הקרן**  
פיקוח כזה יכול להתבצע באמצעות הקניית זכויות חתימה לאדמיניסטרטור בחשבונות הקרן או, לחילופין, באמצעות ניהול חשבונות הבנק על שם האדמיניסטרטור בעבור הקרן. פונקציה זאת הפכה, ובצדק, לחלק מה-Best Practice בארץ. ניסיונו מצביע על כך שמשקיע סביר אכן מצפה לכך שיקויים מנגנון פיקוח כזה. במסגרת עבודתנו כאדמיניסטרטורים של קרנות, אנחנו מפעילים בקרות שונות, לרבות חישוב עצמאי של גובה ההוצאות, סכומי פדיונות וכו' בטרם העברתם למקבלים, ווידוא של עמידת ההוצאה או התשלום בהוראות הסכם השותפות (או תשקיף לקרנות זרות) של הקרן ועוד.

**• ניהול מרשם הזכויות בקרן, הטיפול בבקשות הצטרפות והקצאת זכויות בקרן למשקיעים מצטרפים**

**• הטיפול בבקשות משיכה/פדיון, חישוב סכומים לפדיון ותשלום למשקיעים**



# מסכמים שנה:

## 10 התופעות שעשו את 2013 לשנה שכולה טכנולוגיה

מאת: יוסי בהר



טכנולוגיה. אפשר להיווכח לכך שעם הזמן, היא מקבלת נתח נכבד יותר בתשומת הלב התקשורתית וכן במישור הכלכלי-חברתי. היא הצליחה לחזור לכל תחום בחיינו החל מעולם התעסוקה והקריירה וכלה בתחומי היגיון וחברה. השנה האחרונה יצרה חידושים טכנולוגיים והתפתחויות שונות, אשר ללא ספק, ראוי לסכם בצורה מסודרת ובדיוק לשם כך "התכנסנו כאן היום".

פייסבוק, קנדי-קראש, אקזיט של חברות כמו וייז (WAZE), אייפון וגלקסי - אלה ועוד הצליחו להעסיק אותנו לא מעט במהלך שנת 2013. רגע לפני שממהרים לחזות מה עתיד להתרחש בעולם החדשני שלנו, כדאי להביט לאחור על שנת 2013 ולהבין: מה בעצם היה כאן (והיה לא מעט)? מה שנתנה? ומה בעצם היו התופעות הבולטות בעולם הטכנולוגיה בשנת 2013?

**אז ברוח השנה החדשה וכן לאחר ניפוי קפדני מבין כלל ההתרחשויות שאירעו בשנה החולפת: אלו הן 10 התופעות שעשו את שנת 2013 לשנת טכנולוגיה על כל גווניה:**

### 1. פייסבוק:

החברה (והתופעה) עשתה לא מעט השנה. החברה, אשר הנפיקה מניות ב-2012 וספגה ירידות בשער המניה, הצליחה בשנת 2013 ליצור התאוששות קלה וכבר באוקטובר ערכה עלה, בניגוד לתחזיות הקודרות שניתנו לה. עוד בעניין-פייסבוק השנה שינתה רבות את הממשק שלה וכן את הטיים ליין. כמו כן, שינוי הגדרות הפרטיות של החברה יצר הסתייגויות רבות כלפי המהלך השנוי במחלוקת.

### 2. עלייתו של הסמארטפון:

בשנת 2013 מעמד הסמארטפון התבסס והוא אוחז בשליטה נכבדת בנתח שוק משתמשי הסלולר. כך לדוגמא, אפשר להבחין בילדים צעירים מאד אוחזים בסמארטפון ובקייאיימ בשימוש בו. עוד בהקשר, הקונפליקט בין אפל (יצרנית האיפון) לבין סאמסונג (יצרנית הגלקסי) שהגיע לארכאות משפטיות וכן השקות המכשירים שזכו להדים ברחבי העולם.

### 3. קנדי-קראש:

התמכרות מתוקה לאפליקציית משחק, שגרמה לכולנו להבין שבתוך תוכנו יש ילד שרוצה לשחק לא במשחקים כלכליים ועסקיים בלבד, אלא גם במשחקים פשוטים, כמו הקנדי-קראש ומוקדם יותר גם הטמפל-ראן (Temple-Run).

### 4. פוליטיקה בזירה האינטראקטיבית:

בתחילת 2013 התקיימו הבחירות לכנסת ולראשות הממשלה. ברוח זו, אנשי פוליטיקה החלו להשתמש ברשתות החברתיות, כנראה מתוך הבנה של תפקידן בעיקר בקרב האוכלוסייה הצעירה (אך לא רק). מדובר בתופעה שישראל טרם הכירה. דוגמא נפוצה היא עמוד הפייסבוק של שר האוצר לפיד הגדוש בהצהרות והתבטאויות ישירות שלו וכן ניהול ייחוסים עם ח"כים אחרים.

### 5. השעון החכם של סמסונג והמשקפיים של גוגל:

תופעות אלה יצרו הדים תקשורתיים רבים וגרמו לכולם להבין שבמהרה העולם הופך טכנולוגי יותר, מהיר יותר. הטכנולוגיה נעשית נגישה יותר ונצרכת יותר ומגיעה לא רק לטלפון, אלא לשעון ואפילו למשקפיים וכל זאת כדי שהשימוש יהיה קל, מהיר ונוח יותר. ספק נוחות, ספק עצלנות, אך מדובר בתופעות שממחישות את הקידמה והחדשנות בשנת 2013.

### 6. אבטחת מידע:

שנת 2013 ידעה לא מעט פירצות אבטחה, ההאקרים בשנה זו עבדו כנראה שעות נוספות. אתרים רבים ומוכרים (פייסבוק, גוגל) נפרצו ולעיתים פרטי המשתמשים פורסמו לעיני כל. תופעה זו נתנה עור וגידים לאחד הפחדים של כל משתמש נבון והוא: הפרטיות שלנו במרחב האינטרנטי. עוד בהקשר זה, אפשר להזכיר את מלחמת הסייבר שתפסה תאוצה וממשלות (כמו גם ישראל) הבינו שראוי להשקיע משאבים בלוחמת רשת חכמה.

### 7. "אקזיט" של חברות היי-טק ישראליות:

הראשונה שכולנו זוכרים היא WAZE הישראלית המעוררת גאווה שנמכרה לגוגל תמורת מיליארד דולר. גם חברת ריטליקס (Retalix)

רשמה אקזיט מכובד ועוד רבות אחרות. תופעת ה"אקזיט" ללא ספק אפיינה את 2013 וגרמה לעולם ולישראלים להבין שיש לנו מה לתת.

### 8. גוגל סטריט-ווי:

מישהו אמר Remote ולא קיבל? תופעת ה"סטריט-ווי" מעניקה למושג "בלחיצת כפתור" משמעות מחודשת. בינואר 2013 החברה פרסמה שהמידע הוויזואלי שאספה בישראל נתון לחשיפה ברשת: מוזיאונים, אצטדיוני כדורגל וכמובן גם רחובות פרוסים לנוחות המשתמש.

### 9. שיתופי סרטונים\תמונות בעלי אופי מיני והשפעותיהם על החיים של בעלי הקבצים:

זה הזמן לציין גם שבמהלך שנה זו, לצד האדרת הטכנולוגיה, ישנן תופעות פחות חיוביות. במהלך 2013, שמענו יותר ויותר על פרסום סרטונים ותמונות של נערות צעירות (בעיקר) ולאחר מכן הגיעה תגובתן: התאבדות. תופעה זו הכתה גלים סוערים ברחבי העולם.

### 10. התמכרות לטכנולוגיה:

אמנם מדובר בתופעה שהתפתחה עוד לפני תחילת 2013, אך ללא ספק אפשר לומר בשנה זו, המודעות לתופעת ההתמכרות לפייסבוק, לרשת ולמשחקים ולהשלכותיה על החיים קיבלה מקום נכבד יותר בשיח הציבורי (ואף הרחבתי על כך בגיליון הקודם). כמעט נכנסו לרשימה: השילוב של ווקי-טוקי באפליקציית WhatsApp, מעורבות הצופה על ידי הצבעה ברשתות החברתיות לתכניות טלוויזיה ("הכוכב הבא"), התרחבות תופעת השופינג באינטרנט, אחסון ברשת (דרופבוקס) והיד עוד נטויה. אאחל לכולנו ששנת 2014 כמו קודמתה, תוסיף לתת במה לצמיחה טכנולוגית ושנמשיך להיות מופתעים מכוחה של הטכנולוגיה לחולל שינויים במציאות היומית של כולנו.

**הכותב: יוסי בהר** הוא מאמן ומנטור טכנולוגי למנהלים בכירים. מנכ"ל ובעלים של חברת קשרי מחשב. [yossi@yossibehar.co.il](mailto:yossi@yossibehar.co.il) [www.pclinks.co.il](http://www.pclinks.co.il) נייד: 052-2451950.



## “זה לא נגמר עד שהגברת השמנה שרה”

בשידורים אלה, אשר מצולמים באיכות גבוהה, על ידי מספר מצלמות, חלקן מביאות תמונות קלז-אפ של הזמרים. כדי להבין את מורכבות השילוב בין ביצוע אופרה באולם לבין ביצוע אופרה מצולמת, צריך אולי לחדד או להזכיר שאופרה היא מדיום אשר נוצר במקורו לבמה. ולא סתם במה, אלא במה גדולה שבה המרחק בין הזמרים לקהל הוא לפחות 5-6 מטרים (התזמורת היושבת לפני הבמה באולם האופרה מרחיקה את השורה הראשונה של הקהל מהבמה ומהזמרים). זוהי אומנות הבנויה

על מחוות גדולות, על טכניקת שירה (ללא הגברה) בה צריך לשלוח את הקול קדימה, לשיר גדול, בפה פתוח ולהדגיש את הג'סטות של הגוף והפנים, כך שיראו למרחוק. כך בוצעה האופרה מאות שנים, עד לכניסתן של המצלמות לאולמות האופרה, אשר שינו את הכול (וגם את הקול). זמרי האופרה של המאה ה-21 חייבים לספק חבילה כוללת של קול, יכולת משחק על במה, יכולת משחק מול מצלמה, הם צריכים להיראות היטב ולהיות פוטוגניים. זהו עידן שבו אין מקום למחוות גדולות ומלאכותיות



והכי חשוב עליהם לדעת לשלב בין שירה אופראית מצד אחד לשירה אינטימית מול מצלמה מצד שני. כוכבי האופרה של המאה ה-21 נראים אחרת לגמרי מאלה של מחצית המאה ה-20. אמנם מריה קאלאס השילה 30 ק"ג ממשקל גופה כדי להיות אטרקטיבית יותר ולקבל יותר תפקידים, אבל בעידן שלה היה זה קריטריון משני. קאלאס אולי ראתה את הנוולד ובאמת היום זמרי האופרה הצעירים כמו חואן דינו פלורז, רולנדו וילזון, דניאלה דה ניס, אנה נטרבקו, יונס קאופמן, ג'ייס די דונטו, אלינה גרנקה, אנג'לה גאורניו, נטלי דסאיי ורבים אחרים מקפידים על הופעתם, לומדים משחק, מחזיקים אתרי אינטרנט מושקעים בהם הם מופיעים בשלל תמונות באיכות של הפקות אופנה ומפיקים לעצמם קליפים עשויים היטב, בדיוק כפי שנהוג במוסיקה הפופולארית. אם כך, עודף משקל אינו קריטריון לשירה אופראית איכותית. ולמסת השומן בנוף אין כל דבר ועניין עם איכות קולית. עולם האופרה כבר לא מסתפק בשירה בלבד, הזמרים מקפידים יותר ומודעים יותר ולכן גם רזים יותר. ודרך אגב, אמנם הגברת כבר לא בהכרח שמנה, אבל זה באמת לא יגמר עד שהיא תשיר... אבל הרי בדיוק בשביל זה באנו לאופרה. ■

**על הבמה עומדים זמר טנור וזמרת סופרן. הם מגלמים בעלילה זוג אוהבים בראשית שנות העשרים לחייהם. קולותיהם זכים, צלולים, נוסקים גבוה בקלילות וברכות. אנו עוצמים את העיניים ומרחפים יחד איתם בעולם הפנטזיה של אהבת הנעורים. מושלם.**

אבל מה יקרה כשנפתח את העיניים? האם הכרחי שנראה על הבמה שני אדם מבוגרים הלבושים בבגדים מיושנים, עומדים על הבמה ללא תנועה, ושירים באופן מלאכותי ופומפוזי? אז זהו שממש לא! כל מה שידעתם/חשבתם על אופרה הולך ונעשה פחות רלוונטי במאה ה-21. בניגוד למה שמקובל לחשוב, אופרה היא אינה אמנות מיושנת או בלתי רלוונטית. היא אינה משמרת בהכרח מסורות ולחלוטין לא קפאה על שמריה. העשייה האופראית ברחבי העולם מושפעת באופן תדיר

משינויי הזמן. החל משנות ה-70 וה-80 של המאה העשרים חל שינוי מהותי בתפיסת אמנות האופרה. מאמנות של קול, המקדשת את הקול האנושי השר ומתעלמת כמעט לחלוטין מכל מרכיבי היצירה האחרים, נעשתה האופרה לאמנות רב תחומית, אשר מתייחסת אל הקול כאל מרכיב אחד מתוך מכלול מרכיבים אמנותיים.

עידן הזמרים והמנצחים ששיאו במחצית המאה העשרים (קרזו, קאלאס, פברוטי, טוסקניני, ברנשטיין וכו') תם. כיום את אמנות האופרה מובילים הבמאים. בימינו מרבית חובבי האופרה צופים באמנות זו על מסכים (בערוצי הטלוויזיה, במחשב ובאולמות הקולנוע). עובדה זו תרמה גם היא לשינוי שביחס בין הנשמע לבין הנראה. במאי האופרות בעידן שלנו מגיעים מרקע של תיאטרון ו/או קולנוע. הם מתייחסים לטקסט של האופרה, לדרמה ולסיפור. הם מבקשים לא לשחזר או לעשות "כמו", אלא להציג תפיסת עולם באמצעות היצירה, לחדש ולהגיש את היצירה באופן רלוונטי ומעניין, תוך שימוש בכלל מרכיבי המדיום ליצירה קוהרנטית, אמנותית, מקורית ומשכנעת. לכן, דורשים הבמאים לעבוד עם זמרים שהם גם שחקנים, כאלה שהמראה ויכולת המשחק שלהם (ולא רק הקול) תואמים את מאפייני הדמות ואת התפיסה הכללית של הבמאי את היצירה. זו השנה השלישית בה סינמטק ירושלים מקרין באיכות HD ובשידור חי את עונת האופרה של המטרופוליטן אופרה מניו יורק, אחד מבתי האופרה החשובים בעולם. המטרופוליטן משקיע כספים אדירים

**מרב ברק** מרצה בתחום האופרה, דוקטורנטית באוניברסיטת תל אביב ומדריכה טיולי מוסיקה באירופה.  
www.opusfocus.co.il, 052-3557676

# התמונה להמחשה בלבד\*



שמעוני פינקלשטין ברוק DRAFTFCB

\* היא באה להמחיש רכב יוקרה עם עיצוב מרהיב, עוצמה ו-7 מקומות במבצע מיוחד.

## רק 169,900 ש"ח במקום 188,900 ש"ח DODGE JOURNEY

מרווח פנים הגדול בקטגוריה | בעל 2 "בוסטרים" מובנים במושב האחורי | מיזוג אוויר לכל שורות המושבים | מושב נהג מתכוון חשמלי

אולמות התצוגה המרכזיים: תל אביב: טל. 03-6841300 • חיפה: טל. 04-6648100 • ירושלים: טל. 02-6717514 • פתח תקווה: טל. 03-9244944 • הרצליה פיתוח: טל. 1-700-704-300 • סוכנויות: באר שבע: טל. 08-6900950 • נפר סבא: טל. 1-700-700-860 • ראשון לציון: טל. 03-9414333

**מכשירי תנועה**  
מכונית טובה מבית טוב

**\*9445** לפרטים נוספים חייגו:

על פי מחירון 08/2013 \* המבצע בתוקף עד לתאריך 15.2.2014 או עד גמר המלאי, הקודם מביניהם. המחיר אינו כולל אגרת רישוי ואביזרים נלווים בהתקנה מקומית. התמונה להמחשה בלבד. ט.ל.ח.

דרגת זיהום אוויר מרכב מנועי\*



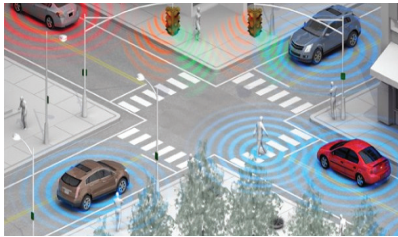
נתוני צריכת דלק בליטרים ל-100 ק"מ			
7.3	בינעירוני	12.9	עירוני

\* הדרגה מחושבת לפי תקנות אוויר נקי (גילוי נתוני זיהום אוויר מרכב מנועי בפרסומת), התשס"ט 2009 80/1268/EEC & 2004/3/EC תקן עפ"י בדיקת מעבדה.



מדור תירות ופנאי

טל אבן הבעלים של EVEN BETTER,  
ייעוץ וקניינות פרימיום Even Better



# “בחזרה לעתיד”

**מכוניות הנהגות עצמן:** כיום ישנן מערכות נהיגה עצמית ראשוניים שמאפשרות לנהג “לעזוב את ההגה” לשניות ארוכות, אך הוא נדרש עדיין לשבת במושב ולהיות ערני למה שקורה סביבו. זה אפשרי רק בכבישים מהירים, נטולי סיבובים חדים, והפתרון חלקי מאד. הטכנולוגיה העתידית תאפשר, כפי הנראה, לרכבים לנוע באופן אוטונומי מלא באמצעות מערכות שלומדות את תנאי הדרך, התמרורים והרמזורים, כמו גם את כל מה שנע מסביב. לנהג לא צפויה להיות עבודה רבה, והוא כנראה יהפוך להיות נוסע נוסף ברכב, הרכב יגיב באופן מהיר ומדויק יותר מכל נהג, מיומן ככל שיהיה. המערכות יזהו מפגעים, שלטים ותמרורים הרבה לפני שהעין האנושית תצליח להבחין בהם, ורוב התאונות לא יתרחשו. (הסטטיסטיקה מראה שכ-95% מהתאונות קורות בגלל טעות אנושית). פקקי התנועה יתקצרו, מאחר והרכבים ייסעו קרוב מאד זה לזה וינעו בקצב אחיד, ולא תהיה התופעה שנהג “חולם”, דעתו מוסחת בגלל שיחה שנכנסה, או כל סיבה אחרת שגורמת לתנועה להיות לא יעילה. הסנוניות הראשונות הן המכוניות של גוגל. מהנדסי החברה בחנו רכבים הנהוגים בעצמם, על פני מעלה מ-300,000 ק”מ במדינות נבאדה וקליפורניה, ארה”ב. המכוניות הצליחו, לצד צילומי כבישים, למפות שלטים ותמרורים, ולמצוא דרכים חלופיות.

**מידע והכוונה בזמן אמת על השמשה:** כיום ניתן למצוא ברכבים מסיימים מסכים ו-GPS, שמנחים אותנו איך להגיע ממקום למקום. רכבי יוקרה כוללים לעיתים תצוגה עילית, על גבי השמשה, הנותנת נתונים לגבי מהירות, תחנת הרדיו או מצב בקרת השיוט. הטכנולוגיה של העתיד לוקחת את זה הרבה קדימה, ובונה מפה המשוורטת על גבי השמשה הקדמית, בה מסומנים הנתיבים בהם צריך לנוע לפי היעד שלנו, מתי לפנות, מתי להאט, כמו גם נתונים בזמן אמת על רכבים שאנו פוגשים בדרך. ניתן יהיה ללמוד מהו המרחק מהרכב שלפני, והרכב ישמור על הנהג בהתאם. לסיכום, על פי הפיתוחים והמחקרים הנוכחיים, העתיד המוטורי צפוי להיות טכנולוגי מאד, כמעט רובוטי. רוב “עבודת הנהיגה” תעבור למוח מחשב, ייעשו כנראה הרבה פחות טעויות שעלולות להסתיים בתאונות, אך יש כבר מי שמתריע, שיחד עם זאת, גם חדות הנהיגה תסתלק לה מהעולם. זמן יגיד.

הכותב, עו”ד בהשכלתו, ניהל בעבר את מותגי היוקרה יגואר ואלפא רומיאו, וכיום הינו הבעלים של EVEN BETTER, ייעוץ וקניינות פרימיום tal@evenbetter.co.il , www.evenbetter.co.il , 054-6263748

השנה הייתה 1989. לאקרנים יצא השני בטריולוגיית “חזרה לעתיד”. בסרט, מרטי מק’פלי (מייקל ג’יי פוקס) משתמש ב”מכונית הזמן” האלמותית, הדלוריאן, ובסיועו של ד”ר אמט (כריסטופר לוי) התזזיתי, נוהג/טס אל עבר העתיד, ונוחת בשנת 2015.

הסרט, שמנסה לתת תמונה לחיים המוטוריים העתידיים בפאזה של מספר עשורים, מציג מכוניות מעופפות, מונעות מבערים אחוריים, סקייטבורדים מעופפים, וטכנולוגיות מוזרות עד גיחוך לעיתים, בליווי מוזיקה עתידנית. כיום, שנת 2014, רק שנה לפני המועד העתידי שם, ניתן לראות עד כמה הרכבים אכן התפתחו ב-24 השנים האחרונות, אך לא באופן התמים, הילדזתי והתיאטראלי שמוצג שם. במציאות שלנו, כשנדרשים יצרני רכב לתת תיאור כיצד יראה העולם המוטורי בעוד מספר עשורים, הכיוון ריאלי יותר, ונראה יותר כמו שיפורים של טכנולוגיה קיימת, או פיתוחים ברי השגה שכבר החלו לבחון אותם ולחקור אודותם, ופחות מופע הוליוודי ססגוני.

**תקשורת בין המכוניות:** פיתוח של תקשורת בין מכוניות (V2V- vehicle to vehicle) הכוללת ציפ המותקן בכל רכב, יאפשר לרכב לאתר רכבים שנמצאים סביבו, ולפענח מיקום, מהירות ואת כיוון התנועה שלהם, ברמת עדכון של חלקיק שניה. מפתחי המערכות הללו, שעובדת בשיטת הרשת האלחוטית, טוענים שבכך יופחתו מספר תאונות הדרכים בכ-80 אחוזים(!). בניגוד למערכות התרעה שקיימות כיום, המבוססות על רדאר או מצלמה, היכולות לאתר ולהתריע רק בקו ישר, בשיטה זו יכולים הנהג ורכבו לזהות רכבים גם מעבר לפנייה, סיבוב או צומת, להתריע ואף לבלום את הרכב באופן אוטומטי. יתרה מכך, לרכב תהיה האפשרות לזהות תמרורים, שילוט ורמזורים (V2I- vehicle to infrastructure), ובמידה והרכב מתקרב מהר מדי לכיוון רמזור עם אור אדום, הרכב יבלום עצמו בהתאם. לרכבים תהיה גישה למערכות הרמזורים ומועדי תחלופת האור, כך שניתן יהיה לחזות ולצפות רכב רז שמגיע מכיוון שונה, שאינו מתכוון לעצור באור אדום. האפשרות לתקשר עם מערכת הרמזורים תאפשר גם לרכבי החרום “להקדים” את האור הירוק שבכיוונם. וכן לכוון את מהירותם, גם אם תהא נמוכה מהמהירות המותרת, על מנת שיוכל לנוע ב”גל ירוק” מבלי להמתין. המערכת גם תוכל להתריע על רכב שבלם בחוזקה לפני הרכב שלפנינו, למשל, במקרה של משאית החוסמת את שדה הראייה ואין אפשרות להבחין אם הרכב שלפניה בלם, ותבלום עבורנו. יצויין, כי מאחורי פיתוח הציפיים שיאפשרו הפחתה דרמטית של מספר תאונות הדרכים והנפגעים, עומדת חברת Autotalks הישראלית - גאוה כחול לבן.



מדור תירות ופנאי

מיכל אריאלי

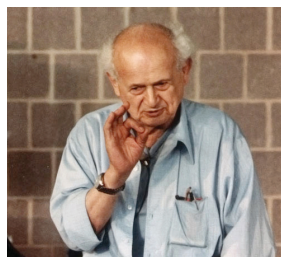


## ד"ר משה פלדנקרייז (1904-1984) - האיש ושיטתו

כמו ויליאם בייטס, גורדייף והיינריך יעקובי. בשנת 1951 הוזמן פלדנקרייז ע"י ד"ר חיים וייצמן, נשיא מדינת ישראל, לשוב לישראל על מנת להקים את האגף לאלקטרוניקה של צה"ל. הוא עסק בזאת בשנים 1951 עד 1953.

בשנת 1954 השתקע בתל אביב והחל ללמד את שיטתו. פלדנקרייז ביסס את שיטתו "שכלול היכולת באמצעות תנועה" בקבוצות הוראה בסטודיו שלו בתל אביב. בתחילת שנת 1957 נפגש פלדנקרייז עם דויד בן-גוריון, ראש ממשלת ישראל הראשון. בן-גוריון סבל אז מכאבי גב תמידיים. פלדנקרייז לימד את בן גוריון לעמוד על הראש ובן גוריון אמר כי מאז שלמד לעמוד על הראש, הוא עומד יותר יציב על הרגלים.

משה פלדנקרייז האמין כי כל אדם יכול לטפח את המודעות לגופו ובאמצעותה הוא מממש את יכולתו ומשפר אותה בכל תחום. הוא האמין שגוף ונפש מהווים אחדות, מכלול אחד שאינו ניתן לפירוק. שיפורים בתנועה יביאו, לפיכך, לא רק לשכלול יכולתו הפיסית



של האדם, אלא ישיפיעו גם עם יכולתו הרגשית, השכלית, התחושתית-על האשיות כולה. לדרך חשיבתו של ד"ר פלדנקרייז ולשיטתו יש השפעה הולכת וגוברת על כל התחומים העוסקים בלמידה ובהתנהגות האנושית. שיטתו קנתה לה מהלכים רבים בעולם, והיא נלמדת זה עשרות שנים על ידי ממשיכי דרכו ברחבי העולם. השיטה מבוססת על שלבי התפתחות האדם מתינוק לבוגר ועל יסודות האבולוציה. היא מסתמכת על עקרונות האנטומיה, הפיזיולוגיה ומערכת העצבים של האדם. על ידי שימוש בכל הגוף, במיוחד שיתוף חלקי מרכז הגוף (עמוד השדרה, האגן וחגורת הכתפיים) יתחלק המאמץ כך שכל פעולה תהיה יותר קלה. כשם שתנועתו והתפתחותו של התינוק מעוצבים בדרך של משחק, חיפוש, ניסוי וגילוי, כך האדם בכל גיל יכול לשפר את תנועתו ויציבתו על ידי התנסויות חדשות הנעשות בדרך של חיפוש וגילוי. בשיעורים אנו מבצעים את התנועות לאט או מהר מהרגיל. בכך אנו שמים דגש על מערכות השליטה השונות המשפיעות על התנועה ועל היציבה. אנו מפתחים את המודעות לתנועות ולתחושות במטרה שתשמש כלי לכל החיים. דרך הלמידה מבוססת על חיפוש והנאה ולא על תרגול מכאני או מאמץ. אין זו שיטת ריפוי. יחד עם זאת, אדם הלומד את שיטת פלדנקרייז לומד לארגן את גופו ותנועתו בצורה טובה ויעילה יותר, וכתוצאה מכך לא רק מתרחבת יכולת התנועה שלו אלא במקרים רבים מוקלים או נעלמים כאבים ומגבלות שמקורן בארגון לקוי של התנועה ושל הגוף, בטראומות או בהרגלים גרועים. הוא השאיר אחריו ספרים, תיעוד רב של עבודתו והקלטות של כאלף שיעורי תנועה העוסקים במגוון עצום של אפשרויות התנועה האנושית.

משה פלדנקרייז נולד ברוסיה, ובגיל 14 עזב את משפחתו ועלה לארץ ישראל. עד גיל 23 עבד כחלוץ בעבודות כפיים ותוך כדי כך גם סיים את הגימנסיה הרצליה ונבחן בבחינות הבגרות.

בשנים אלו החלה התעניינותו באומנויות לחימה והגנה עצמית. בספרו הראשון, "גיו ג'יטסו והגנה עצמית", סיכם את ידיעותיו והבנתו בנושא, והספר הופץ בין חברי "ההגנה". בשנת 1929 פרסם את ספרו השני "אוטוסיגסטיה". באותה שנה נפצע בברכו במשחק כדורגל, פציעה שגרמה לו להתעניין בעצמו ולהתחיל בפיתוח שיטתו הייחודית. בין השנים 1930-1940 חי בפריז, למד לתואר מהנדס אלקטרוניקה ומכניקה ועשה עבודת דוקטורט במדעים, בהנדסה ובפיזיקה יישומית מטעם אוניברסיטת הסורבון. כבר בשנת 1933 פגש את פרופ' ג'יגורו קאנו, מייסד הג'ודו המודרני ולמד אצלו ג'ודו. בחסותו ייסד פלדנקרייז את המועדון הראשון ללימוד ג'ודו בצרפת ובמערב. בשנת 1938 קיבל חגורה שחורה "דן 2".

כשהגרמנים עמדו לכבוש את פריס הצליח פלדנקרייז לברוח ללונדון (1940). הוא נשאר בלונדון עד 1946 בתפקיד קצין מדע במיניסטריון הצי הבריטי ועבד כפרויקט פיתוח אמצעי לחימה נגד צוללות.

ב-1942 פרסם ספר בשם "Practical Unarmed Combat" שהיווה מדרין להגנה עצמית, וספר נוסף בשם "Judo". בזמנו הפנוי לימד הגנה עצמית לאנשי הצוות שאיתם שירת. הבריחה מפריז, והעבודה על הסיפונים החלקלקים של הצוללות, עוררו את בעיית הפציעה בברך. רמת הטיפול הרפואי בפציעות ברכיים לא הייתה מספקת באותם ימים, ועודדה אותו לחפש ולמצוא דרכים וטכניקות לריפוי עצמי. הוא חיפש דרכים ללמד את עצמו דרכי הליכה חדשות, כדי לתפקד באופן מלא למרות הפציעה. חיפוש זה הוביל אותו למצוא פתרון לעצמו ולהבין יותר טוב את האופן בו לומד האדם ללכת, ואת התנאים והדרכים בהם הוא רוכש מיומנויות אחרות במהלך החיים מינקות עד בגרות.

במשך ארבעים שנות חייו הבאות פיתח ד"ר פלדנקרייז שיטה חדשנית ומקיפה לפיתוח היכולת האנושית באמצעות תנועה. ייחודו של פלדנקרייז הוא בכך, שגיבש שיטה יישומית, לימודית, המדגישה בתהליך הלמידה את ה"איך" בניגוד ל"מה". הוא החל להעביר סדרות של הרצאות על רעיונותיו החדשים והחל ללמד בקבוצות ניסוי קטנות.

כמו-כן, נתן שיעורים פרטניים לחבריו בעבודה.

בשנת 1949 התפרסם ספרו הראשון במה שייקרא מאוחר יותר שיטת פלדנקרייז: "הגוף והתנהגות בוגרת" או באנגלית: "Body and Mature Behavior" וספרו האחרון בנושאי ג'ודו: "Higer Judo".

בד בבד, השלים את לימודיו בשיטת אלכסנדר. כמו כן למד אצל מומחים



## מטבח זו לא מילה גסה

היום בשוק. על ידי אלימינציה אתה מקבל תמונה טובה יותר מה באמת מתאים לך לעומת שאיפות וחלומות לא ריאליים ביחס לחלל. במרוץ היום יומי המטורף שלנו אנו מנסים להיות יעילים יותר על מנת לחסוך זמן - וכך גם במטבח. השימוש במיקרוגל או במדיח כלים, הינם רק כמה דוגמאות לחיסכון בזמן בהכנת הארוחות.

כל יום חודרים מכשירי עזר משוכללים חדשים ומגוונים אל השוק כמו ברז חכם, מיקרוגל הפוך שמקרר תוך כמה דקות, קולט אדים מעוצב כמו תאורה וכדומה. לצד המכשירים והאביזרים, גם החומרים מתחדשים חדשות לבקרים ומשתפרים במידה משמעותית. יש מבחר גדול של חומרים עבור ארונות המטבח מסוגי עץ שונים ומפורמייקות למיניהן, פורניר, צבעי אפוקסי, פולימרים או זכוכית. משטחי המטבח גם הם מקבלים מראה חדש ומאופיינים על ידי פרקטיות, עמידות בחום, מגע

ויופי. רק אחרי שכל הפרמטרים האלו מתאימים ונכונים לנו ואנחנו מוכנים או מסוגלים להוצאה הכספית הכרוכה בכך אנחנו פונים למעטפת - לסגנון המטבח. גולדה מאיר הייתה אישה חכמה וידעה בדיוק למה היא מכניסה את היועצים שלה אל תוך המטבח שלה... כי מה שחשוב לזכור שלמרות המודרניזציה, החיים על הנתיב המהיר והרשתות החברתיות, אנחנו בסופו של דבר מחפשים את הביחד האמיתי, הרגוע, בפינה שלנו, וזה קורה לא פעם

במטבח שלנו ולא דווקא בסלון. קטן או גדול, מודרני או כפרי, מאובזר או לא. השיחות הכי אישיות עם חברה על כוס קפה בדלפק במטבח, הצחוק של הילדים מסביב לשולחן האוכל במטבח, ההכנות המשותפות עם המשפחה לקראת החגים... זה עדיין הלב הפועם של הבית!



**למרות הקידמה והפמיניזם, כאשר מדברים על מטבחים - מיד רובינו חושבים על נשים. זה המקום בו נשים היו מבלות את רוב שעות היום מאז שהמין האנושי התחיל לבשל לפני כמיליון שנה, עד שעם המודרניזציה והפמיניזם נשים החלו לצאת לשוק העבודה ולחלוק את המטבח עם אנשים אחרים במשק הבית.**

מאז אותו מטבח ראשון, עברנו דרך ארוכה וגם סוגי הבישולים השתנו, והיום הכל הרבה יותר נקי, יותר מהיר, יותר נוצץ ויותר פרקטי. כאשר אנו ניגשים לתכנון המטבח נשאלת השאלה למי המטבח מיועד? מה התפקיד שהמטבח אמור לספק לאדם שישתמש בו ומה הצרכים שלו? האם אתה

סטודנט רווק בדירה קטנה? האם אתם זוג עם שלושה ילדים? זוג פנסיונרים חובבי בישול? או אשת קריירה שגרה לבד בדופלקס מפואר בצפון תל אביב? חשוב לבדוק האם אתה אוהב לבשל? האם אתה אוכל רוב הזמן בחוץ? האם אתה מארח הרבה? צורת החיים, המעמד המשפחתי והמעמד הסוציאקונומי נותנים לנו הרבה תשובות עוד לפני שניכנס לנושאים כגון העדפות וחלומות. שאלות חשובות שכדאי לשאול את עצמך:

האם אתה רוצה לאכול בתוך המטבח או רק בחדר אוכל? האם אתה שומר כשרות?

האם יש לך תחביבים מסוימים שכדאי להכליל בתוך המטבח (כמו למשל מקרר יינות לאוהבי היין)?

כמה בשלנים יש בבית, וכמובן מה התקציב. עם תנועת שחרור האישה בשנות ה-60, השתנה גם סוג המטבח. אנחנו רואים שהמטבח המודרני מתחיל להיות יותר פתוח ואף הפך לחלק אינטגרלי מהחלל הציבורי בבית והאישה כבר לא צריכה "להתחבא". צורת מערך המטבח תלוי בראש ובראשונה בצורת מבנה החלל. לא כל מערך מתאים לצורת הקירות, ובנוסף צריך להתחשב בצורת החיים של המבשל:

האם נווץ לך מטבח עם אי, מטבח פרללי בו אתה מבשל מול האורחים, או אולי מטבח "ח" או "ר"? המון שאלות עולות, אך הן מצמצמות לנו באופן משמעותי את האפשרויות הרבות שפותחו במשך השנים ושנמצאות

**תמר פרוידמן**, מעצבת פנים, הום סטיילינג ומנחת סדנאות עיצוב מציעה עיצוב כולל, מהתכנון ועד לביצוע מתחייבת לשירות מצויין, עמידה בזמנים ודיוק מירבי בכל פרויקט ופרויקט

www.itzuvpnim.com

© כל הזכויות שמורות לתמר פרוידמן (2013)

# Finansim

פיננסים המכון לבעלי תפקידים בשוק ההון



## קונגרס מנהלי השקעות ערך



קונגרס מנהלי השקעות ערך הינו מקום המפגש של משקיעי ערך מתוחכמים ומנהלי השקעות ותיקים ומנוסים הדוגלים בגישת הערך. סגל המשקיעים האיכותיים שלנו מתכנסים מדי רבעון להציג את רעיונות ההשקעה העכשוויים שלהם. מטרת המפגש הינה לדון ברעיונות השקעה ספציפיים, להחליף דעות, להכיר ולשתף משקיעים בגישות חדשות בתחום. הקונגרס הראשון מיועד לקראת סוף שנת העבודה.

לרשימת מנהלי ההשקעות המרצים בקונגרס שכבר הצטרפו - לחצו על באנר הקונגרס בדף הבית "פיננסים המכון לבעלי תפקידים בשוק ההון" [www.finance-inst.co.il](http://www.finance-inst.co.il)

## הצטרפו לעמיתי מגזין הבנקאות הפרטית

"מגזין הבנקאות הפרטית" מרכז עבור אוכלוסייה ייחודית זו את הנושאים הקשורים לצד הפיננסי כמו גם נושאים הקשורים לתרבות הפנאי וסגנון החיים התואם בצורה עדכנית ומקצועית. המגזין יוצא לאור מדי רבעון ומדוור ללקוחות הבנקאות הפרטית לביתם, במקביל מפורסם המגזין באתר.

לקוחות הבנקאות הפרטית, יכולים להירשם על מנת לקבל לכתובתם האישית את המגזין בעותק מודפס. "מגזין הבנקאות הפרטית" עורך מדי חודש כנסים ייחודיים ובלעדיים ללקוחות הבנקאות הפרטית, כנסים אלה נערכים בפריסה ארצית בנושאים עדכניים ורלוונטיים לתחומי העניין של הלקוחות. הנושאים בכנסים מועברים על ידי טובי המומחים בתחומים השונים.

ההשתתפות עבור לקוחות "מגזין הבנקאות הפרטית" בכנסים היא ללא עלות, אך כרוכה ברישום מוקדם עקב מספר מקומות מוגבל. ניתן להירשם לכנסים, הן באתר המגזין והן ברישום והצטרפות לניוזלטר המופץ מידי חודש לכתובת האלקטרונית.

הצטרפות לעמיתי "מגזין הבנקאות הפרטית" מיועדת לאוכלוסיית הבנקאות הפרטית כהגדרתם בבנקים במדינת ישראל ובעולם. ההצטרפות, מקנה זכות לקבל דיור מייל חודשי של ניוזלטר בנושאי תרבות ופנאי וכן הזמנה לכנסים ייחודיים בגלריות, מוזיאונים ואתרי תרבות ופנאי נוספים, בכנסים אלה יתקיימו מפגשים והרצאות מעניינות במגוון תחומים.

כמו כן, יזכו עמיתי "מגזין הבנקאות הפרטית", מעת לעת להטבות משמעותיות בתחומים שונים, שלא כמו במסגרת מועדוני צרכנות, הטבות אלה מותאמות לאוכלוסיית עמיתי המגזין.

### הטבות קיימות לעמיתי המגזין

- הטבה בתנאי חשבון ההשקעות בכל בנק
- פטור מדמי השתתפות בעלות בכנסים
- הזמנה והשתתפות באירועי הגלריות של המגזין
- קבלת מגזין רבעוני מודפס ללא עלות
- חו"ד ללא עלות לגבי הרכב תיק ההשקעות בבנק
- הטבת הנחה ביעוץ אישי לתיק הפנסיוני



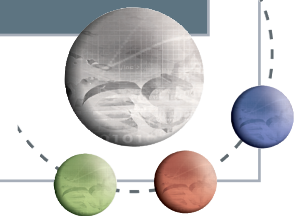
להצטרפות למתאימים - הכנסו לדף הבית

[www.p-b-m.co.il](http://www.p-b-m.co.il)

הוקישו על באנר ההצטרפות.

או לחילופין סרקו את ה-QR ושלחו פרטים.

לפרטים נוספים ו/או לקביעת פגישה אישית לא מחייבת:  
[www.finance-inst.co.il](http://www.finance-inst.co.il) ,07777-83000



# הועידה השנתית של קרנות הגידור למשקיעים כשירים ולמשקיעים מוסדיים

19 בפברואר 2014 ב- "סטוקו"

09:00-08:30	התכנסות, רישום וארוחת בוקר
10:30-09:00	מנחה עו"ד עודד קרייזל - רקע והיבטים משפטיים בפעילות וההשקעה בקרנות הגידור
	הלנה סטורם, רו"ח, משרד רוה-רביד נאמנים לקרנות גידור - הפרקטיקה המקובלת ודגשים למשקיעים
	משרד רו"ח ארנסט אנד יאנג - מגמות בשקיפות קרנות נאמנות ומגמת דמי הניהול בענף
	מוני פלר, הפניקס הישראלי - שימוש בפוליסת השקעות להשקעה בקרנות גידור
10:30-11:00	הפסקת קפה
	מנחה ד"ר איתי גלילי, מנכ"ל פיננסים ניהול הון פרטי - הצגת אסטרטגיות השקעה בקרנות גידור
11:00-13:00	אלון אידן, דימונד קפיטל - אסטרטגיות השקעה בנגזרות אשראי
	אריאל בינו, שותף מנהל - טעויות בהשקעות ומה למדנו מהן
	<b>Emerald Diversified fund of funds</b> - Creating an in investment portffolio
	<b>Emika Partners</b> איתמר ניר, מנהל הקרן - מסחר במניות מבוסס אלגוריתם
	אסף נתן, שותף מנהל, עדן - אלפא שותפויות - החלטות יוצרות ערך
13:00-14:00	הפסקה וארוחת צהריים
14:00-16:00	אלון כץ קרן אלדין - הסיכון הסביר
	לירון מנור, קאפרה קפיטל - שנת 2014, המטוטלת של הערך
	איתי דביר, <b>Plotkin Financial Advisors</b> - השקעה בקרנות ריט לא סחירות בארה"ב
	<b>Mr. Gary Mutan, Montreux</b> - OLD AGE, It's only a matter of time
	איתמר עדן מייסד ומנהל ההשקעות של קריפטונייט - אלגו טריידינג איך עושים את זה נכון
	קובי חזן, שותף מנהל קרן אמידה ישראל - התיק המנצח
	הרצאת אורח - פרופ' נתן זוסמן, מנהל מחלקת המחקר בבנק ישראל

לפרטים ורישום - [www.finance-inst.co.il](http://www.finance-inst.co.il)

## הכנס בחסות:

