



הקרקע לצמיחת
מוצרי המדדים
נולדה בתחילת
שנות ה-90
עם התפתחות
האינטרנט
ומערכות המסחר
הממוחשבות.
האינטרנט הביא
עמו את בשורת
השקיפות:
המשקיע יכול
לבדוק בתדירות
גבוהה את תשואת
תיק ההשקעות שלו
- ולקבל בהתאם
החלטות השקעה

אם אתה לא יכול להכות את המדד - קנה אותו

התפתחות שוק המדדים בעולם ובישראל היא מהפכה של ממש בעולם ההשקעות • בשנים האחרונות השיקה הבורסה בתל-אביב מדדים רבים ומגוונים - יתר 50, יתר 120, נדל"ן 15, תל בונד • ובכן, מהו החידוש המהפכני בבורסות העולם? • מנכ"ל מבט תעודות סל בכלל-פיננסים, **ליאור כגן**, מציג את מהפכת תעודות הסל בישראל • הוא עצמו נמנה עם החלוצים בתחום • את הדברים הציג בכנס מועדון מוסמכי ה-MBA ערב הצטרפות המוסמכים החדשים של מחזור תש"ע

« ליאור כגן

מכך - השקיפות נמוכה. משקיע שניהל בזמנו תיק בבית השקעות היה מתעדכן בשינויים שנעשו בו בצורה רטרואקטיבית, ולא היו בידיו הכלים הזמינים והפשטים לבדוק ולהשוות את ביצועי מנהל ההשקעות שלו. עולם ההשקעות הוותיק התנהל בצורה פיסית בזירות מסחר, כאשר הקונים והמוכרים מבצעים את העסקות פנים מול פנים. גם בבורסה בתל-אביב התנהל המסחר באולם גדול, שבו נציגים של חברי הבורסה מבצעים קניות ומכירות של ניירות ערך. החיסרון הגדול בשיטה זו הוא שהמסחר איטי ואינו מתנהל במקביל; כלומר, בכל פעם סוחרים בנייר ערך מסוים, וכשמסיימים - עוברים לנייר הערך הבא. בשיטה זו אין אפשרות לקנות סל מדדים, כלומר אין כלל פלטפורמה להתפתחות מוצרים מסוג זה.

הרוב הגדול הניב תשואה נמוכה

הקרקע לצמיחת מוצרי המדדים נולדה בתחילת שנות ה-90 עם התפתחות האינטרנט ומערכות המסחר הממוחשבות. האינטרנט הביא עמו את בשורת השקיפות: המשקיע יכול לבדוק בתדירות יומית ואף תוך יומית את תשואת תיק ההשקעות שלו, להשוותה לתשואת מדדי השוק, ולקבל בהתאם החלטות השקעה. מערכות המסחר הממוחשבות מאפשרות מסחר מהיר, וחשוב יותר - מסחר מקביל בכל ניירות הערך בבורסה. על רקע התפתחויות אלו החלו להתפרסם מחקרים אקדמיים ראשוניים אשר בדקו את היכולת של מנהלי ההשקעות "להכות" את המדדים, כלומר להשיג ללקוח תשואה גבוהה מתשואת השוק. הרי בסופו

לא בכל עשור אנו עדים למהפכות, בוודאי לא בתחום הכלכלי. מטבען, הן קורות פעם בתקופה. הן משנות סדרי עולם. משנות את החוקים הקיימים וקובעות כללי משחק חדשים. מהפכות מתחילות מרעיון, מגישה חדשה או משינוי תפיסה. הרעיון מתקבל תחילה על ידי קבוצה קטנה של אנשים שמיישמים אותו, ואט אט הוא צובר פופולריות. בהמשך הוא מקבל תוקף והופך להיות נחלת קבוצת אנשים גדולה יותר, עד שהוא מחליף שיטות ודרכי פעולה קיימות, ולמעשה משלים מהפכה. תחום מוצרי המדדים הוא המהפכה האחרונה בעולם ההשקעות בארץ ובעולם. מוצרי המדדים נולדו כרעיון בסוף שנות ה-80 של המאה הקודמת, אך למעשה החלו לצמוח ולהתפתח בארה"ב רק בתחילת שנות ה-90. שינוי התפיסה שהם הביאו עמם הוא למעשה תורת השקעות חדשה, שלפיה השקעה במדדים היא השקעה מנצחת לאורך זמן. זאת, לעומת בחירת מניות נבחרות מתוך המדד. במילים אחרות, אם אתה רוצה להשקיע במניות בבורסה בת"א, לדוגמה, קנה את סל מדד ת"א 100 ותחסוך לעצמך את העבודה הרבה בבחירת מניות מסוימות מתוך המדד. ההשקעה בסל המניות תנצח לאורך זמן.

אז איך הכל התחיל? על מנת לראות את התמונה הכוללת, אתאר בקצרה את "סביבת העבודה" של עולם ההשקעות הוותיק, טרם כניסת מוצרי המדדים. אם נחזור 20-30 שנה לאחור בזמן, נגיע לעולם ללא אינטרנט, דבר שגורם לכך שהגישה למידע מוגבלת, ויותר





כיום נסחרות בישראל מעל 400 תעודות סל עם היקף נכסים גבוה של כ-50 מיליארד שקל. מדובר בגידול מרשים בתקופה של 6 שנים. נפח המסחר בתעודות הסל בישראל עומד על כ-300 מיליון שקל ביום - כ-25% מנפח המסחר הכולל בבורסה

משנה לשנה. המסקנה היא, שחלק ניכר מהכסף הגדול בעולם מושקע בצורה פאסיבית במוצרי מדדים.

כלי השקעה מרכזי ופופולרי

כאמור, גם לישראל הגיעה הבשורה - ובגדול. כיום נסחרות בישראל מעל 400 תעודות סל עם היקף נכסים גבוה של כ-50 מיליארד שקל. מדובר בגידול מרשים בתקופה של כ-6 שנים, ובוודאי אם משווים אותו לסך כל הנכסים בענף קרנות הנאמנות, שעומד על כ-140 מיליארד שקל (בעוד קרנות הנאמנות הוא ענף שקיים עשרות שנים עם מערכות שיווק משומנות). נתון מעניין נוסף הוא, שנפח המסחר בתעודות הסל בישראל עומד על כ-300 מיליון שקל ביום - כ-25% מנפח המסחר הכולל בבורסה. נתונים אלו מלמדים, כי תעודות הסל הפכו לכלי השקעה מרכזי ופופולרי בשוק ההון.

להצלחת מוצרי המדדים בעולם ובישראל יש מספר סיבות נוספות. אחת מהן קיבלה משקל רב במשבר האחרון, בשנת 2008, והיא השקיפות. מוצרי המדדים הם בעלי רמת שקיפות גבוהה מאוד, שכן משקיע שרוכש תעודות סל, לדוגמה, על מדד הנדל"ן, יודע בדיוק באילו מניות הוא השקיע (15 מניות הנדל"ן שכוללות במדד) ובאיזה משקל הוא מושקע בכל מניה (משקל המניה במדד כפי שקבעה הבורסה). למעשה, הוא רכש מוצר עם כללי השקעה ברורים וידועים.

לעומת זאת, בקרנות הנאמנות ובניהול התיקים שיטת ההשקעה היא אקטיבית, כלומר מנהל ההשקעות מחליט באילו נכסים הוא רוצה להשקיע, על פי מדיניות השקעה רחבה. התוצאה היא שהלקוח אינו יכול לדעת באילו ניירות הוא מושקע, וכך רמת השקיפות יורדת מדרגה. אחת הדוגמאות במהלך המשבר של 2008 היא משקיעים שרכשו קרן נאמנות אג"ח מסוימת, וגילו בדיעבד שהקרן השקיעה במניות, לאו דווקא על פי רצונם, אילו יכולים היו להחליט על ההשקעה בעצמם.

יתרונות נוספים של תעודות הסל הם, שמדיניות ההשקעה אינה משתנה, כלומר תעודת סל שעוקבת אחר מדד הבנקים, למשל, אינה יכולה לשנות מדיניות ולהשקיע בנכסים אחרים. גם הפיזור בתעודות הסל הוא בדרך כלל גבוה יותר. מנהל תיק יחזיק בממוצע 20-30 ניירות ערך, אך כיום ניתן לבנות תיק עם 10 תעודות סל, שמכסות כמעט את כל אפיקי ההשקעה בארץ ובעולם, ועם פיזור השקעה של מאות ניירות ערך. כידוע, פיזור רחב יותר, משמעותו היא סטיית תקן נמוכה יותר וסיכון נמוך יותר.

חושפות הלקוח בצורה אגרסיבית

המיגוון העצום של תעודות הסל מהווה גם הוא יתרון. כיום ניתן לרכוש תעודות סל על מיגוון מדדי מניות בארץ ובעולם, על מדדי אג"ח ועל מטבעות. בנוסף, ניתן לקנות תעודות סל ממונפות שחושפות את

של דבר, הלקוח משלם דמי ניהול גבוהים של 2%-3% למנהל ההשקעות שלו, ובהתאם לכך הוא מצפה שמנהל ההשקעות ישיג את תשואת מדדי השוק ואף יותר מכך. כל המחקרים הגיעו למסקנה דומה: הרוב הגדול של מנהלי ההשקעות מניב ללקוחות דווקא תשואה נמוכה מתשואת השוק...

על רקע תובנה זו, שנתמכה בהמשך במחקרים נוספים ובמאמרים בעיתונות הכלכלית, הרים ג'ון בוגל את הכפפה. בוגל הוא המייסד של חברת קרנות הנאמנות ואנגארד, והוא השיק בשנת 1976 את קרן האינדקס הראשונה, שנועדה למשקיעים פרטיים, ועקבה אחר ביצועי מדד S&P 500. מטרת הקרן הייתה פשוטה: להעניק למשקיעים בה את תשואת מדד ה-S&P 500, שהוא מדד המניות המוביל בארה"ב. זו השקעה פאסיבית, שכן מנהל הקרן רוכש בכספי המשקיעים את כל מניות המדד, בהתאם למשקל של כל מניה במדד.

ההשקעה "הטיבשה" ניצחה...

בוגל ידע שהזמן יעשה את שלו. הוא צפה שמנהלי ההשקעות יזלזלו בשיטת ההשקעה הפאסיבית, אך ידע גם שלאורך זמן יוכלו המשקיעים להשוות ולראות איזה מוצר מנצח - הקרן של בוגל שמנוהלת בצורה פאסיבית או תיקי ההשקעות וקרנות הנאמנות שמנוהלים בצורה אקטיבית. הזמן רק הטיב עם בוגל: שנה אחר שנה ראו המשקיעים כי ההשקעה הפאסיבית, הפשוטה (יש הקוראים לה "טיפשה"), היא זו שניצחה. רוב מנהלי ההשקעות השיגו תשואה נמוכה מתשואת המדד.

אחד היתרונות הגדולים של שיטת ההשקעות הפאסיבית הוא גם החיסרון הגדול של מנהלי ההשקעות האקטיביים. מדובר בגובה דמי הניהול. שיטת ההשקעה הפאסיבית אינה דורשת מחקר, אנליסטים, פגישות עם חברות, ניתוחי שוק ועוד, ולכן ניתן לגבות דמי ניהול נמוכים יותר במוצרי המדדים. לעומת זאת, העלויות הגבוהות של מחלקות אנליזה מחייבות גביית דמי ניהול גבוהים יותר בעולם האקטיבי של קרנות הנאמנות וניהול התיקים. לדוגמה, כל תעודות הסל בישראל העוקבות אחר מדד ת"א 100 ות"א 25 גובות 0% דמי ניהול. לעומת זאת, קרנות נאמנות המתמחות במדדים אלו גובות כ-2% דמי ניהול בממוצע.

עם השנים, על רקע מחקרים ופרסומים נוספים, גדלה אוכלוסיית המשקיעים המשקיעה במדדים. יש לציין כי הגופים המוסדיים היו מהראשונים לאמץ את אסטרטגיית ההשקעה הפאסיבית, דבר שנתן גושפנקא למנהלי התיקים, לקרנות נאמנות ולציבור הרחב להאמין במוצרים אלו ולהשקיע גם בהם. אחד הסקרים שמבוצע מדי שנה בקרב מנהלי השקעות מוסדיים בעולם, ובדק את מספר הגופים המוסדיים שמתמשים במוצרי מדדים, מראה גידול עקבי וקבוע



ליאור כגן, מנכ"ל "מבט תעודות סל, כלל פיננסים", עם **ד"ר אריה נחמיאס**, ראש התכנית לתואר השני במינהל עסקים באו"פ

יכול לקבל גם מידע על השווי ההוגן של תעודת הסל ועל דמי הניהול ומדיניות הדיבידנדים.

כסף גדול ימשיך לזרום

גם הבורסה לניירות ערך התאימה את עצמה לעולם הממדים. בשנים האחרונות השיקה הבורסה ממדים רבים כגון, יתר 50, יתר 120, נדל"ן 15, פיננסים, תל דיב, תל בונד ועוד. מתוך רשימה זו, מדדי התל בונד יצרו מהפכה של ממש, שכן הם תרמו רבות לצמיחת שוק איגרות החוב הקונצרניות בישראל. כיום, בתעודות הסל על סדרת מדדי התל בונד בישראל מנוהלים כ-8 מיליארד שקל.

מהלך נוסף של הבורסה הוא שידרוג מתודולוגיית גיית המדדים. זאת, על מנת להתאימם למקובל בעולם וליצור פלטפורמה יציבה לשוק תעודות הסל וקרנות הסל המתפתח.

אין ספק שהתפתחות שוק המדדים בעולם ובישראל היא מהפכה של ממש בעולם ההשקעות. רק מנהלי השקעות ותיקים, שפעלו בעולם "הוותיק" וחוו על בשרם את השינוי המשמעותי באסטרטגיית ניהול ההשקעות, יכולים להעיד עד כמה גדול השינוי.

בראייה קדימה, נראה שכסף גדול ימשיך לזרום לכיוון מוצרי המדדים, כך שהתעשייה צפויה להמשיך לגדול בקצב מהיר. לא סתם אנו שומעים יותר ויותר בעולם ההשקעות את האימרה הידועה: אם אתה לא יכול להכות את המדד, קנה אותו! ❁

הלקוח בצורה אגרסיבית יותר לשוק. גם השקעה בחסר ("שורט") החלה להיות נחלת כלל המשקיעים, עם התפתחות עולם תעודות הסל. כיום, משקיע המעריך כי הבורסה צפויה לרדת, יכול להרוויח מכך (אם צדק, כמובן...) על ידי רכישת תעודת סל בחסר, שמחירה עולה כאשר מחירי המניות יורדים.

משקיעים רבים מעדיפים את תעודות הסל בשל הסחירות התוך-יומית שלהן. תעודות הסל הן למעשה נייר ערך שנסחר בבורסה, כמו כל מניה או איגרת חוב, ומחקה את ביצועי המדד. האפשרות לקנות ולמכור את תעודות הסל במהלך יום המסחר היא בגדר יתרון למשקיעים המעוניינים לתזמן את ההשקעה ולהגיב מייד לאירועים. זאת הסיבה שמשקיעים מוסדיים אינם נוטים להשקיע בקרנות הנאמנות שאינן נסחרות במהלך היום, ואילו בתעודות הסל הם משקיעים בצורה מאסיבית.

התפתחות שוק מוצרי המדדים בישראל לוותה ברגולציה מתאימה. רשות ניירות הערך העלתה בשנים האחרונות את דרישות ההון העצמי ממנפיקי תעודות הסל, וגם את רמת הגילוי והשקיפות. כיום, משקיע המעוניין לרכוש תעודת סל יכול למצוא מידע רב עליה באתרים הכלכליים, בעיתונות הכלכלית, באתר הבורסה לניירות ערך, ובאתרי האינטרנט של החברות המנפיקות. חברות גם מחויבות לפרסם את תיאור המדד, שאחרי ריו עוקבת התעודה, ואת מאפייני ניירות הערך והבורסה שבה נסחרים ניירות הערך הכלולים במדד. המשקיע