

# מגזין הבנקאות הפרטית

ינואר 2016

מחיר: 40 ש"ח

תכנון כלכלי של העיזבון בכפר הגלובלי  
אבירם הנדל - עמ' 26

מסע פורשה חוצה אירופה  
טל אבן - עמ' 30

נדל"ן אמריקאי - היווצרותו של  
מכשיר השקעה ותחזיות לשנים הבאות  
עופר מושקוביץ - עמ' 6

על לקחי השנה שחלפה  
צבי סטפק - עמ' 20

תמונת השער:

היופי והחן בשבטי עמק האומו באתיופיה  
- תכשיטים, קישוטים ועיטורי גוף.  
תערוכה מאת אושיק פלר - עמ' 32

# ייעוץ השקעות מתקדם ללקוחות הבנקאות הפרטית

נסיון, אובייקטיביות, מצויינות ומוצרים מתקדמים

## בנקאות פרטית זה פיננסים

### 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.

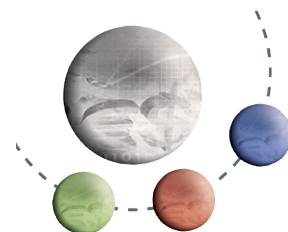
יועצי השקעות ותיקים ומנוסים בונים אסטרטגית השקעות ללקוח על פי הצרכים הספציפיים המוגדרים מראש כגון: יעוד הכסף, מגוון סיכוני השקעה, שווקים בישראל או בחו"ל וכו'.



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

מה ניתן ללמוד מהנפקת תעודת סל המתמחה בריפוי סרטן?  
ד"ר איתי גלילי, פיננסים ניהול הון פרטי  
4 נדל"ן אמריקאי - היווצרותו של מכשיר השקעה ותחזיות  
לשנים הבאות  
6 עופר מושקוביץ, פיננסים ניהול הון פרטי  
סקירה - תחזית לשנת 2016  
10 מיכל יוזפסון, מנהלת מערך ייעוץ השקעות פיננסים ניהול הון פרטי  
הפחתת שיעור המע"מ נראה כפתרון מפתח לטווח המידי,  
אך אינו כזה לטווח הארוך!  
14 רו"ח ראובן שיף, RSM שיף הזנפרץ ושות' רואי חשבון  
השקעה באג"ח קונצרני בחו"ל  
16 אריאל מולדובן, פסטרנק שהם  
ראש לשועלים או זנב לאריות  
18 אלון אידן, דימונד קפיטל  
על לקחי השנה שעברה  
20 צבי סטפק, יו"ר מיטב דש השקעות בע"מ  
כיצד משפיעים רגשות על תהליכי למידה וזיכרון במוח?  
22 ד"ר שלמה וגנר, אוניברסיטת חיפה  
גורמים ופתרונות לבעיות גב בגיל היפה  
24 ד"ר אריק טוויל  
תכנון כלכלי של העיזבון בכפר הגלובלי  
26 אבירם הנדל  
הטאג' מאהל  
28 גילי חסקין  
מסע פורשה חוצה אירופה הוא אחד המסעות המענגים ביותר  
שכסף יכול לקנות.  
30 טל אבן, Even better  
היופי והחן שבשטי עמק האומו באתיופיה  
- תכשיטים, קישוטים ועיטורי גוף.  
32 תערוכה מאת אושיק פלר

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

קוראים יקרים,



סוף סוף, אחרי שנים, הריבית בארה"ב עולה. זו הצהרה שהכלכלה החזקה בעולם התייצבה וצומחת. גם האמירה שהתואי הצפוי הוא עליה נוספת מתונה ב-2016 היא אמירה אופטימית ומפיגה חששות. אני מקווה שגראה התפתחות דומה גם בכלכלה הבריטית בחודשים הקרובים. אין בכך כדי להסיר את חוסר הוודאות ששורר בשוקי הכספים בעולם. אנחנו עדיין בסביבת ריבית אפסית, כלכלות רבות בסטגנציה ושוק הנפט בטלטה. שנת 2015 הייתה שנה לא פשוטה למשקיעים בארץ ובחו"ל עם תשואות ראליות נמוכות אך לא שנה משברית. גם שנת 2016 צפויה להיות שנה מאתגרת אך הסימן הראשון שקבלנו מארה"ב בהחלט מעודד.

כדי להקטין סיכונים בתיק ההשקעות המסורתי אני עדיין בדעה שיש מקום להקצות חלק מהתיק גם להשקעות אלטרנטיביות (כגון קרנות גידור) שהיו בעבר נחלת משקיעים מוסדיים או בעלי הון רב. ניתן לבחון כלים נוספים כגון השקעה בקרנות או תיקים המעמידים הלוואות צרכניות (Peer to Peer) והלוואות לזמן קצר לעסקים קטנים ובינוניים. אלה מתפתחים במהירות כאלטרנטיבה למערכת הבנקאות בארה"ב ובאנגליה ויש התחלות באירופה ובישראל.

באותו הקשר מעניין לעקוב אחר יוזמות משרד האוצר בנושא האשראי הצרכני בארץ. כן, הגיע הזמן לפרק את המונופול הבנקאי בתחום זה. צריך לשפר את נגישות הציבור לאשראי ובמחירים סבירים יותר. מכאן ועד הפיכת הנושא לדבר החשוב בכלכלת ישראל ולעיתות עם בנק ישראל זה מוגזם. יש עוד מספר בעיות שדורשות טיפול כגון יוקר המחיה, רווחה, תקציב הביטחון וכו' וכו'. לפני שנה שנתיים שמענו טענות שצריך לעצור את חגיגת האשראי ועכשיו זה הפך לנושא מרכזי בכלכלה אבל בכון הפוך. (מעניין מה המקורות לרכישות השיא של מכוניות חדשות ב-2015. אני ממליץ להיזהר מזרימת הפקרות מוחלטת שבסופו של דבר לא תשרת את הצרכנים. יש בהחלט מה לעשות אבל המהירות/פזיזות היא מהשטן.

## מגזין הבנקאות הפרטית

עורך ראשי: אייל גור אריה  
מנהל המכירות: אייל קמר  
מנהלת פרסום: תמי שרגוביץ, טל: 07777-83055, 07777-83055-054-4739374  
עיצוב והדפסה: אבי בלוק ואורית זיו-בלוק facebook.com/grouprint  
מנכ"ל: ד"ר איתי גלילי  
מו"ל: קבוצת פיננסים גג בע"מ  
07777-83044, פקס: 07777-83045  
דוא"ל: service@finance-inst.co.il

www.bankautpratit.co.il

כל הכתבות המקצועיות במגזין זה, נועדו לשם מסירת מידע בלבד, ובשום אופן אין לראות בהן חוות דעת, הצעה, המלצה או יעוץ/שיווק לרכישה ו/או החזקה ו/או מכירה של ניירות ערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בהן. הסקירות מתבססות על מידע אשר פורסם לציבור, אשר הכותבים ומ"ל המגזין מניחים כי הוא מהימן וזאת מבלי שביצעו בדיקות עצמאיות לכירור מהימנות, דיוק ושלמות המידע. המידע המופיע בכתבות המגזין, אינו מתיימרות להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע פוטנציאלי ואינו מתיימרות להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בהן. המידע הפרטי 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, ליעוץ/שיווק השקעות המתחשב בנתוניו וצרכיו המיוחדים של כל אדם. הכותבים ומ"ל 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 למהימנות, דיוק ושלמות המידע המפורט בכתבות ובסקירות. יובהר להלן כי הכותבים וכן המ"ל, 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 והמ"ל אינם מתייבאים ואין בסקירות ובכתבות משום התחייבות להשתתף 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 לזד, להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן, להדפיס, לצלם, להקליט או להעתיק את הכתבות, באופן מלא או חלקי, מבלי לקבל אישור מראש ובכתב.



# מה ניתן ללמוד מהנפקת תעודת סל המתמחה בריפוי סרטן?

מהחדשים האחרונים אשר התפרסמו במדור הבריאות של וואלה:

"תינוקת בריטית שלקתה בסרטן הדם והייתה על סף מוות, החלימה מהמחלה בתוך חודשים בודדים בזכות טכנולוגיה חדשנית בתחום האימונותרפיה (כוונן מערכת החיסון לתקיפת תאי הסרטן) - כך דיווחו רופאים בסוף השבוע האחרון. התינוקת, ששמה ליילה ריצ'רדס, היא המטופלת הראשונה אי פעם להתנסות בסוג זה של טכנולוגיה. מדובר בשימוש אוניברסאלי ראשון מסוגו בתאי מערכת החיסון מסוג T, כך שיתקפו את תאי סרטן הדם (לוקמיה), אבל לא יהיו ספציפיים רק לאדם שלו ניתן הטיפול. "מדובר בתוצאה יוצאת דופן", הצהיר הרופא שטיפל בתינוקת, פרופ' וואסים קוואסים, בראיון עם הניו יורק טיימס.



תמונה תחתונה: ג'ימי קרטור

הטכנולוגיה החדשה הנה גרסה מתחכמת של CAR-T - טכנולוגיה של אימונותרפיה שכבר נמצאת בשלבי ניסוי מתקדמים. במקרה של ליילה, מדובר בפעם הראשונה שבה תאי T אינם נלקחים מגופו של המטופל ומותאמים לתקופ ספציפית את הסרטן שלו, אלא מהונדסים לתקוף תאי לוקמיה באופן אוניברסאלי. המשמעות: הטיפול נהפך לתרופה שניתן ליישם בקליניקה.

בשנים האחרונות הורגלנו לשמוע באופן תדיר על הנפקות של תעודות סל בחו"ל ובישראל במגוון אסטרטגיות מגוונות ומתחכמות. עיקר האסטרטגיות שהונפקו עסקו במדדי מניות מחלקות דיבידנד, מסחר אלגוריתמי ואסטרטגיות מדדים בהם משקל שווה למניות (בניגוד לשווי שוק). לעיתים יש הנפקה חדשה של ענף או תת ענף אשר יכול לצמוח באופן ניכר בשנים הקרובות. אחת מההנפקות הידועות הן בתחום הסייבר. למרות שמרבית החברות בתחום הינן ותיקות ונרשמו למסחר בנאסד"ק לפני שנים, תעודת סל ייעודית לתחום (HACK) הונפקה בארה"ב לפני כשנה וחצי ולמעשה ייצרה אפשרות השקעה ממוקדת למאמינים בצמיחת רווחי החברות בתחום. מנפיקי תעודת הסל

מעוניינים לאתר את הביקוש המקסימלי לתחום מסוים ולהנפיק עבורו תעודת סל ייעודית. השנה, לראשונה הונפקה תעודת סל אמריקאית העוסקת בתת תחום בענף הרפואה - ריפוי סרטן.

בשנים האחרונות אנו הולכים ונחשפים לידיעות אודות התפתחויות מהותיות בתחום המאבק במחלת הסרטן. להלן שתי דוגמאות

התרופה שקיבל קרטור קרויה pembrolizumab והיא כלולה בסל התרופות בישראל

בניגוד לכימותרפיה, הטיפולים באימונותרפיה מכוונים למטופל ולא המחלה עצמה. הם מסייעים למערכת החיסונית של המטופל להגיב כנגד התאים הסרטניים ולחסל אותם, מסביר ד"ר הנדלר. "התגובה המצוינת של גימי קרטור היא לא דבר מפתיע ואנחנו רואים תגובות טובות ביחס לטיפול הזה".

שוק ההון האמריקאי אינו אדיש להתפתחויות בזירת המחקר של מחלת הסרטן. ברבעון האחרון הונפקה לראשונה תעודת סל העוקבת אחר ביצועי 30 החברות הפרמצבטיקה (30% מהחברות במדד) והביו טכנולוגיה (70% מהחברות במדד) העוסקות בחזית המחקר בתחום:

Loncar Cancer Immunotherapy ETF (CNCR) ההצלחות הראשונות בתחום האימונותרפיה יוצרות פוטנציאל שוק של עשרות מיליארדי דולרים אליו מכוונות החברות הכלולות במדד. עיקר ההצלחות הינן בתחום סרטן הערמונית, וסרטן העור. יחד עם זאת צפויות התפתחויות חיוביות במגוון רחב של מחלות סרטן. היתרונות בשיטת ריפוי זו הנה שביכולתה לא רק להאריך חיים אלא לרפא. לא פחות חשוב - תופעות הלוואי אינן קשות כמו התרופות הכימותרפיות (כך מאפשרות איכות חיים הרבה יותר טובה). לבסוף, ניתן לשלב את שיטות הריפוי אלו יחדיו עם תרופות אחרות ולהגיע לפוטנציאל ריפוי גבוה יותר לתרופות קיימות.

**חשוב לציין שהאתגרים עדיין רבים וקשים: לא כל המטופלים מגיבים לטיפול. עלויות הטיפול יקרות והטיפול אינו אחיד לכלל המטופלים. כישלונות בניסויים הקליניים צפויים לגרום לתנודתיות חריפה במניות המרכיבות את המדד ויכולים להיווצר הפסדי הון כבדים. עיקר תקוותנו שבשנה הקרובה ביצועי המדד יהיו יוצאי דופן לטובה וזאת לא בשל ביקוש ספקולטיבי אלא בזכות תוצאות קליניות טובות אשרי יספקו בשורה למיליוני חולים בעולם.**

**ידיעה אחרת מחודש דצמבר באותו מדור עסקה בהתגברותו של גימי קרטור מסרטן:**

"עד לפני כחמש שנים בנאדם בגילו של קרטור לא היה יכול לקבל שום טיפול תרופתי", מסביר ד"ר הנדלר, "הסיבה היא כי עד לפני חמש שנים הטיפול היחיד למלנומה גרורתית היה מבוסס על כימותרפיה עם שיעורי תגובה די עלובים שעמדו על כ-15 אחוז וטיפולים יותר יעילים לא היו מתאימים לאדם בגילו". לדבריו, במהלך החמש השנים האחרונות הטיפול במלנומה עבר סוג של מהפך. כיום יש שבע תרופות חדשות, ביניהן הטיפול שהנשיא קרטור קיבל שהוא טיפול באימונותרפיה שהוא בעל שיעורי הצלחה גבוהים יותר, ועם סיכוי לתגובה ארוכת טווח שאפילו יכולה להשיג ריפוי מלא של המחלה.

COMPANY WEIGHTINGS				
Click here for stock quotes			As of 10/9/2015 close	
Company Name	Ticker Symbol	Primary Approach to Immunotherapy	Index Weighting	
1	ZIOPHARM Oncology	ZIOP	CAR-T, IL-12	5.04%
2	Kite Pharma	KITE	CAR-T, TCR	4.85%
3	Celgene	CELG	CAR-T, Checkpoint Inhibitors	4.64%
4	Incyte Corporation	INCY	Checkpoint Inhibitors	4.42%
5	Pfizer	PFE	Checkpoint Inhibitors, Allogeneic CAR-T	4.34%
6	AstraZeneca	AZN	Checkpoint Inhibitors	4.33%
7	Amgen	AMGN	BiTE Immunotherapy	4.23%
8	Bristol Myers	BMJ	Checkpoint Inhibitors	4.22%
9	Novartis	NVS	CAR-T, Checkpoint Inhibitors, STING	3.99%
10	Merck	MRK	Checkpoint Inhibitors	3.89%
11	Tesaro, Inc.	TSRO	Checkpoint Inhibitors	3.60%
12	Juno Therapeutics	JUNO	CAR-T, TCR	3.53%
13	NewLink Genetics	NLNK	Cancer Vaccines, Checkpoint Inhibitors	3.43%
14	Oncothyreon, Inc.	ONTY	Cancer Vaccines	3.32%
15	Atara Biotherapeutics	ATRA	Cytotoxic T Lymphocytes	3.26%
16	MacroGenics, Inc.	MGNX	DART Platform	3.14%
17	Inovio	INO	Cancer Vaccines	3.08%
18	Five Prime Therapeutics	FPRX	Checkpoint Inhibitors	3.04%
19	Aduro BioTech	ADRO	Bioengineered Bacteria, STING	2.95%
20	Collectis	CLLS	Allogeneic CAR-T	2.92%
21	Lion Biotechnologies	LBIO	Tumor Infiltrating Lymphocytes	2.76%
22	Northwest Biotherapeutics	NWBO	Cancer Vaccines	2.73%
23	Sorrento Therapeutics	SRNE	CAR-TNK, Various	2.67%
24	Bellicum Pharmaceuticals	BLCM	CAR-T, Cancer Vaccines	2.47%
25	Immune Design	IMDZ	Cytotoxic T Cells	2.40%
26	Agenus, Inc.	AGEN	Checkpoint Inhibitors	2.29%
27	Celldex Therapeutics	CLDX	Cancer Vaccines	2.24%
28	bluebird bio	BLUE	CAR-T	2.13%
29	Adaptimmune Therapeutics	ADAP	T Cell Receptors	2.05%
30	Advaxis	ADXS	Bioengineered Bacteria	2.02%



# נדל"ן אמריקאי - היווצרותו של מכשיר השקעה ותחזיות לשנים הבאות

בגודלו לאחר באפט, כך שהאורקל מאומהה נמצא בחברה טובה ( תרתי משמע). עסקה זו הינה אחת מני רבות בשוק הנדל"ן האמריקאי, ומהווה הזדמנות טובה לבחון את הגורמים להפיכתו של שוק הנדל"ן בארה"ב לאפיק ההשקעה הרביעי לאחר מזומן, אג"ח ומניות.

סקירה של אוניברסיטת וורטון (Wharton real estate review) בחנה את הגורמים להגדלת הנזילות בשוק הנדל"ן האמריקאי:

1. משבר נדל"ן בשנות ה--90 הוביל לבעיות במתן אשראי לנדל"ן. הבנקים עודדו להקטין חשיפה לענף, לסגור הלוואות ולעקל נכסים. כתוצאה מכך בעלי הנכסים עמדו בפני איבוד נכסיהם כיון שלא היה מקור מימון חדש. הברירות היו הליכה לפשיטת רגל או למכור עצמם לציבור. בין השנים 1992-1997 שוק הEquity REIT גדל פי 13! מ10 מיליארד 128 מיליארד דולר. כיום יותר מרבע מההון



המושקע בנדל"ן בארה"ב מגיע מחברות הריט הציבוריות.

2. דילמת מנהל ההשקעות - מאז שנות ה-80 הרבית בארה"ב נמצאת במגמת ירידה מתמשכת. כאשר רבית שטרי האוצר ל-10 שנים נמצאת ברמה של כ-2%, הרמה הנמוכה מאז מלחמת העולם השנייה. למרות זאת קהילת ההשקעות העולמית עדיין שבויה ביעדי תשואה של 7%-8%. עובדה זו הובילה מנהלי השקעות של קרנות פנסיה, קרנות אוניברסיטאיות ומוסדיים אחרים לחפש עולם של השקעות אלטרנטיביות על מנת להוסיף מעט סיכון, אך גם תשואה לתיק ההשקעות. מאמצים אלו העלו את הביקוש למוצרי נדל"ן נושאי תשואה גבוהה. בעוד שהמשקיעים

בתאריך 10/12/2015 קנה וורן באפט בחשבונו האישי ( לא באמצעות בירקשייר האת'אוי ) נתח משמעותי מחברת Seritage Growth Properties (SRG). החברה הינה ספין אוף של ענקית הקמעונאות (הנמצאת בקשיים) סירס. נכסי הנדל"ן של סירס פוצלו לחברה 2. החברה בנויה כחברת ריט המחויבת לחלק לפחות 90% מרווחיה למשקיעים . אמנם בירקשייר אינה מחלקת דיבידנד, אבל באפט בהחלט ידוע כאחד שמשקיע בחברות המחלקות דיבידנד. באפט אינו המשקיע הגדול היחיד שהשקיע בחברה. המשקיע הגדול ביותר הינו Fairhome Capital Management, המנוהלת ע"י משקיע הערך ברוס ברקוביץ וקרן הגידור Citadel הינה המשקיע השלישי



המוסדיים המקוריים התרכזו בעיקר בנדל"ן נושא הכנסה, הרי שבשני העשורים האחרונים המגמה המובלת ע"י מנהלי הקרנות האוניברסיטאיות הינה חלוקה בין נדל"ן נושא הכנסה, עליות ערך ואסטרטגיית הזדמנותיות.

**3. זרימת הון מעבר לים** - עד לשנים האחרונות הון זה הושקע בדרכים עקיפות באמצעות קרנות הון פרטי, קרנות ריט ומכשירי השקעה אחרים, אך ככל שהון זה גדל בהיקפיו ובתחכום שלו, החלה מגמה בקרב קרנות זרות לרכוש באופן ישיר ואקטיבי נדל"ן בארה"ב. מגמה זו החלה עם קרנות פנסיה הממוקמות קרוב לארה"ב אבל משקיעים מאסיה, המזרח התיכון ואירופה הופכים בהדרגה שחקנים פעילים בשוק (ישראל כמוכן חלק ממגמה זו), וככל שהמגמה תימשך, תהיה לה השפעה ברורה על התעשייה.

**4. חדשנות טכנולוגית** - עזרה למשקיעים חדשים להתגבר על המכשול הגדול ביותר שעמד בדרכם: העדר שקיפות. עד לא מזמן ספקי נתונים חיצוניים לא היו קיימים ולכן ברוקרים ומשקיעים נאלצו ללקט בעצמם

את הסטטיסטיקה אודות עסקות בשוק הנדל"ן. העדר נתונים אלו הקשה על המשקיעים לקבל החלטות השקעה, בעיקר עבור משקיעים מחוץ לתעשייה. הופעתם של אתרים און ליין כמו Red Capital ו-Co-Star Analytics כמו גם האינטרנט עצמו שינו באופן דרמטי את התעשייה ע"י מתן מידע מדויק ובזמן וגישה אפשרית לכל המשקיעים. אימוץ כלים כמו תוכנת Argus ע"י התעשייה הובילו להגדלת העקביות בחתמות.

**5. גידול בקרנות REIT ו-CMBS הציבוריות** - הובילו לדרישות בדיקה קפדניות על התעשייה והגברת השקיפות לחברות הציבוריות ומלווים ועמידה בדרישות דיווח נוקשות. כמו כן האנליסטים המסקרים את קרנות הריט, עזרו גם הם לשפוך אור נוסף על התעשייה. כל הגורמים האלה עזרו להקטין את חסמי הכניסה של משקיעים חדשים לענף, ובכך פתחו את אפשרות ההשקעה הישירה בנדל"ן למגוון רחב יותר של הון ומשקיעים.

**לקחים שנלמדו** - תעשיית הנדל"ן התפתחה מאוד במהלך שני העשורים האחרונים. היא הפכה ליותר דינמית, שקופה וערוכה לשינויים. למרות זאת ניתן להפיק הרבה לקחים מהבעיות שצצו במהלך התקופה.

לקח משמעותי ראשון שנלמד הוא שלנגישות לכלי השקעה מגוונים יש שני צדדים:

בצד החיובי זמינות כסף ציבורי ופרטי הוכחה כחבל הצלה עבור

התעשייה, מאחר ולעתים כלי הנזילות המסורתיים לעתים נסגרים לאחד אבל פתוחים לאחר. בשנת 2009, לאחר המשבר הקשה בשנה הקודמת, שוק הנדל"ן הפרטי היה משותק. בעלי הבתים נזקקו בדחיפות לנזילות שלא סופקה להם. לעומת זאת, שוק המניות והחוב הציבורי איפשר לקרנות הריט לגייס יותר מ-30 מיליארד דולר, ובכך לא רק עצם הגיוס היה חשוב (שכן עסקות בשוק הפרטי היו משותקות), אלא גם הערך שלפיו גויס ההון. הנזילות היומית של קרנות הריט וה-CMBS סיפקה תחושת כיוון לאן הולך השוק. ע"י כך התאפשרה גם לתעשייה דרך יציאה מהמשבר הקשה שפקד אותה.

בצד השלילי של הנגישות להון, הפך שוק הנדל"ן להיות קשור יותר לשווקים הפיננסיים והמתאם עם נכסים פיננסיים אחרים עלה, ובכך הסיר את אחד היתרונות הגדולים של הנדל"ן. בנוסף, לשוק הנדל"ן יש גלי עליות אך גם ירידות והתחרות עם נכסי השקעה אחרים מובילה לתנודתיות מוגברת.

לקח נוסף שניתן ללמוד הינו חשיבות המשמעת כאשר משתמשים במינוף. תעשיית הנדל"ן ממונפת יותר מתעשיות אחרות אבל יש לבצע בדיקות קפדניות מאחר והמינוף הגבוה עלול להיות הרסני. בנוסף, מודלים פיננסיים הנכונים לתעשיות רבות עוזרים לדרג סיכונים של חוב ע"י שימוש ביחס כיסוי חוב ויחס הלוואה לערך נכונים בחלקם גם לתעשיית הנדל"ן אך לא רק. ישנם גורמים נוספים המשפיעים על תעשיית

# נדל"ן אמריקאי - היווצרותו של מכשיר השקעה ותחזיות לשנים הבאות

המשך מעמ' קודם <<

Preferred Equity הפכו כלי יעיל להקטין הבדלי דעות על ערך על ידי כך שנותנים וודאות גבוהה יותר על ידי תזרים גבוה לקונה, כמו גם מתן אפשרות למוכר להשתתף בעליית שווי המניה.

צפוי שבשנים הקרובות נראה עוד מבנים יצירתיים המשלבים מאפיינים של חוב ומניות.

**תחזית 3** - בעלות ציבורית על נדל"ן תמשיך לעלות. במהלך 20 השנים האחרונות הזרמות ההון לקרנות הריט הציבוריות גדלו ביציבות. היוצא מן הכלל הוא בשנים 2006-2008, כאשר עלות ההון היתה נמוכה מאוד ועודדה פעילות פרטית. מאז הזרמות ההון לקרנות הריט גברו שוב. קרנות ריט הן דרך פשוטה מאוד למשקיעים להיחשף לשוק הנדל"ן. הן מציעות למשקיעים תמחור ונזילות יומית, הכנסה קבועה, עדיפות מיסויית, דו"חות פיננסיים מבוקרים וכיסוי אנליסטי. למי שרוצה להשקיע בשוק הנדל"ן בארה"ב לראשונה, קרנות הריט הן אפשרות סבירה. בנוסף, המעבר מהשקעות קרנות פנסיה לקרנות המאפשרות שליטה עצמית של המשקיעים, כגון IRA, יאפשר בעלות על נכסים על ידי השקעות נזילות כמו קרנות ריט. קרנות הריט יצטרכו לגדול על מנת לענות על הביקוש הזה. כנראה לא צפוי גידול במספר הקרנות אלא בגודלן. יתכן שנראה קרנות ריט פאסיביות המשתמשות בניהול חיצוני לעומת הניהול האקטיבי הקיים היום.

**תחזית 4** - המחזוריות בשוק הנדל"ן תהיה תדירה יותר. ההכרה בנדל"ן כחלק מתיק השקעות לצד כלי השקעה מסורתיים משמעותה שהנדל"ן כעת צריך להתחרות עם כלי השקעה מסורתיים. לדוגמה נדל"ן לעומת אג"ח תשואה גבוהה, משמעו שהמשקיע יטה להקטין ולהגדיל נדל"ן בתיק כאשר יחשוב שסקטור אחר בשוק הפך מעניין יותר. לכן צפויה תנודתיות במחיר ותוצאתה מחזוריות תדירה יותר. יחד עם זאת, המחזוריות עצמה תהיה פחות עוצמתית מאחר והגישה למידע והשקיפות הרבה, יאפשרו החלטות השקעה נבונות יותר.

**תחזית 5** - הביקוש למנהלי נדל"ן מקצועיים יעלה. הכשרות אנשי נדל"ן מקצועיים באמצעות שיתופי פעולה בין אוניברסיטאות וגורמי נדל"ן, הפכו פופולאריים וחשובים מאוד לתעשייה.

מה שהיה פעם עסק משפחתי, הפך לתעשייה מודרנית וצפוי שהביקוש לאנשי נדל"ן שעברו הכשרה מקצועית באוניברסיטאות ילך ויגדל.

הנדל"ן וקשים יותר למדידה כגון: מיקום, תעשיות שהדיירים עובדים בהן, ביקוש והיצע, נכסים מתחרים ותנודתיות השוק. לכל אלה השפעה ניכרת על שוק הנדל"ן.

כאשר פרץ המשבר ב-2008, נכסים במיקום בפרפריה עם חשיפה לתעשיות שנחבטו - נפלו בערכם. אחד הנסיונות לראות את שוק הנדל"ן רק ככלי פיננסי היה שוק

ה- CDOs - Collateralized Debt Obligations, שאיגד חובות משניים של ניירות מנכס במשכנתאות וארז אותם מחדש כדי ליצור נייר חדש שדורג AAA. כמובן שלדרוג זה לא היה בסיס וכאשר השוק נפל, ניירות אלה התרסקו. בכך הוכח שכאשר השקעות בנדל"ן מתרחקות מדי מהפרמטרים הכלכליים של הנכס עצמו, זה עלול להגמר רע.

הלקח האחרון שנלמד במהלך שני העשורים האחרונים, הוא אודות מה נדרש על מנת להפוך מוצלח בשוק הנדל"ן של היום. לפני שנות ה-90 הצלחה בעולם הנדל"ן היתה קשורה לידע, קשרים, יחסים וכישורים תפעוליים. כיום, הבנה עמוקה בשוקי ההון, הידיעה מיהם המשקיעים והיכולת לתמחר כל מרכיב הון, הם בעלי חשיבות שווה. לאחר שבדקנו את התפתחות התעשייה והלקחים שנלמדו בעשורים האחרונים, הגיע הזמן להכנס למנהרת הזמן ולבדוק מספר תחזיות לשנים הבאות:

**תחזית 1** - בעלות נדל"ן בארה"ב תמשיך להיות גלובאלית יותר. העולם מלא בבעיות גיאופוליטיות, וארה"ב ממשיכה להיות אחד המקומות שמשקיעים מגיעים אליו כדי למצוא יציבות. איזורים חשובים בעולם כמו אסיה והמזרחית, רק החלו להשקיע בנדל"ן בארה"ב. כמו כן, חברות נדל"ן בארה"ב תהיינה גלובאליות בעצמן. קרנות נדל"ן רבות גייסו כספים כדי להשקיע מעבר לים.

קרנות הריט הציבוריות ימשיכו להשקיע בנדל"ן מעבר לים על מנת לשרת טוב יותר את לקוחותיהן שהופכים גלובאליים בעצמם.

**תחזית 2** - הקו בין מניות לחוב ימשיך להטשטש. לפני שנה ההבדל בין מניות לחוב היה ברור. כיום חוב ומניות מתקיימים ברצף. מבנים של מניות וחוב מזאנין הפכו פופולאריים, בעיקר בשווקים שבהם התנודתיות המוגברת הובילה לפערים גדולים יותר בין קניה ומכירה. למשל הנפקות

Integrity - Research - Performance



44 Montefiore St., Tel Aviv 65201, Israel, Tel: 03-5607898, Fax: 03-5663982, Email: [info@forest.co.il](mailto:info@forest.co.il)

[www.FOREST.co.il](http://www.FOREST.co.il)



## סקירה - תחזית לשנת 2016

**הכלכלה היפנית** לא רק שלא גלשה חזרה למיתון אלא הציגה צמיחה נאה של 1% ברבעון השלישי של השנה. גם ביפן הבנק המרכזי לא מצליח להגיע ליעד האינפלציה, אך נראה שבכל זאת יצאה ממצב של דיפלציה. שוק העבודה במצב טוב, שיעור האבטלה נמוך והשכר הריאלי זוחל כלפי מעלה אם כי לא מספיק כדי להגביר את האמון והצריכה. במידה ויהיה חשש מחזרה לדיפלציה ניתן להעריך שהבנק היפני ינקוט בצעדי הרחבה נוספים.

**המשק הישראלי** צמח בקצב מתון של 2.5% במונחים שנתיים ברבעון השלישי של השנה. בדומה לשווקים המפותחים האחרים סובל אף הוא מאינפלציה נמוכה וירידה ביצוא כתוצאה מירידה בסחר העולמי. לאור האינפלציה הנמוכה והפעילות הכלכלית המתונה לא צפויה העלאת ריבית בישראל לאורך זמן.

גורמים שעשויים להשפיע על כיוון השווקים הפיננסיים הינם עוצמת ההאטה בסין (ע"פ הערכות לא תסכול מהאטה חמורה ותמשיך לצמוח בקצב של 6.5%-6), קצב העלאות הריבית בארה"ב ובבריטניה (צפוי להיות איטי והדרגתי), בחירות בארה"ב להן בדרך כלל אין אפקט ארוך טווח וסיכונים גיאופוליטיים כגון משבר הפליטים באירופה, המלחמה בסוריה ובהקשר המקומי הידרדרות במצב הביטחוני.

### מניות

סביבת הריבית, על אף העלאת ריבית צפויה בארה"ב צפויה להישאר נמוכה. תשואות דיבידנד אטרקטיביות בסביבת ריבית אפסית או שלילית תומכות בהשקעה בשוק המניות.

כתוצר של מיקום שונה במחזור הכלכלי, הכלכלות השונות נמצאות בשלבים שונים בבחינת מדיניות הבנק המרכזי ואספקת הנזילות. כלכלות אירופה ויפן נמצאות בשלב מוקדם של המחזור בו הריביות נמוכות, הבנקים המרכזיים מרחיבים את תוכניות ההרחבה הכמותית ונכסי הסיכון צפויים להניב ביצועים גבוהים.

**באירופה.** מטבע חלש, עלייה מתונה בלבד בשכר, גידול באשראי אמורים לתמוך בהמשך גידול ברווחי החברות האירופאיות. תמחור המניות אטרקטיבי על אף עליה במחיר של 6.5% בשנת 2015 (stxxx600, נכון לתאריך 12.12.2015). למרות שחלק מתמחור החסר

**הסביבה הכלכלית היום** דומה לסביבה הכלכלית בשנה האחרונה ומאופיינת בצמיחה נמוכה ואינפלציה מוגבלת. לאחר כשש וחצי שנים של התאוששות כלכלית ועלייה בשווקי המניות, שווקים אלו נמצאים בשלב מאוחר של המחזור הכלכלי.

הכלכלות השונות נמצאות בשלבים שונים של המחזור הכלכלי וכך צפוי להיות גם בשנת 2016. ההבדלים בין השווקים השונים יבואו לידי ביטוי בפעולות שונות של הבנקים המרכזיים ובתנועות שערי החליפין. השונות בשלב של המחזור הכלכלי בהן נמצאות הכלכלות השונות גוזרת התייחסות שונה לנכסים הפיננסיים.

**כלכלת ארה"ב** ממשיכה לצמוח בקצב הצמיחה המאפיין אותה בשנתיים האחרונות (כ-2.4% בשנה). שוק העבודה ממשיך להתחזק עם גידול במספר המשרות, שיעור האבטלה נמוך ועליה מתונה בשכר. עם זאת, מגזר הייצור הציג סימנים של חולשה והצביע על התכווצות הסקטור היצרני. כמו כן הייצוא סובל מחולשה כתוצאה מעליות שער הדולר. הבנק המרכזי בארה"ב מעוניין לסיים את תקופת ריבית אפס וצפוי להעלות את הריבית כבר בחודש דצמבר בשיעור של 0.25%. בשנת 2016 צפויות בין 3-4 העלאות ריבית כמובן בכפוף להתפתחויות הכלכליות. העלאת הריבית לא צפויה להיות חלק מהידוק מוניטרי אגרסיבי בשל הסיכון לכלכלה האמריקאית מצד התחזקות שער החליפין ופגיעה בתחרותיות וביצוא.

**אירופה** נמצאת בתהליך של התאוששות איטית וצפויה לצמוח ב-1.7% בשנת 2016 ע"פ תחזיות הבנק המרכזי האירופאי. ניתן לראות עלייה במדדי הייצור, גידול במאזן הסחר, עלייה בהלוואות לסקטור הפרטי וגידול בכמות הכסף. הבעיה העיקרית הינה אינפלציה נמוכה מאוד. במטרה לעודד את האינפלציה ולהחליש את המטבע הבנק המרכזי המשיך במדיניות מרחיבה הכוללת הורדת הריבית השלילית ל-0.3%. הארכת משך זמן תוכנית רכישות האג"ח בחצי שנה והגדלת מגוון האג"ח שניתן לרכוש במסגרת תוכנית זו. הכלכלה צפויה להמשיך לצמוח בקצב דומה הודות למדיניות מרחיבה של הבנק, אך מאוימת ע"י סיכונים גיאופוליטיים הכוללים בין היתר את יכולת ההתמודדות מדינות הגוש עם משבר הפליטים, הבחירות בספרד.



# סקירה - תחזית לשנת 2016

המשך מעמ' קודם <<

תשואה אחרים בתיק ההשקעות. יש מקום לשלב אסטרטגיות ונכסים אשר הביצועים שלהם בעלי קורלציה נמוכה לשווקים אלו. אסטרטגיות של market neutral גם בתחום המניות וגם בתחום החוב, המוסטות השפעת כיוון השווקים על תשואת התיק, השקעה בתיקי הלוואות לא סחירות ובחירת השקעות סלקטיבית ואקטיבית נדרשים על מנת להעלות את התשואה העתידית על תיקי ההשקעות. קבלת החלטות השקעה והקצאת נכסים צריכה להיות מבוססת על סמך תמחור הנכסים בהתאם למאפייני כל לקוח בבחינת מטרות ההשקעה, מידת שנאת הסיכון ולא מושפעת מתנודתיות השוק. הנתונים המופיעים בסקירה נכונים לתאריך 13.12.2015

## תחזית ארוכת טווח (10 שנים):

אפיק/נכס	תשואה צפויה מתחת לממוצע	ניטרלי	תשואה צפויה מעל לממוצע	תשואה צפויה עודפת	שינוי מרבעון קודם
שווקי מניות					
ארה"ב		●			<input type="checkbox"/>
ישראל			●		<input type="checkbox"/>
מתעוררים			●		<input type="checkbox"/>
אירופה			●		<input type="checkbox"/>
שוק האג"ח					
ישראל ממשלתי ארוך				●	<input type="checkbox"/>
ישראל חברות דירוג השקעה		●			<input type="checkbox"/>
ישראל לא מדורג		●			<input type="checkbox"/>
ארה"ב ממשלתי				●	<input type="checkbox"/>
חברות דירוג השקעה ח"ל		●			<input type="checkbox"/>
Senior loans			●		<input type="checkbox"/>
חברות ח"ל לא מדורג			●		<input type="checkbox"/>
אגח מתעוררים		●			<input type="checkbox"/>

בתשואות נמוכות יותר. ע"פ Fitch שיעורי חדלות הפירעון של אגח high yeild צפויים להגיע ל-4.5% בשנת 2016 בעוד שיעור חדלות הפירעון במגזר האנרגיה צפוי לעמוד על 11%. ללא מגזר האנרגיה שיעורי חדלות הפירעון צפויים להיות נמוכים ולעמוד על כ-1.5%. עם ירידת מחירי הסחורות הלחץ על אפיק זה גדל ויכול ליצור הזדמנויות באג"ח שאינו ממגזר האנרגיה. על אף התנודתיות הצפויה ניתן לשלב באמצעות בחירה סלקטיבית השקעה באפיק זה בארה"ב ובאירופה בשכבת דירוגי הביניים (עד BB).

לאור העלייה בתשואות ניתן לשלב כחלק מתיק האג"ח חשיפה לאג"ח גלובלי הן בדירוג השקעה והן בדירוגים נמוכים (ניתן לגדר את סיכון המטבע).

**אגח שווקים מתעוררים.** אם להתייחס בקצרה התשואה אמנם עלתה ועומדת על 6.6% ופרמית הסיכון התרחבה ל-4.5% אך הסיכון בהשקעה זו יחסית גבוה. 75% מהחוב של שווקים אלו חשוף לדולר והמשך התחזקותו יעיק על יכולת החזר החוב להבא.

**ישראל.** על אף שבישראל לא צפויה עליית ריבית, שוק האג"ח צפוי להיות רגיש לשינויים בתשואות האג"ח הממשלתי האמריקאי. פרמיית הסיכון של אגח ממשלת ישראל ל-10 שנים עומדת סביב 0.1% וצפויה להישאר נמוכה לאור חוסר סינכרון במדיניות הריבית בין ישראל וארה"ב (אלא אם תהיה פגיעה משמעותית בצמיחה). תשואות האג"ח בשוק המקומי עלו במהלך 2015 וגררו אחריהן עלייה בתשואות אג"ח חברות. עליית התשואות והמרווחים מעל האג"ח הממשלתי העלו האטרקטיביות של אגרות החוב הקונצרניות בעיקר בדירוגים הגבוהים במידת מה. בהם יש להתמקד במח"מ מוגבל של 3-4 שנים.

**לסיכום.** נראה שגם השנה שוק המניות האירופי והיפני אטרקטיביים יותר להשקעה בהשוואה לשוק המניות האמריקאי, על אף שהדביקו חלק משמעותי מן הפער בביצועים ובתמחור. שוק האג"ח מגלם בתוכו תשואות נמוכות אבסולוטית וסיכון לא מבוטל בשל העלאת הריבית הצפויה ועל כן ההקצאות אליו צריכות להיות מוגבלות. יש מקום להחזקת נזילות בתיקים לצורך ניצול הזדמנויות במקרה שהמימוש בשווקי הפיננסים יימשך.

תמחור הנכסים אינו זול, רווחי החברות והרווחיות לא צפויים לגדול באופן מהיר בשל צמיחה כלכלית מתונה, לכן ההערכה הינה שהרווחים משווקי האג"ח והמניות צפויים להיות מוגבלים.

כיון ופוטנציאל הרווח בשוק המניות והאג"ח נמוך יש לשלב מקורות

# HOMY

דאגים לנכס שלך ■

## משקיע בנדל"ן?

רוצה שקט נפשי וביטחון מקצועי למיקסום התשואה מהנכס שלך?

**HOMY - ניהול נכסים מקצועי. מדוייק. מותאם לך ולנכס שלך.**



העלאת שווי הנכס | רציפות שוכרים | גבייה | טיפול בדוחות ותשלומים שוטפים |  
התנהלות מול רשויות | מציאת נכסים להשקעה - איתור נדל"ן מניב | Home staging |  
טיפול בתקלות ושמירה על תקינות הנכס | מענה לשוכרים | ליווי פיננסי | ליווי משפטי |  
אחזקת דירות קיט ונופש | ניהול נכסים פרטיים ומסחריים.

**HOMY - חבילות שירות מותאמות אישית לך ולנכסים שלך.  
כי כשאתה נותן את המפתחות למי שמבין בזה, כל מה שנשאר  
זה ליהנות מהתשואה.**



[WWW.HOMY-ISRAEL.CO.IL](http://WWW.HOMY-ISRAEL.CO.IL)



[homyisrael@gmail.com](mailto:homyisrael@gmail.com)



053-2265537



מזר פנינסי

רו"ח ראובן שיף, RSM שיף הזנפרץ ושות' רואי חשבון



# הפחתת שיעור המע"מ נראה כפתרון מפתה לטווח המייד, אך אינו כזה לטווח הארוך!



המחיייה ולמגמת ההאטה בצמיחה באופן כזה שהפתרון ייעשה במהירות וביעילות. אני סבור, כי היעד של המלחמה ביוקר המחיה, אותו חרטה על דגלה מפלגתו של שר האוצר הוא זה שגם שהוביל אותו למשרד האוצר ובשל כך הוא נחוש להביא תשואה מיידית לציבור.

## הפחתת המע"מ לשיעור של 17% משולה בעיני לאקורדיון.

לא בכדי אמר השר כחלון: "אנחנו מפחיתים עכשיו את המע"מ כי אנחנו מקווים שאנחנו על קרקע מוצקה, אבל אם יתברר שלא, אל תמהרו להתיידד עם מע"מ 17%, כי הוא עוד יעלה בחזרה למעלה" דברי השר מעוררים בי תהייה מטרידה: מדוע לא לחסוך את

ב-1.10.2015 הופחת שיעור המע"מ ב-1% מ-18% ל-17% וכמו כן שיעור מס החברות יופחת ב-1.1.2016 ב-1.5% מ-26.5% ל-25%. המניעים למהלך זה, כפי שהוצגו על ידי ראש הממשלה ושר האוצר מטרתם הינה עידוד הצמיחה. זהו אפוא מהלך משמעותי אותו מקדם שר האוצר כחלון וניתן בהחלט לומר כי הוא עושה מאמצים לעמוד בהבטחותיו לציבור בוחריו להילחם ביוקר המחיה.

באשר להפחתת שיעור מס החברות, אזכיר ואומר כי לפני כ-8 שנים הובטח לנו על ידי שר האוצר דאז, בנימין נתניהו כי מס החברות יירד עד לשיעור של 18%, בדומה לשיעור מס החברות הנהוג ברוב מדינות ה-OECD. אולם מאז לא רק שהשיעור לא ירד, אלא שהוא אף עלה מ-25% ל-26.5%, ועתה הוא מתעתד לרדת שוב ל-25%. מי שייחנה מכך הם אותם יזמים ומשקיעים, התורמים לצמיחה ומספקים מקומות תעסוקה רבים ורבה תרומתם למוניטין שלנו ברחבי העולם.

משמע, המהלך של הורדת מס החברות הינו אכן חיובי ובתנאי שהוא תחילתה של מגמה ליישור קו עם מדינות ה-OECD ולא איזה "גימיק" חד פעמי.

לא כך הדבר באשר להפחתת המע"מ, אשר לגבי חיוניותה אני מאד מסופק. אקדים ואומר, כי בשנים האחרונות אנו עדים לגל מחאות צרכניות כגון: מחירי הדיור ומחירי המזון ועד לבריחתם של צעירים לברלין וליעדים נוספים באירופה ובצפון אמריקה. אין עוררין על העובדה שמחאות אלו הן שהביאו את ראש הממשלה ושר האוצר למסקנה לפיה הם חייבים למצוא מזרר לבעיית יוקר

במקום גבוה ביחס למדינות ה-OECD הרי שמבחינת שיעור המע"מ מצבנו טוב מאד. בל נשכח שמע"מ הינו מס עקיף המוטל על שירותים וטובין שחלקם מוצרי מותרות שהשכבות החלשות אינן צורכות אותם. לפיכך, איני סבור כי הפחתת המע"מ אכן תיטיב עם השכבות החלשות כפי שנוטים לחשוב ראש הממשלה ושר האוצר, ומסופקני האם הפחתתו אכן תגיע לכיסם.

### הטבה למצרך במקום הטבה לנצרך!

אני גורס כי, במקום לנקוט במדיניות של הטבה לנצרך יש לנקוט במדיניות של מתן הטבות למצרך כדוגמת הסבסוד בתחבורה הציבורית, ההפחתה במחירי החשמל והמים, טיפולי שיניים לילדים או סבסוד של מוצרי מזון בסיסיים כאלה ואחרים, כך רב הסיכוי שהשכבות החלשות ייהנו מההטבות הללו.

השנים האחרונות היו ללא ספק שנים מאתגרות בכלכלה הגלובלית בכלל, ובמשק הישראלי בפרט. ההאטה המתמשכת, הרגולציה החונקת, הירידה בביקושים ובצריכה, אלה ואחרים הם רק חלק ממכלול הגורמים שהובילו לכך שהצמיחה במשק ירדה לשיעור הנמוך ביותר מ-2009. לדעתי, מן הראוי כי ראש הממשלה ושר האוצר יפנו את אותם 5 מיליארד ש"ח למתן הטבות לשכבות החלשות וכן למתן תמריצים ליזמים וחברות רב לאומיות שישקיעו כאן בישראל. ברי לכל כי ביום שישקיעו כאן יותר יזמים ותוקמנה יותר חברות ומרכזי פיתוח, אלו יספקו מקומות עבודה, שיעור האבטלה יקטן והצמיחה תגדל.

בסופו של יום חשוב לזכור כי, הפחתת שיעור המע"מ, אינה מטרה כי אם אמצעי. המטרה הייתה ונשארה להוזיל את יוקר המחיה ובכך גם להשיב את אמונם של אזרחים ובמיוחד של השכבות החלשות במדינה ומוסדותיה. לדידי, הצלחתה של מדיניות כלכלית חברתית מושכלת מתחילה במתווה ברור וארוך טווח ובתכנית פעולה ישימה, המושתתת על מהלכים מחוללי צמיחה רווחה כלכלית ולא במתווה של מהלכים פופוליסיטיים המשולים לאקורדיון.

הכותב הינו שותף מנהל וממייסדי RSM ש"ח הזנפרץ ושות' רואי חשבון, נשיא לשכת רואי חשבון לשעבר.



"האקורדיון" הכלכלי הזה ולהתוות מראש דרך יציבה וארוכת טווח? זאת ועוד, הפחתתו של 1% בשיעור המע"מ שווה לכ-5 מיליארד שקל שייגרעו מהכנסות המדינה. ההנחה האופטימית לפיה כלל הצרכנים ירוויחו מהפחתת שיעור המע"מ אינה נכונה היות וקיימות לא מעט הוצאות שכל אחד ממשקי הבית בישראל מוציא שאינן כרוכות בתשלום מע"מ כגון: תשלומי משכנתא, ארנונה, שכ"ד למגורים, פירות וירקות ועוד, כך שבפועל הסכום שייחסך לכל בית אב הינו זניח.

כאזרח המדינה וכמי שמלווה ארגונים עסקיים, יזמים פרטיים ועסקים, אני סבור כי יש למצוא ומהר פתרון הולם לבעיית יוקר המחיה. יחד עם זאת, איני סבור שהפחתת שיעור המע"מ היא הפתרון. זאת ועוד, ב-23 ממדינות ה-OECD שיעור המע"מ הקיים שם גבוה מאשר בישראל. האיחוד האירופי, למשל, מחייב את המדינות החברות בו, שרובן חברות גם ב-OECD להטיל מע"מ בשיעור שלא יפחת מ-15%, ורובן מטילות מס בשיעור גבוה יותר. בגרמניה שיעור המע"מ הוא 19%, במדינות סקנדינביה 24-25% ובהונגריה בשיעור של-27%. כך שאם בשיעור נטל המס הישיר אנו



# השקעה באג"ח קונצרני בחו"ל

של מדינת ישראל (כפי שניתן לראות בגרף). פער התשואות גורם לכך שכדאיות ההשקעה באג"ח ארה"ב עלתה משמעותית.



**2. מסחר** - שוק האג"ח בארה"ב נסחר בשיטת OTC (Over The Counter) להבדיל מהשיטה הרציפה והממוחשבת הקיימת בשוק הישראלי ובשוק המניות האמריקאי. במסחר באג"ח בישראל כל הביקושים וההיצעים מוזרמים למחשבי הבורסה שם הם חשופים לכל המשקיעים וברגע שעסקה מתבצעת (כשהביקוש פוגש את ההיצע) העסקה מתועדת ומחיר האג"ח בבורסה הופך להיות המחיר של העסקה האחרונה. בשיטה זו המשקיעים יכולים לראות את כל העסקאות שבוצעו באג"ח וכך נוצר שוק משוכלל ונזיל. בארה"ב לעומת זאת אגרות החוב נסחרות באמצעות ברוקרים שאינם מרכזים את כל ההצעות במקום אחד. הם יכולים להציע לכל משקיע מחיר שונה ומחיר העסקה לא מתורגם למחיר האגרת. שיטת המסחר וחוסר השקיפות מרחיקות את המשקיע הישראלי משוק האג"ח האמריקאי.

**3. היעדר תעודות סל** - בישראל נסחרות למעלה מ-600 תעודות סל שונות. בעבר הונפקו מספר מצומצם מאוד של תעודות

ניהול ההשקעות בישראל עובר בשנים האחרונות מהפכה מבחינת פיזור ההשקעות הגיאוגרפית. ההשקעות בשוק הישראלי סבלו זמן רב מהטיה ביתית (Home Bias). התופעה של השקעת רוב הנכסים בתיק בשוק המקומי נפוצה בכל העולם אבל בישראל ההטיה הייתה בולטת במיוחד, כך לדוגמה שיעור החשיפה של גופים מוסדיים לני"ע זרים ולמט"ח היה בשנת 2006 רק כ-10%. הגופים המוסדיים מתקשים כיום להשקיע בבורסה הישראלית עקב מחזורי המסחר ההולכים וקטנים לעומת הנידול המתמשך בנכסיהם. לכן החל תהליך של הסטת השקעות לחו"ל, בעיקר באפיק המנייתי. תהליך זה הואץ בשנת 2011 בה שוק המניות הישראלי ירד בכ-20% בעוד השוק האמריקאי סיים בעלייה. אנו נמצאים היום בעיצומו של תהליך הסטת השקעות לחו"ל כשאחוז החשיפה של הגופים המוסדיים לחו"ל עומד היום על כ-30%. מעניין לראות שההשקעות לחו"ל התמקדו באפיק המנייתי כאשר בשוק האג"ח חל גידול זניח. לפיזור ההשקעות לחו"ל יש יתרונות רבים כגון: הקטנת החשיפה לזעזועים גאו-פוליטיים, השקעה בסקטורים ומניות שאינם נסחרים בישראל ומענה לקיטון במחזורי המסחר בבורסה. אם כן מדוע המגמה של פיזור ההשקעות לחו"ל בשוק האג"ח קטנה משמעותית משוק המניות?

ישנן מספר סיבות שמסבירות את הפער:

**1. הפרשי תשואות** - היסטורית, התשואות באג"ח של מדינת ישראל היו גבוהות יותר מאשר באג"ח בארה"ב. הגורמים לפער היו צמיחה מהירה של המשק הישראלי, סביבת אינפלציה גבוהה יותר וסיכון מדינה גבוה יותר של מדינת ישראל. לאחרונה, השתנתה סביבת המאקרו-קצב הצמיחה של המשק הישראלי ירד, שיעור האינפלציה נמצא מתחת ליעד בנק ישראל וסיכון המדינה הנמדד ע"י חוזים של חדלות פירעון (CDS) ירד לרמה נמוכה ביותר. בנוסף הצפי הוא כי בארה"ב הריבית תעלה מהר יותר מאשר בישראל. השינוי הביא לכך שהתשואה ל-5 שנים באג"ח ממשלתי בארה"ב גבוהה לראשונה מזה שנים מהתשואה באג"ח המקבילה



מדור פיננסי

ניתן לקנות באופן ישיר אג"ח קונצרנים בארה"ב אולם שיטת המסחר בחו"ל והעמלות הגבוהות פוגעות בכדאיות ההשקעה. על מנת לבנות תיק אג"ח מפוזר יש עדיפות להשקעה באמצעות תעודות סל או ETF. בדרך כלל למשקיע הפרטי בישראל עדיף יהיה להיחשף להשקעה זו באמצעות תעודת סל ישראלית מנוטרלת מטבע. בצורה זו אין חשיפה לשינוי בשער המטבע, ועמלות הבנק בד"כ יהיו נמוכות יותר. מנגד, בהשקעה באמצעות ETF המשקיע יינה ממגוון רחב יותר של מדדי השקעה ומדמי ניהול נמוכים יותר.

### סיכום

ניהול ההשקעות עובר עם השנים לניהול גלובלי והטיית הביתיות יורדת. נראה היה כי מגמה זו פוסחת על שוק האג"ח הקונצרני. הגדלת ההשקעה באפיק הקונצרני לחו"ל נראית נכונה מתמיד עקב הסיבות אותן ציינו. תשואות הבסיס של האג"ח הממשלתי האמריקאי הגבוהות יותר מאלו של הישראלי, פיזור סיכונים רחב ותמחור סיכונים אשראי עדיף מובילים למסקנה שחשיפה לאג"ח קונצרני בחו"ל ובפרט בארה"ב הינה רכיב חובה בכל תיק השקעות.

סל העוקבות אחר מדדים בחו"ל אך בעקבות ההסטה של ההשקעות לחו"ל חברות תעודות הסל הנפיקו כמות גדולה של תעודות סל על מדדי מניות בחו"ל כך שכיום נסחרות למעלה מ-220 תעודות סל על מדדי מניות בחו"ל במקביל קיימת התעלמות כמעט מוחלטת משוק האג"ח בחו"ל עליו נסחרות 9 תעודות בלבד.

### בבחינת כדאיות ההשקעה באג"ח קונצרני בארה"ב ניתן לזהות מספר סיבות להשקעה:

1. כפי שהראנו, תשואת נכס הבסיס (אג"ח ממשלתי) בארה"ב גבוהה יותר, כך למשל השקעה באג"ח ממשלתי של ארה"ב במשך חיים ממוצע (מח"מ) של 5 שנים תניב תשואה גבוהה יותר ב-0.65% מאשר השקעה באג"ח מקבילה של מדינת ישראל.
2. פיזור השקעה - שוק החוב בישראל ריכוזי מאוד. עפ"י נתוני חברת הדירוג 'מדורג' לסוף שנת 2014 מתוך סך של 274 מנפיקים 20 הגדולים מהווים למעלה ממחצית הערך הנקוב הנסחר בבורסה.
3. תמחור סיכונים - סיכונים אשראי מתומחרים בישראל בחסר לעומת השוק האמריקאי. אם נשווה 2 חברות בעלות מאפיינים דומים נגלה כי המרווח מאג"ח ממשלתי גבוה יותר בהשקעה בארה"ב מאשר בישראל.
4. נזילות - שוק האג"ח הקונצרני בישראל קטן מאוד ביחס לגופים המוסדיים הפועלים בו ולכן גם חשוף מאוד לפדיונות בקרנות הנאמנות.

### דירוגי חוב

בבחינת הדירוגים של האג"ח בארה"ב חשוב לציין כי הדירוג הבינלאומי שונה מהדירוג הישראלי. אומנם חברות הדירוג משתמשות באותו סולם דירוג אך הן מציינות כי יש הבדל של 5-6 רמות בין הדירוג המקומי לדירוג הבינלאומי. כך למשל חברת הדירוג S&P מעלות מציינת כי דירוג BBB בינלאומי מקביל לדירוג AAA ישראלי. אגף שוק ההון באוצר שקל לאמץ את סולם הדירוגים הבינלאומי גם בישראל אך המהלך נתקל בהתנגדות שכן מהלך זה צפוי ליקר את האשראי בשוק המקומי מכיוון שאין כמעט חברות שיהיו מדורגות בקבוצת ה-A או ה-BBB ורוב דירוגי החוב ירדו מתחת לדירוג השקעה. למהלך תהיה השפעה על הגופים המוסדיים שיאלצו להגדיל את החשיפה שלהם לאג"ח קונצרני בחו"ל על חשבון האג"ח המקומי.

איך ניתן להשקיע באג"ח קונצרני בארה"ב?  
ישנן מספר דרכים להשקיע בתחום:





# ראש לשועלים או זנב לאריות?

את אסטרטגיית ההשקעה הנ"ל חשוב קודם לכן להבין על מנת להבין את אסטרטגיית ההשקעה, חשוב קודם לכן להבין את הרקע להנפקת אותם אג"חים ומוצרים היברידיים ע"י המוסדות הפיננסיים. בנק הוא עסק ממונף מאוד. במקרה של נפילה משמעותית בשווי הנכסים ישנו חשש מהותי ליציבות הבנק ולמחיקת ההון עצמי. בשנים 2008 ו-2009 היינו עדים למקרים רבים בהם בנקים (בעיקר בנקי השקעות או בנקים המתמחים במשכנתאות) ששווי נכסיהם נפל בחדות בשל הנפילות בשוק הנדל"ן, שוק המשכנתאות ושווקי ההון, הגיעו למצב של מחיקת ההון העצמי ועד כדי פשיטת רגל או בקשה לסיוע ממשלתי.

כחלק ממסקנות המשבר הפיננסי האחרון, הוציאה ועידת באזל לפיקוח על הבנקים תקנות חדשות המגדירות צעדים בהם על הבנקים לנקוט במטרה לחזק את ההון העצמי, כמו כן הגדירה הועדה אלו נכסים יוכלו להחשב כהון עצמי. לאור התקנות החדשות חדלו הבנקים בחו"ל מהנפקת ני"ע מסוג PERPETUAL FLOATERS ומניות בכורה צוברות ובמקומם החלו להנפיק ניירות חדשים אשר עומדים בתקנות באזל 3.

## בין הניירות המוצעים נכללות:

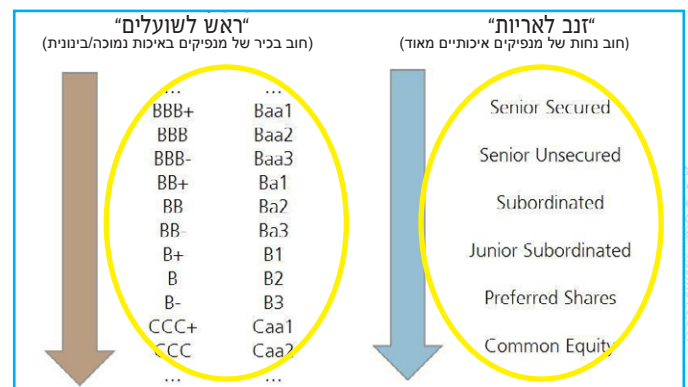
מניות בכורה לא צוברות (כלומר במידה ובשנה מסוימת לא שולם דיבידנד לבעלי המניות ומניות הבכורה לא יצבר הדיבידנד הנ"ל ולא יתווסף לתשלום בשנה העוקבת) AT1 - חוב היברידי, צמית בעל כללים ברורים המורים על המקרים בהן יחדול הבנק/חברת הביטוח מתשלום הקופונים, ימיר את החוב למניות או אף יבצע מחיקה זמנית או תמידית לנייר וזאת כתלות ביחס הלימות ההון של המנפיק או בהחלטת הרגולטור.

הניירות הללו נחשבים מסוכנים יותר להשקעה ביחס לחוב הבכיר של הבנק וכן ביחס לקודמיהם שהונפקו טרם באזל 3. עם זאת, במקרים רבים נסחרים ניירות אלו בתשואה המשקפת היטב את הסיכון ופעמים רבות מהווה הזדמנות השקעה אטרקטיבית.

לאחרונה התבררנו כי הרשות לני"ע תאפשר מעתה לציבור לקנות אג"ח בנקאיות נחותות. הודעה זו מגיע לאחר הנפקה מוצלחת של בנק מזרחי של נייר מסוג AT1 והודעה על הנפקה ראשונה של בנק לאומי בנייר דומה אך בעל מנגנון המרה. ניירות אלו שעד כה יועדו רק לגופים הפנסיוניים, צפויים להיות פתוחים למסחר בסכומים של 50,000 ש"ח ומעלה. הנפקת הניירות הללו העלתה מספר שאלות בקרב ציבור המשקיעים שהמרכזית שבהן: מדוע להשקיע בניירות אלו ולא באג"חים הרגילים?

בשוק ההון ישנן שלוש שיטות עיקריות למיקסום התשואה הצפויה בהשקעה במוצרי חוב:

- 1. ירידה בדרוגי האשראי** - לרוב מדובר בהשקעה באג"חים HY בשווקים מתפתחים או בחברות במצוקה בשווקים מפותחים.
  - 2. הארכת מח"מ** - השקעה באג"חים בעלי סיכון אשראי נמוך אך בעלי רגישות גבוהה לשינויי ריבית.
  - 3. ירידה בבכירות האג"ח** - השקעה במוצרי חוב נחות/היברידי של הבנקים וחברות הביטוח המובילות בעולם.
- מרבית משקיעי החוב נוטים כיום להתרכז באסטרטגיית ה"ראש לשועלים" - השקעה באג"חים הבכירים של חברות במצוקה או של חברות הפועלות בשווקים מתפתחים, עם זאת בשנים האחרונות התפתחה מאוד אסטרטגיית ה"זנב לאריות" - השקעה באג"חים בבכירות נחותה, מוצרים היברידיים ומניות בכורה של הגופים הפיננסיים הגדולים והיציבים בעולם. אסטרטגיה זו הגיעה כעת גם לישראל.

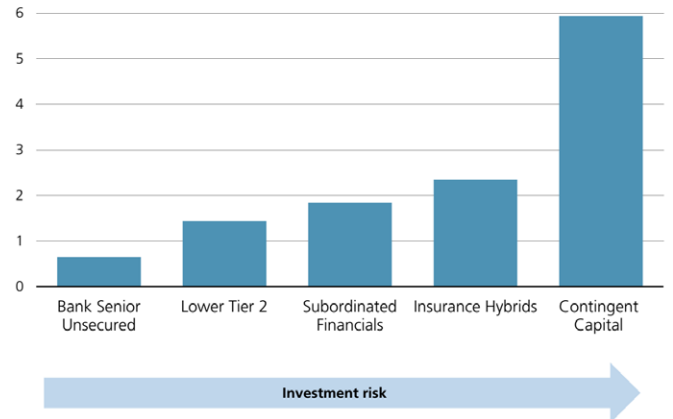




להלן תרשים המראה את המרווח בו נסחרות האג"חים הבנקאיות הנחותות אל מול ניירות אחרים בבכירויות שונות.



Risk-reward in sub-debt financials



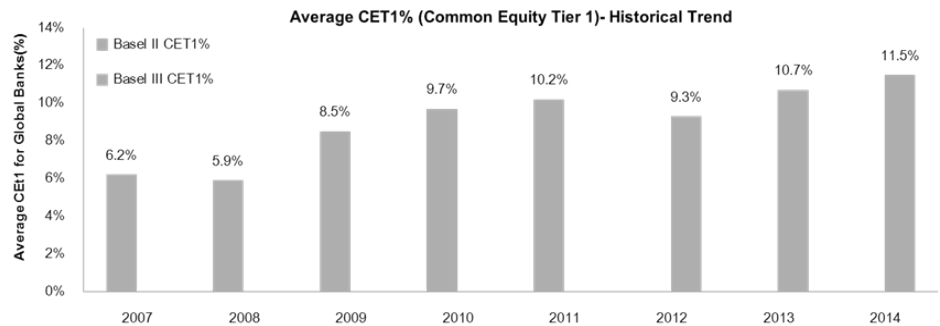
Source: Bank of America, UBS

בישראל, יחס הלימות ההון של הבנקים נמוך מזה שבאירופה וגם יחס המינוף. עם זאת, גם הטריגר המפעיל את מנגנון ההמרה/ מחיקה נמוך יותר ועומד על יחס הלימות הון של 5% לעומת טריגר של 7%-5.125% במערב אירופה. בשני המקרים מדובר על מחיקה או המרה למניות רק לאחר אירוע חריג בו ימחוק הבנק כמחצית מההון העצמי שלו.

וכתשובה לשאלה עמה פתחנו מאמר זה - משקיע אשר רוצה להשקיע בבנקים וחברות הביטוח הגדולות בעולם אך אינו מוכן להתפשר על התשואה האפסית המציעים כיום האג"חים הבכירים של אותם הגופים, כדאי שיבחן את ההשקעה במניות בכורה והחוב ההיברידי. מאחר ומדובר בהשקעה בעלת סיכון וכזו הדורשת הבנה רבה הן בהתפתחויות הפיננסיות והן בשינויים הרגולטוריים העוברים על ענף הבנקאות, על המשקיע לדרוש פיצוי הולם בדמות מרווח משמעותי מהאג"חים הבכירים. מרווח אשר ישקף את הסיכון העודף של ניירות אלו.

ניירות מסוג AT1 של הבנקים הגדולים בעולם נסחרים כיום בתשואה של 7%-5%. זאת לעומת תשואה לפדיון של 2.5%-1% באג"חים הבכירים של אותם המנפיקים.

בנוסף לכך, כפי שניתן לראות בתרשים הבא, המוסדות הפיננסים ברחבי העולם מגדילים באופן עקבי את יחס הלימות ההון שלהם וכיום הוא כמעט כפול מהממוצע לשנת 2008. זהו אולי הנתון המשמעותי ביותר עבור משקיעי החוב ההיברידי מאחר והתדרדרות ביחס הלימות ההון היא הטריגר המרכזי לפגיעה במשקיעים בניירות אלו.





## על לקחי השנה שחלפה

ספטמבר 2015 כשהיא סוחפת אחריה (שלא בצדק) את השווקים המפותחים בעולם, רק כדי לחזור ולעלות כאשר בתווך ה"יד הנעלמה" של המשטר הסיני.

ואשר לשווקים הפיננסיים - מכיוון שהדברים כאן נכתבים בטרם אפשר לתת סיכום מספרי של השנה, אתרכז בכמה מלקחיה המרכזיים.

קודם כל, זו הייתה שנה מאוד לא קלה עבור המשקיעים, וזאת בניגוד לשתי קודמותיה (2013 ו-2014). זו לא הייתה שנה חלקה במובן זה שהמגמות בשווקים הפיננסיים השתנו לעיתים קרובות מאוד - גם בשוקי האג"ח, וגם ובמיוחד בשוקי המניות.

כך, למשל, שוקי המניות באירופה שנסקו בחדות מתחילת השנה, במידה רבה - תודות לתכנית ההרחבה של דראגי, נפלו בהמשך (יוון וסין), והתאוששו לקראת סיומה.

שוקי המניות בארה"ב לעומת זאת, פתחו את השנה בהססנות, ומאז מדדי המניות המרכזיים עברו מטריטוריה חיובית (תשואה חיובית מאז תחילת השנה) לטריטוריה שלילית, וחוזר חלילה - מספר פעמים.

גם שוק המניות שלנו, כאן בישראל, ידע ימים טובים יותר וימים גרועים יותר. אחרי שמדד ת"א 25 העפיל באוגוסט (5.8) לרמה של 1,724 נקודות, הוא נחת לתחתית של 1,489 נקודות ב-1.10.15, והתאושש ממנה לרמה של 1,574 נקודות ביום 19.11.15.

גם שוקי האג"ח החליפו כיוונים מספר פעמים. אגרות החוב בגוש היורו זינקו בתחילת השנה על רקע תכנית ההרחבה והגיעו לכך שאג"ח ממשלת גרמניה ל-10 שנים נסחרו בתשואה שנתית לפדיון של 0% ובאותה עת נסחרו אג"ח ממשלת ארה"ב לאותה תקופה ברמה של כ-1.7%, ואז באה הנפילה בחודשי מאי-יוני, כאשר אלה וגם אלה ירדו בכ-8%, וסחפו איתן גם את אג"ח ממשלת ישראל.

אגרות החוב של מדינת ישראל, הארוכות שבהן, פתחו את השנה בסערה של עליות שערים, המשך למגמה של השנים האחרונות, אבל במאי-יוני צנחו חדות, ומאז התאוששו אך מעט. כל, למשל, אגרת החוב הארוכה ביותר של ממשלת ישראל, אג"ח צמודה ל-30 שנה ירדה בחודשים אלה בכ-25%, ומאז תיקנה רק כ-5% מהירידה.

מאמר זה נכתב בטרם הסתיימה שנת 2015 ולכן מטבע הדברים נעסוק פחות במספרים ויותר בתופעות, ובעיקר בלקחים של השנה החולפת לגבי המשקיעים.

### מה היה לנו ב-2015?

בישראל - בחירות שהביאו להקמתה של ממשלה צרה בת 61 ח"כים, מאמץ גדול מצד שר האוצר כחלון להביא לירידת מחירי הדירות, עוד שנה של העדר כל מוי"מ עם הפלשתינאים, הפיכת הסכסוך לסכסוך שהוא גם דתי סביב הר הבית, וכמובן - תופעת הסכינאות, ומתיחות ניכרת בחזית הצפון.

ובכל הנוגע לישראל עם הפנים החוצה - הייתה זו שנה של ניצני חרם כלכלי ואקדמי על מדינת ישראל, ושל אישור ההסכם בין המעצמות לבין איראן אודות הגרעין, למורת רוחה של ישראל. ובזירה הקרובה לישראל - ארגון דאע"ש הרים את ראשו בסוריה, ורוסיה חדרה לוואקום שנוצר עם מעורבות צבאית אקטיבית לצד איראן וחיצבאללה.

גם באירופה אין רגע של שקט. דאע"ש שלח אליה זרועות ארוכות והטרור היכה ברחובות פריז, ואם לא די בכך, הרי שגל הגירה שוטף את אירופה, שלא בדיוק יודעת כיצד להתמודד - לא עם הטרור ולא עם הפליטים.

ובזירה הכלכלית - הייתה זו השנה שבה הריביות בעולם, כולל בישראל, צנחו / נותרו ברמה הנמוכה ביותר, שנה שבה צנחו מחירי הנפט ומחירי הסחורות האחרות, שנה של התאוששות כלכלית בארה"ב, ניצנים ראשונים שלה באירופה תודות לתכנית ההרחבה הכמותית של דראגי, עוד שנה של קיפאון יחסי בכלכלה היפנית, ושנה קשה למרבית המדינות המתפתחות כמו ברזיל.

אבל, דומה ששני הנושאים שהעסיקו את הזירה הכלכלית יותר מאחרות, מעבר לסוגיית הריבית בארה"ב - תעלה או לא, ומתי, היו יוון וסין.

יוון - בחצי הראשון של השנה, וסין, החשובה לאין ערוך - בחצי השני של השנה. השנה ניכרו כבר לעין סימנים של האטה בכלכלה הסינית, האטה מתבקשת, צריך לומר, ועם או בלי קשר לכך, הבורסה הסינית התנהגה כאישיות החולה במאניה דיפרסיה כאשר עלתה בחדות (עוד מאמצע 2014), ירדה בחוזקה באוגוסט-



מדור פיננסי

קרה נגד הכיוון. מה שמחייב את המשקיע למשמעת חזקה מאוד. האסטרטגיה הנכונה בדרך כלל של Buy and Hold פחות הוכיחה את עצמה ב-2015.

ואולם, רוב המשקיעים אינם יודעים לפעול נכון כנגד המגמה. הם נסחפים ומשלמים את המחיר בתשואה. למרות המגמות החיוביות בדרך כלל בשווקים, לא מעט משקיעים יסיימו את השנה עם הפסד כי התפתו לרכוש מניות או אגרות חוב בשיא.

פיזור סיכונים, משמעת עצמית חזקה, עקביות באופן ההשקעה הם מיסודות ההצלחה בהשקעות תמיד, ובמיוחד בתקופה של אי-וודאות גבוהה. המשקיע שמוכן לרמה מסוימת של סיכון, צריך להחליט היכן הוא שם את "קוביית הסיכון" - במניות, באגרות חוב, בתערובת כזו או אחרת שלהן, ולדבוק בהחלטתו.

הלקח המרכזי שצריכים המשקיעים להפנים מהתנהגות השווקים ב-2015 הוא, שככל הנראה, תמה תקופת "התשואות הקלות" פרי המדיניות המרחיבה של נגידי הבנקים המרכזיים, וזאת גם על רקע התהליך ההדרגתי הצפוי של העלאת ריבית בארה"ב, רמות השערים הגבוהות במרבית שוקי המניות, ובוודאי - בשוקי האג"ח תמשכנה לייצר עצבנות ודי יהיה בטריגר קטן כדי לגרום לתנודתיות גבוהה בשווקים.

בהסתכלות אחורנית על שנת 2015, ובסוג של חוכמה בדיעבד, ניתן לומר שטקטיקת ההשקעה הנכונה היתה לפעול נגד הכיוון - לממש רווחים בשוקי המניות באירופה בתום הרבעון הראשון של השנה ולחזור ולרכוש מניות בסוף ספטמבר, וכך, גם בחלק משוקי המניות האחרים.

הוא הדין בשוקי האג"ח. כלומר, נכון היה בדיעבד לפעול בצורה





מדרג טכנולוגיה ומדע

ד"ר שלמה וגנר, אוניברסיטת חיפה



# כיצד משפיעים רגשות על תהליכי למידה וזיכרון במוח?

מפגש עם חולדה זרה. עוד מצאו החוקרים כי ברגע שאכן מתקיים מפגש חברתי אמיתי, המוח המשיך לעבוד לזמן מה ברמה גבוהה של סנכרון גם אחרי שהמפגש החברתי מסתיים - כלומר, המוח נכנס למצב רגשי חברתי. "מהממצאים עלתה תמונה ברורה, הריגוש שבמפגש החברתי הראשון עם חולדה זרה יצר את הסינכרון והריתמיות הגבוהה במוח, והוא זה שתרם ליצירת הזיכרון. כלומר, מצאנו את הקשר שבין הריגוש, שבא לידי ביטוי ברמת התיאום בפעילות המוחית בין אזורי המוח השונים, והזיכרון החברתי שנוצר במוח. כשהחולדות כבר הכירו אחת את השנייה הן היו הרבה פחות מרוגשות, ולכן אזורי המוח עבדו בהרבה פחות תיאום ביניהם", אמר ד"ר וגנר. למעשה הממצא הזה מסביר מדוע אנשים נוטים לזכור במיוחד את המפגש הראשון שלהם עם חבר או בן-זוג לעתיד. ברגע שהחוקרים מצאו את הקשר שבין הריגוש החברתי והזיכרון החברתי, הם ביקשו לבדוק האם רגש אחר ישפיע גם הוא באותה צורה על אותה רשת של אזורים במוח, כאשר על פי המקובל, התשובה הייתה צריכה להיות חיובית. לדבריו של ד"ר וגנר, התפיסה המקובלת לא ראתה קשר בין רגשות מסויימים ופעילות קוגניטיבית כמו זיכרון, כך שבמקרה של רגש אחר המוח היה צריך לפעול בצורה דומה. אולם כאשר החוקרים חשפו את העכברים לרגש אחר - רגש שלילי הקשור לחשיפה לגירוי מפיחיד - התברר שהמוח עובד בצורה אחרת: גם במקרה הזה נצפתה פעילות ריתמית חזקה ותיאום בפעולה של האזורים הקשורים לזיכרון, אולם כל זה נעשה בתדר אחר ובריתמיות אחרת, איטית יותר. "נראה שכשהרגש הוא חברתי וחובי, המוח אומר לאזורים לעבוד על פי פרוטוקול תקשורת אחד. אולם כאשר הרגש הוא אחר, רגש שלילי של פחד במקרה הזה, המוח אומר לאותם אזורים לעבוד על פי פרוטוקול תקשורת אחר. את ההשלכות המדוייקות של כל אחד מהרגשות השונים על הזיכרון נצטרך לברר בעתיד בניסויים שונים, גם עם בני-אדם. אולם באופן כללי המשמעות ברורה, רגשות שונים גורמים למוח לעבוד בצורה שונה, גם ביחס לתהליכים קוגניטיביים כמו למידה וזיכרון", סיכם ד"ר וגנר.



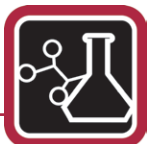
מחקר חדש ופורץ דרך באוניברסיטה מצא בפעם הראשונה כי רגשות אינם רק תוצרים של עיבוד המידע במוח, כפי שהיה נהוג לחשוב עד כה, אלא גם משפיעים ישירות על תהליכי היווצרות הזיכרון במוח. "מתברר שרגשות שונים גורמים למוח לעבוד בצורה שונה ובתדרים שונים", אמר ד"ר שלמה וגנר מחוג סגול לניוירוביולוגיה, עורך המחקר.

המטרה המרכזית של המחקר הנוכחי, שהתפרסם השבוע בכתב העת המדעי היוקרתי eLife, הייתה לנסות ולזהות את הפעילות החשמלית במוח בעת היווצרות של זיכרון חברתי. תוך כדי כך מצאו החוקרים, ד"ר וגנר ותלמיד המחקר אלכס טנדלר, לא רק את ההסבר המדעי לפתגם: "אין הזדמנות שנייה לרושם ראשוני", אלא הרבה יותר מכך - קשר בין רגשות ותהליכים קוגניטיביים כמו למידה וזיכרון.

כשהחוקרים בחנו, בחלק הראשון של המחקר, את הפעילות החשמלית במוח של חולדות בעת התנהגות חברתית הם גילו פעילות ריתמית חזקה המשקפת

ריגוש של החיה. להפתעתם הם גילו כי הפעילות הזו היתה חזקה במיוחד ומתואמת (סינכרונית) בין אזורים במוח הקשורים לזיכרון חברתי בזמן המפגש הראשון בין שתי חולדות זרות לעומת זאת, הפעילות הריתמית במוח הלכה וירדה בעצמתה וברמת התיאום בין האזורים השונים ככל שהמפגשים בין שתי החיות הלכו וחזרו על עצמם. "כלומר, במפגש הראשון בין החיות, כשהן היו זרות זו לזו, הרשת המוחית עבדה בתיאום וברמה גבוהה מאוד. זה כאילו שהיא עבדה על פרוטוקול תקשורת מיוחד שתיאם בין האזורים השונים במוח ואמר להם בדיוק מתי לפעול באיזה תדר. ככל שהחיות כבר הכירו אחת את השנייה, הפעילות הריתמית ירדה בעצמתה והתיאום בין האזורים השונים ברשת הלך ודעך", ציין ד"ר וגנר.

החוקרים השוו את הפעילות המוחית בזמן פעילות חברתית לזו המתקבלת כתוצאה מגירויים לא רגשיים, למשל מפגש עם אובייקט דומם, אולם למרות שברמה ההתנהגותית, העכבר הראה עניין רב גם בגירויים אחרים, ההתנהגות המוחית לא תאמה לתאום המיוחד במינו שנצפה בזמן של



מדר טכנולוגיה ומדע

פרופ' פרננדו פטולסקי, אוניברסיטת תל אביב



אוניברסיטת  
תל-אביב

# חוקרים מאוניברסיטת תל-אביב פיתחו גלאי ננוטכנולוגי המזהה מולקולות של חומרי נפץ



כאשר כל הגלאי כולו בגודל לפטופ, וזה רק אב הטיפוס. אנחנו כבר עובדים על בניית מערכת עוד יותר ניידת, שתהיה בגודל אייפון.

בעתיד הגלאי יוכל לשמש כוחות מבצעיים, ואף להחליף את מערכות האבטחה הקיימות בשדות תעופה, בכניסה לקניונים, בתחנות רכבת ועוד לחבר

צוות חוקרים מאוניברסיטת תל-אביב ומחברת Tracense, בראשותו של פרופ' פרננדו פטולסקי מבית הספר לכימיה ע"ש סאקלר באוניברסיטת תל-אביב, פיתח גלאי כימי המסוגל לזהות מולקולות של חומרי נפץ. הפיתוח החדש, שכבר מעורר עניין רב בגורמי ביטחון בארץ ובעולם, מתפרסם בכתב העת היוקרתי Nature Communication.

פרופ' פטולסקי מסביר כי הגלאים הקיימים לזיהוי חומרי נפץ הם יקרים, מגושמים ותהליך הפענוח של ממצאיהם אורך זמן רב ומצריך מומחים אנושיים ומעבדות חיצוניות. "קיים צורך במתקן קטן וזול, שאפשר יהיה לשאתו ביד, ויאפשר זיהוי מהיר, אמין ויעיל של חומרי נפץ", אומר פרופ' פטולסקי.

## שימושים מבצעיים ואזרחיים

הגלאי החדש, המבוסס על גלאי קודם שפיתחו פרופ' פטולסקי וצוותו לפני 3 שנים, מסוגל להבדיל בין מולקולות של חומרי נפץ שונים, וכן לזהות חומרים ללוחמה ביולוגית וכימית. חברת Tracense, שותפתה של אוניברסיטת תל-אביב, השקיעה מיליוני דולרים בפיתוח אב הטיפוס, שכבר נמצא בבדיקה של גורמי ביטחון ישראלים כמו השב"כ.

בעתיד, מסביר פרופ' פטולסקי, הגלאי יוכל לשמש כוחות מבצעיים, ואף להחליף את מערכות האבטחה הקיימות בשדות תעופה, בכניסה לקניונים, בתחנות רכבת וכדומה. "הוא יעבוד אפילו על מזל"טים", אומר פרופ' פטולסקי. "הטווח תלוי בריכוז, כמובן, אבל מעבדה של חומר נפץ מייצרת מספיק מולקולות של T.N.T, כך שמעל כל הבית יש ענן מולקולרי של חומר נפץ. המזל"ט שואב את האוויר מעל הבית והגלאי מגלה את חומר הנפץ". בנוסף, פרופ' פטולסקי וצוותו מפתחים גלאים גם לשימושים אזרחיים. "זו אותה ליבה טכנולוגית. על בסיס אב הטיפוס הביטחוני אנחנו מפתחים גם גלאים לשימושים אחרים, כמו, למשל, גלאים לחומרים נרקוטיים".

## רגיש יותר מאפם של כלבים

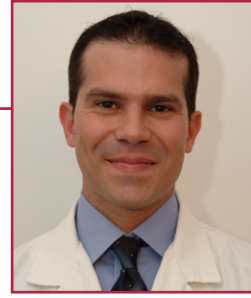
הגלאי שפיתחו פרופ' פטולסקי וצוותו, מורכב משבב שעליו התקן של ננו-סיבים העשויים סיליקון. הסיבים יוצרים התקן חשמלי בעל רגישות גבוהה לסביבתו החשמלית, ואילו הננו-סיבים מצופים בשכבה של 144 קולטנים כימיים. כאשר מולקולה של חומר נפץ באה במגע עם הקולטנים, היא נקשרת אליהם ומגיבה לכל אחד מהם בנפרד ובזמנית. הגלאי מנתח מתמטית, ובזמן-אמת, את התגובה המולקולרית של הקולטנים השונים לחומר, וכל זאת במהירות, באמינות וביעילות שאין להן תחרות - אפילו לא מצד הכלבים.

"זה בדיוק מה שקורה באף או בלשון", אומר פרופ' פטולסקי. "הגלאי שלנו הוא בעצם אף מלאכותי למולקולות של חומרי נפץ, כאשר הגלאי שלנו רגיש בערך פי 3000 יותר מאף של כלב. בדרך כלל, ככל שהגלאי רגיש יותר כך הוא פחות סלקטיבי, אבל הקולטנים שלנו סלקטיביים עד לריכוזים של אחד לקוודריליון - רגישות חסרת תקדים. הגלאי הזה מזהה ממרחק גדול מאוד כמויות מזעריות של מולקולות שגלאים אחרים לא יכולים לזהות,



מדור רפואה  
קונבנציונאלית וטבעית

ד"ר אריק טוויל



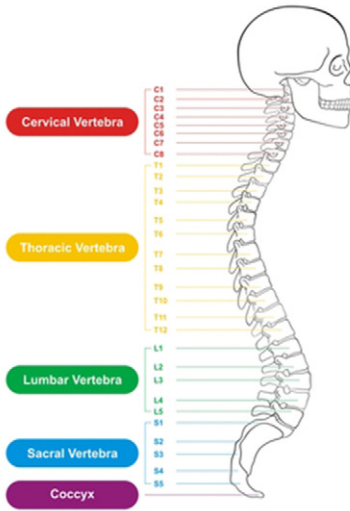
# גורמים ופתרונות לבעיות גב בגיל היפה

בעיות גב נפוצות במהלך החיים. הן באות לידי ביטוי במגוון גדול של סימפטומים כגון כאבי שרירים, זלקות, פריצות דיסק עם תסמינים נירופטיים וגם שינויים ניווניים המכונים DJD (Degenerative joint disease) (OA (Osteoarthritis - ו disease).

כאשר גוף האדם מתבגר תהליכים ניווניים מתחילים את התפתחותם. ואמנם שהציבור הרחב מייחס את השינויים הללו "אך ורק לגיל" הדבר רחוק מהמציאות. ברוב המקרים שינויים אלה מתרחשים כתוצאה מביומכניקה לקויה בעמוד השדרה הנמשך שנים רבות. לעמוד השדרה ישנן זוויות טבעיות הנחשבות לאופטימליות ותקינות. קימור עמוד שדרה צווארי, קימור עמוד שדרה גבי, קימור גב תחתון ועצם הזנב. ישנם גורמים רבים לשינויים בקימורים ובזוויות התקינים של

עמוד השדרה העלולים להתרחש כבר בשלבים המוקדמים של החיים כמו העדר שלב הזחילה בתקופת הניקות, סחיבת משקל יתר על עמוד שדרה מתפתח בתקופת הילדות, אימונים קשים בתקופת השירות הצבאי, ארגונומיה לא נכונה בסביבת העבודה, חולשה של שרירי הגב התומכים בעמוד השדרה, בעיות יציבה ועוד. ברגע שיש שיבוש בקימורים אלה, מתחיל הגוף באופן טבעי תהליך ניווני בעמוד השדרה.

בשלבים מוקדמים של התהליך אנו עלולים להרגיש כאבי גב וזלקות באזורים שונים בגב. לאחר מכן התהליך מאותן לנו בתחושות המוקרנות לגפיים כמו נימולים או כאב מקרין. סימפטומים אלו מאפיינים תהליך של לחץ על הדיסק הבין חולייתי שמסתיים בבלט או פריצת דיסק. בשלב מאוחר יותר מתחיל עמוד השדרה להתנוון כאשר מתחיל שינוי במרקם העצם של החוליות. בסופו של התהליך ישנו קיבוע של החוליות. זוהי דרכו של הגוף לפצות על חוסר היציבות שנגרמה לביומכניקה של עמוד השדרה עקב איבוד הזוויות וטווח התנועה. הפתרון לתהליך זה מתחיל בהבנתו ומניעתו. לאחר שפרסנו בפניכם



את הגורמים למרבית בעיות הגב נציין את הדרכים לשמירה על בריאות עמוד השדרה לאורך השנים. הרעיון הוא הורדת לחצים מיותרים מעמוד השדרה, חיזוק ושיפור תפקודו ונקיטת אמצעים למניעת התפתחותן של בעיות גב בעתיד:

1. ניהול אורח חיים בריא הכולל תזונה נכונה וספורט. שילוב של מתיחות, פעילות איורובית ומשקולות.
  2. ארגונומיה נכונה המקלה על לחצים ומתחים פיסיולוגיים.
  3. גילוי מוקדם של ליקויים בזוויות וטווח תנועה של עמוד השדרה באמצעות צילומי רנטגן מיוחדים המסוגלים לאתר את הבעיה.
  4. התייעצות עם מומחה לעמוד שדרה כגון כירופרקט או נירוכירורג ברגע שאי נוחות מסוימת מתפתחת. במוקדם ולא במאוחר.
  5. קבלת טיפול. בהחלט ניתן לטפל בבעיות גב באמצעות טיפול מתאים ולתרום לשיפור ושימור הקימורים הטבעיים של עמוד השדרה.
- המלצות אלה מביעות רק חלק מן המידע הקיים העוזר לנו לטפל, לתחזק ולמנוע בעיות בעמוד השדרה. באמצעות מניעה של בעיות גב נוכל לחסוך הרבה חוסר נוחות וסבל מיותרים וליהנות מהגיל היפה.**

[www.doctor-t.co.il](http://www.doctor-t.co.il)

# להשקיע בנדל"ן בחו"ל

## עם אנשים הראויים לאמון שלך

**PROFIMEX** - זרוע הנדל"ן של במברגר-רוזנהיים בע"מ המוסיפה ערך ללקוחותיה כבר **47 שנים**, ביושר, בהגינות ובשקיפות מלאה. במהלך **17 השנים** האחרונות השתתפה **PROFIMEX** עם משקיעיה, לצד שותפיה הגלובליים, בהשקעות במעל **3,000 נכסים** ועשרות אלפי יחידות דיור להשכרה, בשווי כולל של כ- **45 מיליארד דולר**. **PROFIMEX** הניבה למשקיעיה (כולל הפסדים כתוצאה ממשבר 2008) **תשואה שנתית ממוצעת של 12.93%**

..... מדגם השקעות שמומשו לאחרונה .....

תשואה שנתית למשקיע לאחר המימוש	צפי התשואה השנתי המקורי בהתאם לתוכנית העסקית	חלקם של פרופימקס ומשקיעיה	ההשקעה (כולל מינוף בנקאי)
<b>29.7%</b>	14.5%	 דולר 2,870,000	Arnada Pointe דולר 19,000,000
<b>17.7%</b>	15%	 דולר 5,700,000	Legacy Heights דולר 47,500,000
<b>27.1%</b>	11.2%	 דולר 4,280,000	Monterey דולר 91,500,000
<b>24.9%</b>	15.5%	 דולר 3,500,000	Castro דולר 17,000,000

להצטרפות להשקעות עם **פרופימקס**, התקשרו:

**09-7774444**

**PROFIMEX®** • רחוב זרחין 10 • ת.ד. 1155 • רעננה • [www.profimex.com](http://www.profimex.com) • [profimex@profimex.com](mailto:profimex@profimex.com)

25 האמור לעיל הינו בגדר פרסום כללי בנוגע לפעילות **PROFIMEX** והאפשרות לבצע השקעות נדל"ן באמצעותה והוא אינו מהווה הצעה או הזמנה לבצע השקעה כלשהי או לרכוש ניירות ערך כלשהם. התשואות המוצגות לעיל משקפות דוגמאות לתשואות עבר בעסקאות נדל"ן אשר מומשו ואינן מהוות תחייבות להשגת תשואות עתידיות כלשהן. משקיעים פוטנציאליים המעוניינים לבצע השקעה באמצעות **PROFIMEX** ישולבו בהליך השקעה אשר יתבצע בהתאם לדיני ניירות ערך הרלוונטיים.



מדור משפט, ניהול ושיווק

אבירם הנדל



# תכנון כלכלי של העיזבון בכפר הגלובלי

העובדה שלדידו אינו ראוי לירושה בשל יחס מחפיר או בשל העובדה שכבר קיבל הענקות רבות בחייו. אדם רשאי גם להוריש את רכושו לנאמנות שהילדים הם נהנים בה, ואף לקבוע כי האחרונים יהיו רשאים ליהנות מפירותיה בלבד כאמצעי לשמירת ערכם של הנכסים לתקופה ממושכת. במקרים אלו איזון חלוקת הרכוש יעשה באמצעות הצוואה.

מנגד, יש מדינות לא מעטות, ולמעשה מרבית מדינות האיחוד האירופי, המשלבות מטעמי מדיניות הוראות המחייבות שחלק מרכושו של אדם יעבור ליורשיו הטבעיים - בני משפחתו ללא כל תלות ברצונו האישי (forced heirship). הוראות אלה קובעות כי אחוז מסוים של הירושה יעבור לבני הזוג הנתרים בחיים, לילדי המוריש, או - בהיעדרם של אלה - לקרובים אחרים של המוריש. לצורך הדוגמה, אם תושב צרפת ערך צוואה לפיה הוא מבקש לתרום את כל כספו לבית חולים כלשהו, המשמעות היא שהחלק הכפוי יעבור ליורשיו על פי דין ורק החלק הנתר יועבר לנהנה על פי צוואתו.

יתרה מכך, יש מדינות אשר אף קובעות בחקיקה כי צאצאי המוריש יכולים לתבוע שבחישוב העיזבון יובאו גם מתנות ומענקים שניתנו לאחרים סמוך למות המוריש (clawback) כדי למנוע את עקיפת החוק. מספר השנים שלגביהן יש לעשות חישוב רטרואקטיבי שכזה משתנה ממדינה למדינה.

בדרך כלל, האמנה מחילה (בסעיף 21) על עיזבון, כברירת מחדל, את דין מקום מושבו הרגיל (habitual residence) של האדם בעת פטירתו. ואולם, לצד זאת, בהתאם לסעיף 22 לתקנה המאפשר למוריש לבחור את הדין שיחול על עזבונו, אדם המחזיק במספר אזרחויות, ומקום מושבו באחת ממדינות האיחוד האירופי, יוכל לבחור לאמץ את הדין של כל אחת ממדינות האזרחות שלו.

לשם ההמחשה, אדם שמקום מושבו במדינה המחייבת אותו להוריש נתח מעיזבונו לצאצאיו, יוכל לבחור לאמץ את דין מדינת אזרחותו הנוספת, וכך "ליהנות" מחופש ירושה רחב יותר, ככל שהדבר ניתן על פי דין מדינת האזרחות. ברמה המעשית, יש להדגיש, כמובן, כי בחירתו של אדם לאמץ דין שונה ממקום מושבו צריכה לקבל ביטוי מפורש בצוואתו.

בעולמנו הגלובלי, אנו עדים לתופעה ההולכת וגוברת ובמסגרתה יותר ויותר אנשים חוצים יבשות וגבולות מדינתיים, רוכשים נכסים ומקימים עסקים חובקי עולם, פותחים חשבונות בנק במדינות שונות, וכל זאת לעיתים, תוך שינוי מקום מושבם ו/או אזרחותם.

מאחר שבכל מדינה אשר בה מתבצעת פעילות כלכלית חל דין שונה, אחת מדרכי ההתמודדות היא לאחד ככל האפשר, באמצעות כללי ברירת דין, את הדין החל על הפעילות במדינות השונות, כדי להבטיח, עד כמה שניתן, אחידות וקוהרנטיות בטיפול המשפטי. הסדרת הסוגיה והטיפול באותם המקרים שבהם מתעורר "דין זר", נעשית בדרך של התווית כללי משפט בין-לאומי פרטי במסגרת מערכת הדינים של כל מדינה ומדינה, אשר תפקידם להכריע בשאלות של ברירת הדין המהותי החל, בחירת סמכות השיפוט, וקביעת מעמדן ונפקותן של הכרעות שיפוטיות זרות המובאות בפני הערכאה המקומית.

אחד החידושים המשמעותיים שנכנסו לתוקף בעניינים אלה ובפרט בתחום דיני הירושה, הוא תקנת האיחוד האירופי 650/2012 בדבר סמכויות שיפוט, הדין החל, הכרה ואכיפה של החלטות וקבלה ואכיפה של מסמכי מקור, בענייני ירושה ובדבר יצירת תעודת ירושה אירופית. התקנה היא מעשה חקיקה לכל דבר, שיש לו תחולה ישירה במרבית מדינות האיחוד האירופי (פרט לממלכה המאוחדת, אירלנד ודנמרק) החל מיום 17 באוגוסט 2015. הוראות התקנה תומנות בחובן שינויים ותמורות לא מעטים, אשר מתוכם ניתן לגזור השלכות מעניינות לעניין תכנון כלכלי של העיזבון.

לשם הדוגמה, אחד הסעיפים המרכזיים בתקנות החדשות עוסק בשאלת ברירת הדין החל על חלוקת עזבונו של הנפטר. כידוע, דיני הירושה בישראל הם דינים ליברליים, אשר הולכים בדרכו של המשפט המקובל, ומאפשרים לאדם חופש הורשה מוחלט. כך, יכול המוריש להעביר את רכושו לכל מאן דהוא שבו יחפוץ כמעט וללא כל התערבות מדינית.

כך, למשל, אדם יכול לבקש לתרום את רוב כספו לקרן צדקה. במקרה אחר, אדם רשאי לבקש לנשל את מי מילדיו לנוכח



הואיל ויש אזרחים ישראלים רבים המתגוררים כדרך קבע במדינות האיחוד האירופי, ועם כניסתן לתוקף של תקנות האיחוד האירופי יש בידיהם 'כלי עבודה' נוסף ומשמעותי בארגז הכלים לתכנון ועיצוב הונם האישי והמשפחתי.

### מספר הבהרות:

## לאילו מדינות יש forced heirship והן חלק מהאיחוד האירופי?

מתוך עשרים ושבע מדינות האיחוד האירופי, בעשרים וחמש מדינות (למעט אירלנד ומהממלכה המאוחדת -אנגליה, ווילס וצפון אירלנד) יש כללים שלא ניתן להתנות עליהן (forced heirship).

### 'מי המדינות שאינן מאמצות את התקנות, ומדוע?

תקנה זו תחול במרבית המדינות החברות באיחוד החל מיום 17 באוגוסט 2015 (פרט לממלכה המאוחדת, אירלנד ודנמרק שבחרו שלא להיות מחויבות על פי התקנה, מכוח הסמכות המוקנה להן בפרוטוקולים הנספחים לאמנת האיחוד האירופי Treaty on European Union ולאמנה בדבר התפקוד של האיחוד האירופי (Treaty on the Functioning of the European Union)).

## דוגמאות למשמעויות וההבחנה בין forced heirship לבין החופש להוריש:

במדינות שבהן ניתן למוריש החופש לבחור את יורשיו כרצונו, אדם זכאי, כאמור, לתכנן את חלוקת הונו האישי באופן כמעט חופשי תוך שימוש בכלים רבים העומדים לרשותו. כך, לשם הדוגמה, אדם יכול לבקש לתרום את רוב כספו לקרן צדקה. במקרה אחר נוסף, אדם רשאי לבקש לנשל את מי מילדיו לנוכח העובדה שלידו אינו ראוי לירושה בשל יחס מחפיר או בשל העובדה שהוא קיבל הענקות רבות בחייו, הוא כבר חלק מהעסק המשפחתי וכו', ולכן מבקשים לאזן את חלוקת הרכוש באמצעות הצוואה. בדרך נוספת, אדם רשאי להוריש את רכושו לנאמנות שהילדים הם נהנים בה, ואף לקבוע כי הלה יהיו רשאים ליהנות מפירותיה בלבד כאמצעי לשמירת ערכם של הנכסים לתקופה ממושכת.

מנגד, לחופש הירושה המוחלט עלולות להיות אף השלכות בעייתיות, וזאת לנוכח העובדה שאדם רשאי לשנות את צוואתו בכל עת ואף בסמוך למועד פטירתו. כך, למשל, קיים חשש מפני השפעות חיכוניות מצד אנשים שהיו קרובים למנוח בסמוך למועד פטירתו, והובילו לחלוקת רכושו של המנוח שלא בהכרח בהתאם לרצונו החופשי. בהקשרים אלה, קיימים סיפורים לא מעטים בדבר מטפלים סיעודיים שהובילו את מטופליהם לשינוי צוואתם ונישול

צאצאיהם לטובת אותו המטפל.

מנגד, במקרה של forced heirship, אדם מוגבל להחליט מה יעשה בחלק מסוים בלבד מכלל רכושו. לשם הדוגמה, אם תושב צרפת ערך צוואה לפיה הוא מבקש לתרום את כל כספו לבית חולים כלשהו. המשמעות היא שחלק מסוים יעבור ליורשיו על פי דין ורק החלק הנותר יועבר לנהנה על פי צוואתו. במצב דברים זה, עלולה להיות בעיה במקרה של מוריש שאינו מצוי בקשרים עם בני משפחתו, או שסבל מהתעמרות מצד חלקם, ובכל זאת יהיה מחויב בהורשה לטובתם.

### דיני הירושה בישראל:

חוק הירושה הישראלי הולך בעקבות הדין האנגלי בהעדיפו אתחופש המוריש לצוות את רכושו כרצונו. סעיף 40 לחוק הירושה, התשכ"ה-1965 קובע:

"אדם רשאי לצוות לאחד או לאחדים - (1) כל עזבונו או חלק יחסי מכל עזבונו; (2) נכס מנכסי עזבונו או טובת הנאה מעזבונו (בחוק זה - מנה)".

במילים פשוטות יותר, המוריש רשאי לצוות את רכושו כרצונו. המשפט הישראלי הושפע במקרה זה מהמשפט המקובל. מנגד, במדינות בהן נהוגה שיטת המשפט הקונטיננטלית, אשר בהן לא ניתן לצוות את חלק הירושה הכפוי המגיע לקרובי המשפחה של המוריש, יש לקרובי משפחתו המנושלים סעד בדין שנועד למנוע את עקיפת החוק, המאפשר להם לתבוע שבכלל העיזבון ייכללו מתנות ומענקים שהמנוח נתן לאחרים סמוך למותו (clawback). מספר השנים שהיורשים יכולים לתבוע לקבל רטרואקטיבית כל מתנה שניתנה בחיי המוריש שונה ממדינה למדינה, אך קיים ברוב המדינות, כגון: שנתיים באוסטרליה ועשר שנים בגרמניה.

החופש מביא גם להורשות נכסים תמורות. כך, למשל, נטען שוב ושוב כי באנגליה ובארה"ב מוקנים לחיות מחמד סכומי עתק בצוואות על חשבון בניהם של נפטרים, אף אלו שטיפלו בהוריהם במסירות.



מדור תיירות ופנאי

כתב וצילם: גילי חסקין



# הטאג' מאהל



צילום: יובל גנות.

של חרשי האבן שנכרתו על ידי הקיסר, כדי להבטיח שלא יוכלו לבנות מבנה שישווה ביופיו לטאג', או חלילה יהיה יפה ממנו. בסופו של דבר נסענו לאגרה כמובן, ופילסנו את דרכנו בין המוני הסוחרים הצובאים על הפתח ומנסים למכור לתיירים דגמים של הטאג' בכל גודל או מחיר אפשריים.

אנו עוברים בגלאי המתכת, חוצים את החצר הקדמית המרוצפת באבו חול אדומה, עם שער הכניסה המקושט, ושם לפנינו התנשא הטאג' מאהל בכול יופיו והדרו, עטוף בערפילי הבקר. אנו מנסים לעכל את כל המראות המכים בנו בעצמה: הגן המעוצב על מזרקותיו ושביליו הרחבים והבריכה שדוקנו של הטאג' משתקף בה במהופך.

כל התחושות, האמונות והדעות הקדומות, הוכנעו בו ברגע שעמדנו נוכח הטאג' מאהל, שכשמו כן הוא - פנינת הארמון. לא היה קשר בין מה שראינו בתמונות ובציורים לבין הדרו של המבנה. הטאג' מוחק בנוכחותו האמיתית והזוהרת את אלפי הזיזופים שהציפו את דמיוננו. מאז ראיתיו פעמים רבות, ובכל פעם הוצפתי על ידי אותה תחושה. הוא ניצב מול עיני בצבע ורדרד של זריחה ובכתום של שקיעה, ופעם אחת מיוחדת בעונת המונסון, כאשר הגיח הירח המלא מבעד לעננים והאיר את כיפתו הרטובה של הטאג' וזו נצצה למרחוק באור יקרות, כמו יהלום ענק. הוד רוממותו.

הסתובבנו בשבילי הארמון השקטים שהמו תיירים מרחבי הודו ומכל קצות תבל, ועם זאת היו שקטים מאוד. פה ושם נשמעו קריאות התפעלות, כאן וכאן קבוצת מטיילים הצטלמה בפזזה קיטשית כזו או אחרת, מפניה כלשהי עלה לביל קולות, הבזק של מצלמה סנוור את עינינו, אך בסך הכול החריוגות הקטנות האלה נבלעו בשקט האצילי של המבנה. הנוכחות מלאת ההוד של הטאג' מאהל מכה בתדהמה ומעלימה מיד את כל הלהיות שהיו לנו בקשר לירידת ערכו. ההודים מביטים בתיירים בגאווה. מישוה פעם הכריז שהזרים שמשלו בהודו ומצצו את לשדה באים עתה להעריץ את תבונת כפיו של העם ההודי. זה לא מדויק. המבנה איננו יציר כפיים הודי, אלא בינלאומי. האדריכל הראשי היה פרסי, אוסטאד אחמד להאורי (Ustad Ahmad Lahawri), מניח הכיפה היה תורכי, משבץ אבני החן היה איטלקי. היה כאן סיעור של טובי המוחות בעולם.

הכיפה מזכירה שד של אישה יפה השוכבת על גבה, והשיש מעניק תחושה של רוח אנושי כמעט. סביב היכל הקבר ארבעה מגדלים חסונים העומדים עליו למשמר. אני ראיתי בהם כיזונים וקרליבך, בדמיונו הפורה, ראה בהם ארבע רקדניות שיצאו למחול הלום יין. יש כאן יופי, רוח, תואם, שלמות, ובעיקר משחק מדהים של פרופורציות. מישוה ישב שעות, חשב ומדד איך יגרום לצופה לשלווה עילאית. זוהי מהדורה אסימטרית משוכללת של "חתך הזהב" שיוגדר מאוחר יותר, ברנסאנס. לא לחינם חרתו כאן את השיר הפרסי - "אם ישנו גן עדן עלי אדמות הרי הוא כאן..." לו הייתי לצדו של שאח ניהאן בעת הבנייה, כאשר הסתובב בין הבנאים משולבה מתחליף האבן לאהבתו השמימית, כשהוא מוטרף מתשוקה ומצער, הייתי מציע

עבור תיירים רבים המגיעים להודו, אגרה היא נקודת הביקור ההכרחית, לעתים אפילו היחידה. דומה שמרבית התיירים הבאים להודו מסתפקים ב"משולש הזהב" הממוסחר הכולל את דלהי, אגרה וגייפור. אגרה היא האתר הראשון בנתיבים הכבוש של התיירים. שם נמצא המבנה שמסמל את הודו יותר מכול - הטאג' מאהל. איילת, שעברה איתי קילומטרים רבים לאורכה ולרוחבה של הודו, לא הביעה התעניינות בביקור הזה, ליתר דיוק אפילו הפגינה חוסר התעניינות. אין לה עניין לראות עוד מבנה, יפה ככל שיהיה. כבר ראינו מבנים מוסלמיים מרשימים בהיידראד ובביג'פור שבדרום. מדוע להטריח את רגלינו שוב דרך הצפיפות ואלפי הטרדנים כדי לראות ארמון שנבנה עבור גווייה? היא הגזימה כמובן. אולי משום שרצתה שאשכנע אותה. אבל היה משהו בדבריה. חודשים טרם בואנו לאגרה כבר הולעטנו בתמונות הטאג' מאהל. המבנה ניבט אלינו מאלבומים ומגלויות, מפרוספקטים ומשלטי חוצות, מלוחות שנה ומפרסומות לסרטים. ראינו אותו בזריחה ובשקיעה, עם השתקפותו במים או מעבר לנהר. מיליארד תמונות על בונבונירות וספרי הדרכה לתיירים. עד שהיה לנו לזרא.

הטאג' מאהל נחשב לאחד המבנים המופלאים עלי אדמות. כמה קופירייטרים הזדרזו למנות אותו ברשימת שבעת פלאי תבל, גם אם נבנה אלפיים שנה לאחר שהרשימה נחתמה. הבעיה שהטאג' מאהל צבר משמעויות כה רבות, עד שכבר אי אפשר לראות אותו כמות שהוא. סלמן רושדי טען פעם כי המתקפה התקשורתית מצווה עלינו לראות במאוזוליאום השיש של השאח ג'האן לאשתו מוג'מז מאהל, הידועה כ"טאג' ביבי", את האנדרטה הגדולה ביותר בעולם לאהבה. גם קרליבך השתמש במטבע הלשון השחוק הזה, למרות שגם הוא הסתייג מכך שהשכפול ההמוני עיקר כמעט לחלוטין את הטאג' מאהל. איילת הציעה לפסוח על הטאג' במסלולנו, בדיוק בגלל החשיפה המוגזמת שלו. לא עזרו סיפורי האגדה על ידיהם

הארמון הוא שיבוש שהשתרש עם השנים של שמה. הכרוניקנים ההודיים מספרים שהצעירה היפהפייה היתה אף היא נצר לבית המלוכה. היא היתה אחייניתה של נור ג'האן, אשתו של הקיסר הגדול ג'האנג'יר, שבעצמה היתה אחייניתה של ביגליס בגום, מלכתו הפרסית של אכבר, נכדו של מייסד השושלת והקיסר המוגולי השלישי, שהרחיב את גבולות המדינה ונדע באהבתו לאומנות ולמדעים. כותבי הרשומות המכבירים בפרטים, לעיתים מייגיעים, לא מסבירים כיצד נתגלגלה הנסיכה אל דוכני השוק ומותירים משהו לדמיון.

צמד האוהבים חי יחדיו שמונה עשרה שנים. לא נפרדה לרגע מבעלה ונתלוותה אליו לכל מסעותיו. הוא אהב אותה כפי שלא אהב שום אישה לפניו. היא היתה המאהבת, החברה והיועצת שלה, ובהשראתה יזם מסעי צדקה ונדביות. היא מתה בלידת בנם הארבעה עשר, שלוש שנים לאחר שחוראם עלה על כס המלוכה בתור הקיסר שאה ג'האן.

ארבעה-עשר ילדים ילדה לו, ובשלוש-עשרה מהלידות נכח לידה. אולי אחז בידה, אולי ניגב במטפחת משי את פניה המיוזעים, אולי סייע למיילדות. רק בלידה האחרונה, של בנה הארבעה-עשר, לא היה נוכח. בלידה זו, ב-7 ביוני 1630 נפחה את נשמתה ושאה ג'האן לא סלח לעצמו. אפוף חרטה ואולי גם רגשות אשם, הסתגר בארמונו ואז ציווה על הקמת מבנה שינציח את אהבתו העילאית. העובדות והאגדות מתערבבות זו בזו. מסורת אחרת טוענת שעל ערש דווי סחטה פנינת הארמון הבטחה מבעלה האוהב והדואב שיקים לה מצבת זיכרון שתשווה לה ביופייה. הכול מסכימים שעבורו היתה בניית הקבר למשימה החשובה של חייו. הבנייה ארכה למעלה מעשרים שנה והשתתפו בה עשרים אלף אומנים.

על פי מסורת מקובלת היה הטאג' מאהל רק חצי מתוכנית הבניין המקורית של שאה ג'האן, שהורה לבנות מעברו השני של הנהר מבנה דומה המצופה שיש שחור. אולם השליט המוגולי הודח מן השלטון על ידי בנו אורנג'זב (Aurangzeb) בטרם הספיק להשלים את תוכניתו. אולי בגלל ההתנגדות שעוררה הבנייה האקסטרווגנטית שלו. עד יום מותו הוחזק שאה ג'האן במעצר במצודה, כקילומטר וחצי מערבית לטאג' מאהל. לאחר מותו (1666) נקבר לצד אשתו. קברו הפר את הכלל הארכיטקטוני שהנחה את בוני המתחם - סימטריה והרמוניה מושלמת בין כל חלקיו. הגם שמת ערירי וגלמוד, מושפל על ידי בנו הוא, נכנס שאה ג'האן להיסטוריה בשל הטאג' מאהל ובשל טירוף האהבה אותו הצליח לנקז לנתיב מופלא של יצירה. דווקא הוא, שבנעוריו פרק כל עול והפר כל קוד של מוסר כאשר חמד את פילגשו של אביו, הוא, שידע נשים לרוב ולא בחל בשום שיטה אכזרית כדי לרדות בנתיניו, גילה כמו סבי-סבו הגדול, תימור לנג, רובד רך באישיותו. המומטאז לא היתה רק אהובתו השמימית, היא היתה החיבור שלו לרבדים הנשיים באישיותו. הלוחם הגדול היה חייב לפרוק את צערו ואת כמיהתו לרוך אנושי ותרנגם אותם למצבת ענק של אבן. זהו הישג ארכיטקטוני נדיר, שהיטיב לתאר אותו המשורר ההודי ריברדנאט טאגור, שטען כי "הטאג' הוא דמעה על לחיו של הנצח". המבנה אינו רק מקדש לאהבה, אלא ביטוי ארכיטקטוני לתכונות הנשיות שלו, של כולנו. הטאג' הנו אחד מהישיג האדריכלות הגדולים בעולם, שיר הלל ליכולת האנושית. הוא מוחה באחת את כל זיופיו וחיקוייו, מגמד במראהו את צילומיו. הוא מזכיר לנו שהעולם הוא מוחשי, שהמקור חזק מבכבותו המשתקפת במים, שהצליל משכנע יותר מהדד, שיש אלף דרכים לבינוניות ורק דרך אחת לגאונות.

www.gilihaskin.co.il

לו לרשום את אחד ממשפטי האלמוות שטבע סבי-סבו, תימור לנג, איש הברזל הפיסח ממרכז אסיה: "אם הנך מפקפק בעוצמתנו, הבט על בניינו". בתוך המבנה, מעבר לשכבת השיש, נמצא קברה של "פנינת האלוהים" ועליו חרות פסוק הקוראן: "אל נא תטיל על שמינו, הו אלוהים, את אשר כבד עליהם מנשוא."

הטאג' לא הופיע יש מאין. קדמו לו קבר הומאיון שנבנה בדלהי שהוא עצמו התפתחות של הבנייה המופלאה שבנו השליטים התורכיים בבוכרה, שחריזבס וסמרקנד. מבנה נוסף הוא ה"בייבי טאג", שנבנה באגרה, שמבחינה ארכיטקטונית אין בו בשורה גדולה אך עיטוריו מרהיבים.

הטאג' מאהל, ששטחו כ-170 דונם, נבנה בהתאם לכללי הסימטריה וההרמוניה וכולל: שער ראשי מפואר עשוי אבן חול אדומה ומעוטר בפסוקים מן הקוראן, גן מסוגן ומעוצב באופן סימטרי אשר במרכזו בריכה והוא מחולק לארבע רבעים שווים על ידי תעלות מים. מסגד הפונה מזרחה וה"ג'וואב" (בניין זה למסגד, הפונה מערבה), שניהם עשויים אבן חול אדומה, והמאוזוליאום עצמו, מבנה מרובע אשר בשיאו כיפה ענקית המתנשאת לגובה של כ-73 מטר (וסכיבה ארבע כיפות קטנות יותר), ובעל ארבע חזיתות זהות (בכל אחת מהן קשת מרכזית המתנשאת לגובה של כ-33 מטר). המאוזוליאום מצופה כולו שיש לבן, משופך באבני חן ומקושט אף הוא בפסוקים מן הקוראן. בחלל הפנימי נמצא אולם בן שמונה צלעות ובמרכזו



קברה של ממוטאז מאהל, ולידו נמצא קבר מעט גדול יותר של השאה ג'האן, שעליו הונחה קופסת קולומוסים, סמל לשליט ממין זכר. על קברה של המומטאז חקוקים תשעים ותשעה שמותיו של אלה. עבודת העיטור מורכבת להפליא לעתים, בתוך פרט עיטורי שאורכו שלושה ס"מ, משובצות למעלה מחמישים אבני חן. בשל האיסור על כל פסל וכל תמונה הפכו הקליגרפיים המוסלמיים את האותיות לאלמנטים עיטוריים והם הצליחו למשוך בהן כך שיראו שונות מאד מצורתן המקורית. מרשימה במיוחד העובדה, שגודל האותיות נראה אחיד, יהיה גובהן אשר יהיה.

סימטריה הוא שם המשחק. זו הסיבה לבניית ארבעת המינרטים. במהלך השנים נעשו ניסיונות שונים לחזור על ההישג, לחקות את ההצלחה, אך תמיד היה חסר משהו, פרט קטן, שלא אפשר לבונים לשחזר את ההישג.

הטאג' מאהל, כך טוענים הרומנטיקנים, חושף את צפונותיו רק לאלו היוזעים להעריך יופי. אחד המדריכים המקומיים, גבר ממושקף, ששערו הכסוף נחצה בדיוק הנדסי על ידי שביל ישר להפליא, טען שהבסיס המבני של הטאג' הוא סמל לארבעת הכיוונים שמהם יש להביט באישה יפה. מהם? לא פירט. "השער הראשי", טען בפרץ של רומנטיקה מעושה, "דומה להינזמת כלה". הטאג' קולט את האור ומשתנה לעומתו. בבקר הוא מקבל גוון וורדרד, לפנות ערב כתום ובערב לבן. בליל ירח, טוענים הרומנטיקנים, מקבל הטאג' גוון זהוב משהו. התמורות הללו מסמלים את מצבי רוחה השונים של האישה. מלמלתי לעצמי שאני מכיר הרבה יותר.

את הארמון המפואר הזה הוליד סיפור אהבה של שליט תורכי שקיבל חינוך פרסי, שאה ג'האן, החמישי בסדרת המוגולים הגדולים. נצר לִפְאָאָר, שפלש להודו בסערה מעמק האוכוסוס (אמו דאריה), באוזבקיסטן של היום והקים בה ממלכה מוסלמית שנתנה כבוד לכל מה שהתרבות הינדית יכלה לספק והעשיר את האיסלם של זמנו. בשנת 1607, כאשר היה עדיין נער וכונה הנסיך חוראם, הוא שוטט בבאזאר של דלהי והבחין ברוכלת יפהפייה, אַרְגִּימֶנד בְּאֵנֵה שמה. הוא עצר את נשימתו וחש את הדם הולם ברקותיו. הוא לא הטיל ספק בכך שהנערה נועדה לו. למרות זאת נדרשו עוד חמש שנים, עד שהצליח לשאת אותה לאישה ב-1612 והעניק לה את שמה החדש "מומטאז מאהל", היינו, פנינת הארמון. שם



טל אבן, Even Better  
תמונות: Ofir Abe

# מסע פורשה חוצה אירופה הוא אחד המסעות המענגים ביותר שכסף יכול לקנות.

לפני איסוף הרכבים, חיכתה לנו ארוחת בוקר עשירה, במהלכה יניב בר, מנהל המסעות של פורשה טרוולס, קסם של בחור, המתהדר ברקע מרשים ביותר של זכייה בתחרויות מוטוריות בינלאומיות, מספר לנו מה אנו עתידים לעבור.

צי של כ-15 פורשה 911 קבריו שחורות מקבל את פנינו, ולרגע נדמה שלוהקנו כולנו לחלק מהקאסט של הניב האיטלקי, במהדורתו המשודרגת. לאחר הסבר קצר אודות הרכב, ואודות כללי נהיגה נכונה ובטיחותית, הנמסרים על ידי אולג, אחד מחברי הצוות ואייקון מוטורי מקומי בפני עצמו, יוצאים לכיוון הרי טירול שבאוסטריה.

הדרך מורכבת מנופים עוצרי נשימה בדמות עיירות קטנות ופסטורליות, הרים ירוקים סביב, ופסגות הרים מושלגים באופק, ומאוטוסטרדות גרמניות, אוטובאנים, נטולי הגבלת מהירות, בדיוק היכן שרכבים כמו פורשה חולצים עצמות.

היעד היה מלון אינטראלפן, מלון בוטיק מדהים ביופיו, שמקבל את אורחיו עם הרכבים שלהם בתוך... הלובי עצמו (!).

במלון מסעדת שף, המתהדרת בכוכב מישלן, וארוחת הערב, בה מוגשות כ-8 מנות, הינה חוויה קולינרית מענגת לשלעצמה.

החדרים עצומים בגודלם, מהודרים ומאובזרים, ומהמרפסת נשקף נוף מדהים, שאליו היינו שמחים לקום מדי בוקר. במקום נמצא מתקן ספא גדול, למי שמעוניין ברגיעה טוטאלית.

בוקר. הרכבים מסודרים כחיילים העומדים במסדר, המפתח ממתין על גג הרכב, ה-GPS כבר מכיל ליעד הבא, מכשיר הקשר טעון ונותר



מסע המשלב את הטוב ביותר מכל העולמות: הרכבים הטובים ביותר, המלונות מפנקים ביותר, המסעדות מעוטרות בכוכבי מישלן, והנופים עוצרי נשימה.

דמיינו מסע שכולו התגלמות החיים הטובים: שיירה ארוכה של פורשה 911, פתוחות גג, עם מנועים עוצמתיים המפיקים לא פחות מ-400 ועד 430 סוסים צוהלים ושריריים, הנשמעים נפלא בין רכסי ההרים.

אם לא די בכך, מתאכסנים במלונות עתירי שבחים, המדורגים בין המלונות הנחשבים בעולם, סועדים במסעדות המתהדרות בשפים מקומיים שזכו בכוכבי מישלן יוקרתיים ונחשקים.

וכמובן- כדי לחצות מדינות וגבולות, צולחים דרכים ומעברים יפיפיים, תוך כדי נהיגה מענגת עד כדי שכרון חושים בפורשה.

דגש המסע אינו על נהיגת מירוצים ספורטיבית. המסע עובר בדרכים ציבוריות מפוקחות ויש לציית לחוקים המקומיים. המסע הוא בדיוק גיימס בונד בהתגלמותו. גינטלמני, אדיב, תרבותי, אך יודע להיות שובב, מרגש ומסעיר.

## מינכן.

המזוודות נאספו מאתנו לתוך רכב מסחרי, הנהוג בידי אחד מחברי הצוות, שדאג, לאורך כל המסע, לשנע את הכבודה של האורחים, ממלון למלון, לעיתים עד החדר עצמו.



## מסעות / מחירים

פורשה טרוולס, שהוציאה קרוב לאלף משתתפים במסעות בשנת 2015, מקיימת מסעות מגוונים. בנוסף למסע שתואר בפסגות האלפים, קיים מסע גרמניה-אוסטריה-שוויץ-איטליה-צרפת, מסע פורשה למונקו, החל משנת 2016 - מסע פורשה לסקנדינביה, מסע ארה"ב, סין ועוד.

מחירי המסעות: כ- 4,000-5,000 יורו למשתתף.

לפרטים נוספים והרשמה:

[www.ptravels.co.il](http://www.ptravels.co.il)



רק להתיישב במושב הספורט ולהתענג מהסאונד האלוהי של המנוע שמתעורר לחיים, דרוך לעוד יום של הרפתקאות. מבלי משים חוצים את הגבול לכיוון האלפים של איטליה. ושם, ממש על גבול שוויץ, פוגשים את מעבר סטלבו, מעבר שרבים מחשיבים אותו כמעבר היפה בעולם, ואף הוגדר בתכנית הנחשבת "טופ גיר" בתור אחד המעברים הרציפים והחדים הטובים בעולם. עולים אותו, על עשרות פיתוליו (סיבובים של 180 מעלות), וברכב כמו פורשה 911 מדובר בחוויה מעוררת. הפסגה, בגובה של 2,760 מטרים, מושלגת, והנוף הפנורמי הנשקף ממנה, אינו דומה לשום דבר שראיתם עד כה. מגיעים לאינטרקונטיננטל בדבוס. מלון מפואר וסופר מודרני זה, אירח לא מעט נשיאים, פוליטיקאים וסלבריטאים. הצוות יודע לספר מה עובר לך בראש, כשאתה בדרכך לארוחת הערב הנהדרת, ופתאום ג'ורג' קלוני נכנס למעלית ומאחל לך ערב טוב. משעשע.

ביום השלישי מגיעים לוילה הונג. המלון, שהוקם בשנת 1905, ושופץ כליל בשנת 2011, הינו מלון בוטיק, ואחת האטרקציות המרכזיות שבו היא בריכת שחייה מחוממת, עם פתחי ג'קוזי ומושב דמוי בר בתוך המים, וממנה נשקף נוף פנורמי מרהיב של אגם שוויצרי סמוך, וכרי דשא ירוקים. חוויה ייחודית ובהחלט אחת מנקודות השיא במסע. מוילה הונג נשים פעמינו לכיוון שטוטגרט, בה שוכן מוזיאון פורשה, המציג במעין מנהרת זמן, את מורשת המותג. מי שמיצה את חוויית המוזיאון בזמן קצר יחסית, יופנה לאאוטלט, מרכז חנויות בעיירה מצינגן, שם יימצא מותגי אופנה נחשבים במחירים זולים עד כדי עשרות אחוזים לעומת מחירם בחנויות רגילות. סיימנו מסלול. אנחנו בוגרי מסע פורשה חוצה אירופה. צוות פורשה טרוולס נתן לנו חוויית שירות שאינה מוכרת בארץ. התכנון, הביצוע, השלווה, הדגישו כולם את עוצמת החוויה בזמן אמת. החשיבה עד לפרטים הקטנים פשוט הדהימה.



הכותב, טל אבן, הבעלים של Even Better, התארח על ידי חברת פורשה טרוולס





מדור תערוכות  
צילום ואומנות

# היופי והחן בשבטי עמק האומו באתיופיה - תכשיטים, קישוטים ועיטורי גוף.

## תערוכה מאת אושיק פלר

בת שבט המורסי (Mursi), אחד השבטים היותר מפורסמים בעמק האומו. בערך מגיל 8 הבנות משחילות עגיל בשפה התחתונה ובהדרגה מחליפות לגדול יותר להרחבת החור, עד שנכנסת צלחת חרס בשפה. מקורו של הנוהג הוא היסטורי - בזמן הפלישה המוסלמית לאתיופיה רצו בנות השבט לכער את עצמן ולהיות בלתי אטרקטיביות כדי שלא יבחרו בהן בשווקי העבדים.



בת שבט הדסנצ' (Dasenach) השוכן בקרבת הגבול עם דרום סודן. פלג גופן העליון של הנשים עירום ועתיר תכשיטים וחרוזים. כל סוג של טראש מדברי הופך לתכשיט וקישוט - פקקים, מפתחות, קומקומים, ברגים... הכל הולך.



שבט הקארו (Karo) מונה מספר קטן מאוד של אנשים (כ-2000) ומשקיף בתצפית אסטרטגית ומרהיבה על נהר האומו. גם הנשים וגם הגברים, מקשטים את עצמם. בני השבט מורחים את הגוף והפנים שלהם בעיטורים לבנים, וזאת על מנת להיות מושכים ואטרקטיביים לבני המין השני.





מגיל צעיר מאוד מקבלות ילדות שבט הניאנגטום (Niangatom) מחרוזות מאביהן, ובהמשך מקבלות מחרוזות צבעוניות נוספות. כשהן מתחתנות האבא של החתן מעניק לכלה חבילת שרשרות חומות, בנוסף על הצבעוניות, ואל תשאלו אותי אם מורידים את המטען הכבד הזה מדי פעם.



שערן של בנות שבט ההאמר (Hamer) הוא אדום חמרה, מבריק ומסריח. את השיער הן מורחות בבוץ אדום המעורבב בשומן פרה או עז. התסרוקת המיוחדת הזו נשארת על הראש כמה שבועות עד שמתייבשת ומתפוררת. אחר כך הולכים למספרה של הטבע, מי הנהר, ומסדרים מחדש את השיער.



בנות שבט הקארו צובעות האחת את רעותה.



אושיק פלר גיל, חוקרת מגדר ותרבות, צלמת סקרנית, חובבת מסעות וטילים עם מבט אנתרופולוגי מגדרי.

oshik@tehuda.co.il 052-3573715

# תמונת עולם "נשים ואנשים מסביב לעולם"

אשיק פלר-גיל

הרצאות שהן מסע תרבותי ואנתרופולוגי מסביב לגלובוס, צוהר מרתק לחייהן של נשים בחברות שונות ברחבי העולם המלוות בצילומים אותנטיים שלי. על מערכות יחסים בין המינים, מיניות בחברות אחרות, מנהגי חיזור, מקומה של האישה בחברה וגם של הגבר, תלבושות וקישוטים מיוחדים, טקסי חניכה יוצאי דופן לבנים ובנות, מנהגים ייחודיים וסיפורים על מפגשים עם נשים ואנשים מיוחדים.

ניתן להזמין סידרת הרצאות או הרצאה חד פעמית.

**"המלכה והמלך שלנו"** - על ממלכת **בהוטאן**, בין סגירות לפתיחות, מלך עם ארבע נשים, אישה עם ארבעה אחים ומנהגי חיזור מפתיעים.

**נשים ושבטים בעמק האומו, דרום אתיופיה** - נשים שמשחילות צלחות חרס בשפתיים, נשים שמבקשות שיצליפו בהן וגם אימהות שהורגות את התינוקות שלהן. תרבויות שבטיות שעוד מעט ייעלמו מהעולם.

**"נשות הים של ג'ו"** - בקוריאה הדרומית מתקיים עולם סגור של נשים בלבד. נשים שצוללות למעמקי האוקיינוס, לפרקי זמן ממושכים, ללא ציוד צלילה, לליקוט מזון. על החיים, הייעוד והגורל של "נשות הים".

**"נשיות, גבריות ומיניות בפפואה ניו גיני"** - מפגש ססגוני עם תרבות יוצאת דופן, על נשיות במדינה בה הזמן עצר מלכת, על מיניות שמרנית וסגפנית לצד מיניות מתירנית ועל גבריות מהסוג שאינו מוכר.

**"האמא היהודייה הטובה בעולם"** - נשים ביפן על הרצף בין גישה לאשת עסקים, על אימהות טוטאלית שהיא הרבה מעבר ל"אמא יהודייה" ולמה לגדל כלבים במקום ילדים.

**"כסף הוא כח"** - פנמה היא אחת המדינות המגוונות ביותר מבחינה אתנית, דתית ותרבותית. על קבוצות אינדיאניות נידחות, על ציורי גוף וטקסי חניכה לבנות, וכיצד משפיעים כוח ועוצמה כלכלית של נשים בחברות מסורתיות סגורות על מעמדן של הנשים בחברות אלו?

אשיק פלר-גיל

חוקרת מגדר ותרבות, צלמת סקרנית, חובבת מסעות עם מבט אנתרופולוגי מגדרי על תרבויות.  
טלפון 052-3573715 oshik@tehuda.co.il



בהוטאן



אתיופיה



קוריאה הדרומית



פפואה



יפן



פנמה

# Pitaro

DRESS  
YOUR  
SPACE

S



L

XL



OFFICE CHAIRS



DESKING



CHAIRS



CONFERENCE



LIBRARY



RECEPTION



WORK SPACE



COUCHES



ACCESSORIES



ART

# השקעה באמצעות אפיקי השקעה אלטרנטיביים ללקוחות הבנקאות הפרטית

בתקופה בה הבורסות נמצאות בשיאן, הריביות נמוכות מאז ומתמיד, הגיע הזמן לבחון השקעות אלטרנטיביות בתחומים שונים כגון: קרנות גידור, קרנות חוב, קרנות השקעה בינלאומיות. מגזין הבנקאות הפרטית ריכז מספר גופים מובילים מארץ ומחול בתחומי ההשקעות האלטרנטיביות לטוב קהל המשקיעים מקרב לקוחות הבנקאות הפרטית.



יעוץ וכניסה להשקעה בהשקעות אלטרנטיביות, בתנאי לקוח מוסדי, מתאפשרת כיום ללקוחות הבנקאות הפרטית באמצעות חברת פיננסים ניהול הון פרטי

לפרטים:

**Finansim**

פיננסים ניהול הון פרטי

**07777-83000**

[www.nihulhon.co.il](http://www.nihulhon.co.il)

[service@nihulhon.co.il](mailto:service@nihulhon.co.il)

