



Benevolence Capital Ltd

Benevolence Capital, Research

Yossef Assis

25/2/2023

מיפוי תעשיית החיסכון טווח ארוך בישראל

Executive Summary

מטרת המסמך היא לשרטט מפה ראשונית של התעשייה הגדולה ביותר במשק הישראלי – חיסכון טווח ארוך באפיקי ההשקעה השונים, ולשפר את תהליך בחירת הנכסים עבור הלקוחות, תוך מיקסום התשואות שלהם, ומזעור הסיכון.

נכון להיום מוערך ההון המנוהל על ידי חברות הביטוח וחברות ההשקעה הגדולות בישראל ביותר מ-3 טריליון שקל, והוא צומח בקצב של 4-5% בשנה הודות לרגולציה. אמנם מדובר בשוק מאוד גדול (הכי גדול), אולם הוא גם אחד השווקים הריכוזיים ביותר במשק, שכן 11 גופים בלבד מנהלים למעלה מ-90% מהנכסים. עד היום, תהליך התאמת המסלולים השונים והגופים השונים ללקוחות, נעשה ללא מסגרת או הטוויית אסטרטגיית השקעות עקבית, והוא הושפע מאוד מאופנות ותשואות עבר, מבלי לנתח לעומק את הרכב הנכסים בתיקים ואת היתרונות והחסרונות של כל הגופים המעורבים.

ניהול השקעות, כמו כל ניהול אחר, הוא קודם כל **ניהול על ידי אנשים**, ועל כן במסגרת עבודת המחקר שנעשתה, דגש רב הושם על היכרות של צוותי ההנהלה השונים של הגופים המובילים, והכרת תהליך ההשקעות והצוותים שלהם. כחלק מתהליך הניתוח של הגופים המובילים, נעשו פגישות עם ההנהלות הבכירות ביותר בצוותים המקצועיים.

תהליך הניתוח מורכב משתי קבוצות עיקריות של משתנים – משתנים איכותיים, ומשתנים כמותיים ששוקללו במדרג הגופים והמסלולים המוצעים השונים. נכון להיום ישנם למעלה מ-1000 אלטרנטיבות להשקעה במסלולי חסכון טווח ארוך – בפוליסות חסכון, קרנות השתלמות, קופות גמל, תכניות פנסיה וקופות גמל להשקעה. לאחר ניתוח וסינון כל המוצרים בשוק, צמצמנו את ה-INVESTIBLE UNIVERSE (טווח ההשקעות הרלוונטי) לרשימה של 42 מוצרים בלבד, מתוך 10 גופים



Benevolence Capital Ltd

נבחרים, על ידי בניית מנגנון המורכב ממשנתנים איכותיים וכמותיים שונים שמדרג את הגופים והמוצרים הנבחרים ביותר.

מעבר לכך, בדוח זה השקנו 6 אשכולות השקעה שונים המחולקים על פי רמת פרופיל סיכון, וזאת על מנת להקל על הסוכן לשייך את אסטרטגיות ההשקעה השונות ללקוחות, על פי רמת הסיכון שתיבדק באמצעות שאלון קצר בן 3 שאלות בלבד.

הקצאה אסטרטגית מומלצת

אסטרטגיה כוללת		הקצאה בין אגח למניות		חשיפה גיאוגרפית	
36%	ישראל אגח	60%	אגח	60%	ישראל
24%	ישראל מניות	40%	מניות	40%	ארצות הברית
24%	ארהב אגח				
16%	ארהב מניות				

הקצאה אסטרטגית זו (SAA) היא נקודת ייחוס (BENCHMARK) התחלתית, ממנה יש לבצע התאמות על פי פרופיל סיכון הלקוח.

משקל היתר לישראל ניתן משתי סיבות עיקריות: מיצובה התחרותי כלכלי של ישראל בהשוואה גלובלית, בעיקר למדינות המערב, טוב יותר כמעט מכל פרמטר נמדד. הסיבה השנייה שמטבע הייחוס העיקרי של לקוחות נטו הוא השקל, וכך גם מבנה ההוצאות שלהם, ועל כן נכון זה יותר להתאים את הנכסים שלהם למטבע הייחוס.

מאקרו כלכלה

התנאים המאקרו כלכליים, כפי שנידונו במפגש הראשון שלנו, קשים. בפרק זמן קצר של פחות משנה אחת, זינק שיעור הריבית בכלכלות המובילות מרמה של אפס, לרמה של כ-5%, ושינה לחלוטין את דינמיקת ההשקעות הגלובלית – בארץ ובחול. העלאת הריביות בעולם באופן מהיר ואגרסיבי, הקטינה משמעותית את האטרקטיביות של אפיקי השקעה רבים, ביניהם נדלן, מניות, אגח וקרנות השקעה, שכן שיעור הריבית חסרת הסיכון מספק כיום תשואה גבוהה שמהווה עלות אלטרנטיבית גבוהה לאפיקים אחרים, באפס סיכון.



Benevolence Capital Ltd

המשמעות של ריבית גבוהה היא שעל פני זמן, צפויה הגירה של הון מנכסים מסוכנים לנכסים חסרי סיכון, בארץ ובחול, ופערי ריביות בין מטבעות (למשל הפער החיובי של 0.75% שיש לדולר על פני השקל), מהווים תמריץ כלכלי משמעותי להתחזקות הדולר.

מעבר לזה, תעשיות גדולות שהיוו את קטר הצמיחה הגלובלי העיקרי – כמו מסחר בינלאומי, טכנולוגיה ונדלן – צפויות להצטק ולהאט את קצב הצמיחה הגלובלית. זאת במקביל להתדרדרות נמשכת במערכות היחסים הגיאופוליטיים, כמו למשל סין-ארצות הברית, ורוסיה. גורמי אי הוודאות בכלכלה צוברים משקל, והקושי בניהול השקעות בסביבה דינמית זו הופך להיות קשה יותר מיום ליום.

בשל אי הוודאות הגבוהה, ובשל שחיקה יחסית של כדאיות השקעה באפיקים שונים (בעקבות עליית הריבית), המלצתנו היא לנקוט בקו שמרני מול הלקוחות, ולהיצמד למסלולי השקעה המווסתים בהתאם לפרופיל הסיכון של הלקוח.

ישראל – מקום טוב להשקיע בו

ההערכה הראשונית לפיה נכון להחזיק חשיפה גבוהה יותר לישראל (60%) נובעת מניתוח כלכלת ישראל בהשוואה לכלכלות מערביות מובילות. בניטרול ההשפעות קצרות הטווח של הרפורמה המשפטית והסערות הפוליטיות, כלכלת ישראל ממוצבת כיום בעמדת יתרון מובנה מול כלכלות רבות אחרות, יתרונות הנובעים מדמוגרפיה חזקה, כלכלה מוטת ייצוא, רכיב גבוה של כלכלת שירותים, יחס חוב תוצר נמוך (61%), אבטלה נמוכה, רשת קשרי ייצוא מפותחת ואוכלוסיה משכילה.



Benevolence Capital Ltd

מדידת פרופיל סיכון

כצעד ראשון בתהליך זה אנו ממליצים למדוד את רמות הסיכון של הלקוחות באמצעות שאלון קצר בן 3 שאלות בלבד, ממנו ניתן יהיה לקבל מושג גס לגבי פרופיל הסיכון של הלקוחות, ולהתאים לו את אשכול ההשקעה המומלץ בהסתמך על מסלולי ההשקעה שנבחרו כאמור. יש להדגיש כי מדובר בשלב ראשון לסיווג גס של רמות הסיכון של לקוחות נטו. ללקוחות גדולים מומלץ לסוכן להעמיק את רמת ההיכרות שלו עם הלקוח ולנסות להבין כמה שניתן את תאבון הסיכון שלו, והרתיעה שלו מהפסד.

להלן שלוש השאלות:

1. האם אתה מעל גיל 55
2. האם התשואה הצפויה שלך גבוהה מ- 8%
3. האם אתה מוכן לספוג ירידה של 15% 'על הניר', במהלך השנה

שלוש השאלות הללו באות למיין את רמות הסיכון על פי 3 משתנים עקריים: משתנה הגיל, משתנה התיאבון לסיכון, משתנה הרתיעה מהפסד.

גיל

משתנה זה חשוב מאוד בקביעת פרופיל סיכון של לקוח, וזאת בשל העובדה שאופק הזמן של תיק השקעות הוא מרכיב חשוב בקביעת הקצאת הנכסים בו. ככל שאופק ההשקעה ארוך יותר, כך ניתן להעריך נכונה יותר את התשואה הצפויה ואת הסיכון הטמון באסטרטגיה. למשל, לקוח שיודע שהוא עתיד להשתמש בהון המנוהל בטווח הקצר, נמצא באופן קטיגורי ברמת סיכון גבוהה וזאת בשל ההשפעה הדרמטית שיש להיקף ההון המנוהל והתנועות בו, על התשואה ועל הסיכון.

מדוע נבחר רף גיל 55? אמנם גיל 55 נחשב כיום צעיר (תוחלת החיים בישראל הינה 82 שנה), אולם למעבר לגיל הפנסיה (65 בנשים ו- 67 בגברים) יש השפעה פיננסית ופסיכולוגית על התנהלות הלקוח, שכן הוא הופך תלוי לפרנסתו בפנסיה ובחסכונות לטווח ארוך שלו. ומכאן, צפויות תנועות שליליות בתיק המנוהל. מעבר לזה, מעצם העובדה שהלקוח מאבד את יכולת הפרנסה שלו, מבחינה פסיכולוגית הוא רגיש יותר להפסדים בתיק ההשקעות שלו, ומכאן רתיעתו מהפסדים גדלה.



Benevolence Capital Ltd

תשואה צפויה (EXPECTED RETURN)

משתנה זה בא לבדוק את הציפיות שיש ללקוח מתיק ההשקעות שלו. ככל שהלקוח מצפה לקבל תשואה גבוהה יותר, כך עולה רמת תאבון הסיכון שלו, וזאת בשל העובדה שבהגדרה, כדי לקבל תשואה גבוהה יותר, נדרש לקחת סיכונים גבוהים יותר. על ידי שאלה פשוטה זו – האם אתה מצפה לתשואה הגבוהה מ- 8% - ניתן ללמוד רבות על תאבון הסיכון של הלקוח.

מדוע נקבע רף של 8%? רף זה נקבע בהסתמך על התשואה הממוצעת הרב שנתי של מדד ה- STANDARD AND POORS 500 ב-100 השנים האחרונות. בתקופה זו הניב המדד תשואה ממוצעת של כ- 8%, ועל כן לקוח שמכוון מעל לרמה זו, שמורכבת כאמור מחשיפה מנייתית של 100%, בהגדרה מכוון לתיק מסוכן ועל כן תאבון הסיכון שלא גבוה. נכון הוא שגם תשואה של 7% בתיק היא תשואה גבוהה, אבל יש לזכור כי המשמעות של שאלה זו היא לא לקבע תשואה צפויה ללקוח, אלא למדוד את תאבון הסיכון שלו – **מושג מופשט** שעוזר לנו ללמוד על הלקוח ולהתאים את רמת הציפיות שלו לתיק.

סטיית התקן

רמות סיכון בתיק השקעות נקבעות על ידי מדד מתמטי שנקרא סטיית תקן. סטיית תקן היא הסטיה של התשואה בתיק מהתשואה הממוצעת שלו – כלומר עד כמה תנודתי התיק במהלך השנה. למשל, פיקודן בבנק JPM MORGAN (הבנק הגדול והיציב ביותר במערכת הבנקאות האמריקנית), מניב כיום תשואה דולרית של כ- 5-6%, עם סטיית תקן 0. כלומר אין תנודה כלל בתשואה, ועל כן הוא נחשב נכס כמעט חסר סיכון (ישנו סיכון קסטודיאן – כלומר סיכון של הבנק עצמו).

לעומת זאת, אופציית רכש (CALL) על מדד תל אביב 35 מחוץ לכסף היא נכס מאוד תנודתי שיכול לעלות ולרדת בשיעורים של עשרות אחוזים בשעה, מוגדר כנכס בעל רמות סיכון גבוהות מאוד.

על מנת למדוד את רמות הרתיעה של הלקוח מהפסד, נשאל אותו האם הוא מוכן לספוג ירידה של 15% בתיק ההשקעות שלו במהלך השנה – הפסד 'על הנייר', כלומר הפסד לא ממומש שבסיס ההנחה ישנה ההשערה שהתיק יתקן במהלך תקופת ההשקעה.

לקוח שמוכן לספוג ירידה של 15% בתיק במהלך השנה הוא לקוח עם רתיעה נמוכה מהפסד, ועל כן בעל פרופיל סיכון גבוה.

מדוע נבחר רף של 15%? ירידות שערים מתרחשות בדרך כלל כשיש משבר או מיתון, ובניגוד לעליות שערים, הן קורות בפרקי זמן קצר, ובאופן אגרסיבי. ראו למשל את התנהגות השוק במשברים



Benevolence Capital Ltd

האחרונים כמו המשבר הפיננסי הגדול ב- 2008, משבר ב- 2011 ומשבר הקורונה. במקרים כאלה ירידה של 15% ויותר במהלך השנה היא דבר נפוץ.

אשכולות השקעה

על מנת להקל על הסוכן לנהל את נכסי הלקוחות שלו, אנו מציעים 5 אשכולות השקעה שונים, המסווגים על פי רמות הסיכון שלהם. כל אשכול כולל בתוכו שילוב של מוצרים שונים במשקלים שונים, על מנת לשקף את רמת הסיכון של ההקצאה האסטרטגית בין אגרות חוב למניות. השאיפה היא לאגד את כל הלקוחות תחת 5 אשכולות, ולהקל בכך רבות על תהליך ניהול נכסיהם על פני זמן.

להלן אשכולות ההשקעה ורמות הסיכון שלהם:

אשכול	A	B	C	D	E
חשיפת מניות/אגח רמת סיכון	90/10 נמוכה	70/30 נמוכה-בינונית	50/50 בינונית	40/60 בינונית-גבוהה	90/10 גבוהה
האם מעל גיל 55?	כן	כן	כן	לא	לא
האם מצפה לתשואה שנתית של מעל 8%?	לא	לא	כן	כן	כן
האם מוכן לספוג ירידה של 15% על הניר?	לא רלוונטי	לא	כן	לא	כן

האופן בו יתבצע השאלון הוא במבנה של עץ החלטות:

שאלה ראשונה: האם אתה מעל גיל 55 – כן או לא

אם כן, האם אתה מצפה לתשואה של מעל 8% - כן או לא

אם כן, האם אתה מוכן לספוג ירידה של 15% בתיק – כן או לא

ובך הלאה...



Benevolence Capital Ltd

יש להדגיש כי שאלון זה עוזר לנו לסווג באופן גס את פרופיל הסיכון של הלקוח, וכי להיכרות של הסוכן עם הלקוח יש משקל רב נוסף בהתאמת תיק ההשקעות שלו. כמו כן ראוי להדגיש כי **ככל שהלקוח גדול יותר, כך עולה החשיבות של סיווג רמות הסיכון שלו**, שכן בתיק קטן (200-100 אלף שקל) הפערים ברווחים/הפסדים קטנים, ועל כן נדרשת רזולוציה נמוכה יותר בהבנת פרופיל הסיכון.

בהמשך נבנה כלים נוספים למדידת פרופיל הסיכון של לקוחות גדולים ברזולוציה גבוהה יותר.

קביעת האשכולות נועדה לעזור לסוכן לצמצם את ה- INVESTIBLE UNIVERSE של כל לקוח ולקוח, ומאפשרת לו בקלות רבה לנסח SAA – STRATEGIC ASSET ALLOCATION של תיקי לקוחותיו. כפי שציינתי במפגשים קודמים, ההקצאה האסטרטגית של התיק אחראית על 80% מהשונות של התשואות בתיקים, ועל כן היא חשובה מאוד, ובהרבה מקרים מספיקה, כדי למקסם תשואה ולמזער סיכון ללקוח.

בשיקול דעתו של הסוכן לבנות את הרכב הנכסים (מבין המסלולים המומלצים) על פי הקטיגוריה שלהם (מניות או אגח) במשקלות השונים על פי פרופיל הסיכון של הלקוח שלו. יצויין כי בכל האשכולות כבר נכללת החשיפה הצפויה לנכסים בארץ ולנכסים בחול (כולל חשיפה דולרית). החשיפה המובנית לאגרות חוב קונצרניות ומניות זרות נעשית ברוב המקרים באמצעות אחזקה של קרנות השקעה ותעודות סל.



Benevolence Capital Ltd

נבחרת הגופים

בתהליך הניתוח הושם כאמור דגש רב בבחירת הגופים המנהלים, כמשתנה העיקרי בבחירת המסלולים ללקוחות. בתפיסתנו, הגוף המנהל – הצוותים שהוא מחזיק, הניסיון המקצועי, פילוסופיית ההשקעות שלו ומדיניות ההשקעה שלו – הם משתנים קריטיים בבחירת מנהל לטווח ארוך, מעבר לתשואות הכמותיות שהשיג בשנים האחרונות.

אמנם ביצועים כמותיים הם פרמטר חשוב, אולם להערכתנו, בשל השינויים הקיצוניים שחווה שוק ההון הגלובלי בעקבות העלאות הריבית, ובהשוואה לניהול נכסים ב-20 השנים האחרונות, הקושי בתנובת תשואות יתר על פני השוק גדול היום הרבה יותר, ועל כן רמת המקצועיות של הגופים היא המשתנה העיקרי ביכולת שלו לייצר תשואות עודפות אלו על פני המתחרים השונים.

כאמור, רמת הסיכון הראשונית והחשובה ביותר נעשתה ברמת הגוף המנהל, כאשר הרמה הבאה היא בחירת המסלול המתאים ביותר בכל גוף וגוף - בהתאם לצוותים שלו, והיתרון היחסי שלו באפיקים השונים.

מתוך רשימה של כ-50 גופים שונים המספקים אפיקי השקעה מגוונים, להלן רשימת 10 הגופים הטובים ביותר, על פי סדר, מהציון הגבוה לציון הנמוך:

טבלת דירוג ציונים על בסיס משתנים איכותיים							
	היקף נכסים מנוהל	צוותים	ריכוזיות החלטות השקעה	פילוסופיית השקעה	חשיפה ללא סחיר	(שיעור חשיפה לא סחיר) ציון משוקלל	
1	100	100	95	90	90	25%	95
2	100	90	80	80	90	35%	88
3	90	85	85	85	90	20%	87
4	100	90	75	80	60	41%	81
5	80	80	60	85	80	4%	77
6	100	80	70	70	50	53%	74
7	60	40	50	75	80	2%	61
8	80	30	30	85	70	6%	59
9	85	40	40	50	70	26%	57
10	60	30	40	70	75	25%	55

כל גוף שקיבל ציון מתחת לרמה של 50 נקודות לא עבר את רף הדירוג לעשרת הגופים הטובים ביותר.



Benevolence Capital Ltd

ניהול תיקים – קטיגוריה נפרדת

יצויין כי מבין הגופים המספקים שירות ניהול תיקים (מבין חמשת הגדולים) נבחר בית ההשקעות IBI כגוף הטוב ביותר, וזאת תחת בחינת פרמטרים זהים לבחינת הגופים האחרים (המצויינים לעיל). ועל כן הגוף הבית המומלץ בהפניה לניהול תיקים הוא IBI. בעדיפות שניה בית ההשקעות ילין לפידות, ובשלישית בית ההשקעות מיטב דש.

נבחרת המוצרים

להלן פילוח רשימת המוצרים הנבחרים בכל אפיק חיסכון/השקעה על פי סוגיו:

קטגוריית השקעה	פוליסת חיסכון	קופות גמל	פנסיה
מניות	הראל מניות כלל מסלול 50 ומטה מדגל מסלול מניות	אנליסט גמל מניות הפניקס מחקה SP 500 אנליסט גמל מניות חול מדגל גמל למניות	לא רלוונטי
אגח	הראל מסלול אגח ללא מניות מדגל מסלול אגח עד 10% מניות הפניקס מסלול משולב עד 25% מניות כלל לבני 60 ומעלה - 80% אגח המשרה - מיטב אגח ממשלה ישראל	מיטב גמל עד 25% הפניקס גמל אגח כלל תמז אגח אלטשולר שחם אגח גמל עד 15% מניות	לא רלוונטי
שקלי	הראל מסלול שקל	מיטב גמל שקלי	לא רלוונטי
מסלול כלי	כלל גמל מניות הפניקס מתמחה מניות המשרה בטט אינווסט ילין לפידות	אקסלנס גמל מניות אנליסט גמל מניות אלטשולר שחם גמל	כלל פנסיה מניות - 33% לחול, ללא סחירים הראל פנסיה מניות - לחול 35% ללא סחיר 35% מדגל מקפת אישית - לחול 41% ללא סחירים 52% מיטב מקפה מניות - לחול 41% ללא סחירים 28% מדגל מקפת אישית מניות - לחול 36% ללא סחירים 27%
מסלולים כללים חומצים:			
מדגל מסלול כלי	חשיפה לנכסים לא סחירים - 35%		
כלל מסלול כלי מחחת לגיל 50	חשיפה לנכסים לא סחירים - 25%		
הפניקס מחחת לגיל 50	חשיפה לנכסים לא סחירים - 32%		
הראל עד 20% מניות	חשיפה לנכסים לא סחירים - 42%		

מתודולוגיית בניית מערכת דירוג

מערכת הדירוג נבנתה על בסיס 11 משתנים שונים, מהם 5 משתנים איכותיים, ו-6 משתנים כמותיים. אופן בחירת המוצרים נעשה בגישה של TOP DOWN – כלומר קודם כל מיפוי הגופים הטובים ביותר (משתנים איכותיים בעיקר), ואחר כך בחירה של מוצרים ספציפיים, על ידי שימוש במשתנים כמותיים, אך ורק מתוך רשימת הגופים הנבחרים. בכך צומצם באופן משמעותי טווח ההשקעות האפשרי (INVESTIBLE UNIVERSE) רק לגופים שקבלו ציון גבוה בדירוג.



Benevolence Capital Ltd

ביצועי העבר אינם אינדיקציה לגבי ביצועי העתיד

השיקול בבחירת אופן סינון זה הוא שתוצאות העבר אינן מלמדות על ביצועי העתיד – אלא איכות ההנהלה וטיב צוותיה הוא זה שמסביר את עיקר השונות בין המנהלים. כך שאם מוצר פיננסי אחד בלט באופן יוצא דופן בתשואות גבוהות בהשוואה למתחרים, ברוב המקרים הסיבה לכך היא נטילת סיכונים גבוהים יותר (למשל התמקדות בסקטור ספציפי או באיזור גיאוגרפי), ועל כן אינם מלמדים על יכולת הגוף המנהל לייצר תשואות טובות על פני זמן. כמו כן, חלק גדול מהשונות בתשואות הוסבר בשנים האחרונות מתשואות מנכסים לא סחירים – תחום שטומן בחובו כיום סיכון גבוה יותר וזאת בשל תהליך הדה ואלואציה בכל סקטור ותחום – מטכנולוגיה, דרך נדלן ועד חוב.

זאת בייחוד לאור השינויים הקיצוניים בשוק ההון בעקבות העלאת הריבית. **ניהול נכסים פיננסיים בסביבת ריבית אפס, שונה במהותו מניהול נכסים פיננסיים בסביבת ריבית גבוהה** ואי וודאות, מה שמדלל עוד יותר את חשיבות ביצועי העבר.

עם זאת, השימוש במשתנים כמותיים נתן משקל חזק יחסית בסינון החוצה של מסלולים שהניבו ביצועי חסר בולטים על פני המתחרים, בין אם בתשואות צבורות או בין אם ברמות סיכון.

דירוג 10 הגופים הטובים ביותר נעשה על סמך 5 משתנים איכותיים: היקף נכסים מנוהל, גודל ואיכות הצוותים, מידת הריכוזיות בניהול הנכסים (ריכוזי יותר – ציון נמוך יותר), פילוסופיית השקעות, מידת חשיפה לנכסים לא סחירים (ככל שרחוקה מ-20%, למעלה או למטה, הציון נמוך יותר).

משתנים איכותיים בבחירת מנהלים

היקף נכסים מנוהל

מדד איכותי שמלמד על כושר התחרות של הארגון ועל היכולת שלו למקסם את מעמדו בשוק המקומי והגלובלי – בין אם בנגישות למחקר ובין אם בנגישות למוצרים איכותיים בשוק (קרנות PE למשל). ככל שהיקף הנכסים גדול יותר, הציון גבוה יותר (0-100). מעבר לכך, ככל שהיקף הנכסים גדול יותר, הנגישות של הגוף לנכסים איכותיים, טובה יותר (למשל נכסי נדלן או השקעות גדולות בחברות טכנולוגיה פרטיות).



Benevolence Capital Ltd

גודל ואיכות הצוותים

משתנה איכותי זה בודק את מספר התקנים בארגון המיועד לאנשי מקצוע, שכוללים מנהלי קרנות, מנהלי תיקים, אנליסטים ואנשי מקצוע אחרים. במשתנה זו נבדקו מספר התקנים (ככל שגדול יותר, ציון גבוה יותר), איכות התקנים (למשל האם יש מחלקה נפרדת לאנליסטים או שמא כל מנהל קרן מבצע את המחקר בעצמו), והגיוון שלהם – כלומר צוותי אגח, צוותי מניות, נדלן, חוב פרטי וכדומה. **חברת כלל ביטוח** למשל מחזיקה היום את הצוותים הגדולים והאיכותיים ביותר בשוק – מכל הפרמטרים שנבחנו כאמור.

פילוסופיית ומדיניות השקעה

משתנה איכותי שבא למדוד את עקביות מדיניות ההשקעה של המנהלים ואת ההגיון הכלכלי והעיסקי שהיא מיישמת. מדיניות ההשקעה כוללת בעיקר את בחינת שיקול הדעת של אנשי המקצוע בארגון ואת גישתם כלפי ניהול נכסים בסביבה רוויית אי וודאות. משתנה זה בא למדוד את מידת המשמעת המקצועית בארגון ואת חסינותו ל'רעשים' לבנים בתהליך קבלת ההחלטות – כמו למשל עד כמה נוטה הארגון להיצמד למדיניות ההשקעה לטווח ארוך, גם בעתות משבר או אי וודאות קצרי טווח. משתנה זה הוא המופשט ביותר והפחות מדיד, והציון בו ניתן על סמך התרשמות אישית שלי מרמת המקצועיות של המנהלים, העקביות שלהם, הניסיון שלהם, רמת הניתוח שלהם ועוד.

חשיפה לנכסים לא סחירים

משתנה איכותי חמישי שבא לבחון את מידת החשיפה שיש לגוף המנהל לנכסים לא סחירים, שבראיתנו מהווים כיום גורם סיכון משמעותי, בעיקר כאשר משקל הנכסים הלא סחירים עולה על 20% בתיק. ככל שהמשקל חורג יותר מרמה של 20%, כך יורד הציון בפרמטר זה, **שמהווה גם רמת שיקוף לשיקול הדעת של ההנהלה בהקצאה אסטרטגית של נכסים במטריצה הגלובלית ושל – ASSET CLASS שונים**. מעבר לחשיפה המספרית לנכסים לא סחירים, נבחנו גם איכות הנכסים והאופן בו נחשף לו הארגון – האם דרך קרנות או בהשקעות ישירות. חברת הראל היא דוגמה לחשיפה גבוהה לנכסים לא סחירים (40% מהתיק במסלול הכללי), אולם מנגד גם חשיפה גבוהה לנכסים איכותיים מאוד. באיזון בין השניים, היקף החשיפה נתן משקל גדול יותר ועל כן הראל קיבלה את הציון הנמוך ביותר בקטיגוריה זו. שכן להערכתנו, חשיפה של 40% לנכסים לא סחירים בתיקי השקעות היא חשיפה כפולה מהמומלץ – וזאת על ידי רוב מוסדות ניהול הנכסים הגדולים ביותר בעולם. למשל, הבנק



Benevolence Capital Ltd

השווצרי UBS – הבנק הגדול ביותר בעולם ב- WEALTH MANAGEMENT - ממליץ על חשיפה ממוצעת של 20% לתיק לא סחיר בתיק סטנדרטי.

בטבלה מצורפת עמודה לחשיפה הממוצעת של הגוף המנהל לנכסים לא סחירים.

חשיפה לחול

בשל העובדה שהשונות בחשיפה לנכסים בחול בין הגופים הינה נמוכה מאוד (רובם נעים סביב ה- 50-60% ברוב המסלולים, מלבד פנסיה – שם החשיפה היא כ- 35% בממוצע), פרמטר זה לא נלקח בחשבון בשקלול הציפוי. נכון להיום החשיפה הממוצעת הכללית בשוקי חול (חשיפה מנייתית) הינה כ- 60% ברוב המוחלט של הגופים. מעבר לכך, אופן החשיפה לנכסים בחול נעשה בעיקר באמצעות השקעה בקרנות השקעה כמו קרנות נאמנות, תעודות סל וקרנות השקעה פרטיות – מה שמקטין עוד יותר את השונות בתשואה ברכיב זה, בין הגופים.

ללקוחות שרוצים להגדיל חשיפה לחול אנו ממליצים על כן להשתמש במסלולים עוקבי מדדים זרים (בעיקר SP500).

המסלולים המומלצים להשקעה 'טהורה' בנכסים זרים בקרנות השתלמות, גמל ופוליסות חסכון:

הדרך היעילה והטובה ביותר להגדיל את החשיפה של תיקי הלקוחות לנכסים בחול היא באמצעות רכישת מוצרים העוקבים אחר מדד ה- SP500. בחרנו במדד זה בהתאם להקצאה האסטרטגית המומלצת של חשיפה לשוק האמריקני בלבד, להמנע מחשיפה לשווקים אקזוטיים כמו סין, או שווקים בעלי בעיה מובנית כמו אירופה.

להלן המסלולים המומלצים:

1. כלל השתלמות מחקה מדד SP500 – מספר קרן 13342
2. מיטב דש השתלמות מחקה מדד SP500 – מספר קרן 13245
3. הפניקס השתלמות מחקה מדד SP500 – מספר קרן 13264
4. פניקס פוליסות חסכון מחקה SP500 – מספר קרן 9554
5. הראל פנסיה מחקה מדד SP500 – מספר קרן 13415



Benevolence Capital Ltd

יש להדגיש כי כבר היום החשיפה של הגופים המנהלים לחול הינה גבוהה – בין 50 ל-60%. ההמלצה היא שלא להגדיל חשיפה נוספת לשוקי ההון הגלובליים, וזאת משילוב של יישום הקצאה האסטרטגית המומלצת (חשיפה של 60% לשוק הישראלי ו-40% לשוק האמריקני – כנקודת מוצא השוואתית), אולם לקוחות שמתעקשים להגדיל רכיב חול, הדרך המומלצת עבורם היא באמצעות מסלולי עוקבי מדד.

שימוש בקרנות אל מול נכסים ספציפיים

רוב הגופים מנהלים היום את מרבית החשיפה המנייתית באמצעות קרנות השקעה, גם בתחום הסחיר וגם בתחום הלא סחיר. להערכתנו, זוהי הדרך הנכונה לנהל נכסים בהיקפים גדולים, בייחוד בניהול נכסים בחול, שם אין לגוף המנהל יתרון יחסי בבחירת נכסים ספציפיים.

משתנים כמותיים בבחירת מוצרים

נבחנו 6 משתנים כמותיים בבחירת המוצרים הספציפיים בכל אפיק השקעה:

1. תשואה ממוצעת מינימלית של 5% בחמש השנים האחרונות.
2. תשואה מצטברת ב-5 השנים האחרונות.
3. תשואה מצטברת ב-3 השנים האחרונות.
4. היקף נכסים מנוהל במוצר. רף מינימום של 50 מיליון שקל למוצר.
5. סינון מוצרים בעלי מדד שארפ הנמוך ביותר.
6. רכיב נכסים לא סחירים (חריגה מ-20% לכאן או לכאן).

בחירת המסלולים השונים נעשתה על פי משקל זהה של ששת המשתנים, והיא נעשתה תוך אילוץ של קיומם של מסלולים מתחרים בכל קטיגוריה (ישנם מקרים בהם לגוף אין מוצר בקטיגוריה מסויימת). בתהליך המיון הכמותי השתקללו גם שיקולים איכותיים.



Benevolence Capital Ltd

מעקב

בחינת המוצרים והגופים תיעשה על בסיס רבעוני. במקרים של שינויים מהותיים בארגון או במוצר ספציפי כלשהו, או במקרים של שינויים מאקרו כלכליים משמעותיים והתפתחויות מהותיות בשוק ההון, יבוצעו שינויים ועדכונים בתכנית המוצעת, בהתאם. כמו כן תבחן באופן ממוקד ורציף התשואה של המסלולים הנבחרים בהשוואה לשוק, ובמקרה של חריגה מהותית מהתשואה הצפויה – בעיקר ביחס לשוק – תבחן התאמת האשכולות.

עדכונים נוספים עשויים להגיע ברמת ההקצאה האסטרטגית – כמו למשל שינוי ההרכב המוצע בין אגח למניות (כרגע 60:40) – וזאת בהתאם למגמות המאקרו כלכליות והפיסקליות.