

מפענחים את הקופסה השחורה

מיכאל תבור,
אודי אלוני

קרנות הנאמנות מהוות קופסה שחורה מבחינת המשקיעים בהן. שיודעים רק ברמת הכותרת את מדיניות ההשקעה של הקרן. לכן, כל מי שמעוניין להשקיע זקוק לעצת יועץ לגבי מגמות מקרו כלכליות, פיזור סיכונים והגנות, והשימוש בקרנות אינו פותר את הצורך בייעוץ

משקיע שהחליט כי ברצונו לבצע השקעות באמצעות קרנות עמד בפני מזנון עשיר ביותר. הבנקים והברוקרים, במסגרת התחרות האינטנסיבית על כספי חלקות, פותחים מדי יום קרנות חדשות. לעתים נראה כי בחברות החלו להעסיק, במקום יועצי השקעות, קופירייטרים

השקעות באמצעות קרנות נאמנות הפכו להיות אחת הדרכים המקובלות לחיסכון של הציבור. רבים סבורים בטעות כי אדם המבקש לחסוך ולהשקיע את חסכונו אמור לבחור בין חיסכון בתכנית בנקאית, פנייה למנהל תיקים שינהל לו תיק בייעוץ צמוד, או רכישת שירותי השקעות באמצעות רכישת קרנות נאמנות. טעות זו מקורה בנטייה להתייחס אל קרנות כאל מוצר הומוגני. הקרנות שונות זו מזו כפי שתנויות שונות זו מזו. כפי שיש חנויות מכולת וסופרמרקטים ענקיים וכפי שיש חנויות מתמחות ורשתות וביניהן מגוון רחב של מאפייני חנויות, כך גם קרנות הנאמנות. יש קרנות ענק ויש קרנות זעירות, יש קרנות המנהלות על ידי ניהול מקצועי ויש קרנות המנהלות באופן חובבני לחלוטין. יש קרנות מתמחות וההתמחות שלהן מקיפות כל תחום כמעט שניתן להעלות על הדעת, ויש קרנות שההתמחות שלהן אינה בקבוצת נירות ערך, אלא בשיטות ההשקעה. כמה משיטות ההשקעה המקובלות בקרנות נלקחו מהתיאוריה הכלכלית, אחרות נשענות על שיטות גישות שאין להן קשר לניתוח הכלכלי, וכן קרבות יותר לתפישות אסטרטגיות, ואחרות מבוססות על אינטואיציות או על כללי אצבע. קיצוץ של דבר, מגוון הקרנות פירושו מתן אפשרות להשקיע כמעט בכל דרך אפשרית והבחירה בקרנות, באמצעותן המשקיע מעוניין להשקיע, היא בעצם החלטה מקצועית שגם אותה המשקיע הקטן אינו יכול לקבל ללא ייעוץ הולם.

כנגדם יש כאלה הסוענים כי ההצלחה אינה נמדדת רק בהכאת מדד השוק, ראשית, מפני שאין מדד מוסכם לשוק ושנית, מפני שבעצם, המשקיע אינו מעוניין רק בתשואה מסועפת גבוהה אלא גם בסיקס נפשי, דהיינו שונות נמוכה של השוק. כך למשל יטענו כי המשקיע מעדיף תשואה נמוכה יותר במסוּע, אך קבועה יותר על פני תשואה מסועפת גבוהה, הכוללת שנים של עליות חדות ופילות חדות בשנים אחרות.

טענות אחרות מדברות על הצלחה יחסית, לדבריהם, המשקיע מעוניין שמנהל ההשקעות לא ישיג לו בהכרח תשואה חיובית גבוהה או נטולת סיכון, אלא תשואה גבוהה יותר ממשקיעים אחרים. גם אם בשנים מסוימות מדובר בהפסד, לטענה זאת יש סימוכין בתיאוריות מאקרו כלכליות של צריכה ורמת חיים. בה הפרט מתייחס במיוחד למצבו היחסי יותר מאשר למצבו המוחלט.

יהיו הטיעונים אשר יהיו, הדבר הבולט בהן הוא כי מגוון האוכלוסיה מחפש פתרונות שונים. יש כאלה המתמקדים ברווחיות לאורך זמן, יש כאלה המעדיפים יציבות בכל מחיר ואינם מוכנים נחמט בכך שהשוק כולו ירד, ויש המבקשים הצלחות יחסיות. יש גם מי שעוקבים אחרי התפתחויות בעולם ומעוניינים לקחת חלק גם בהשקעות אקזוטיות, גם אם הסיכון בהן גדול יותר מאשר בהשקעות דומות בקרבת מקום. גם למנהלי ההשקעות עצמם יש חלק גדול בעניין. רבים מהם מאמינים, לעתים על סמך נתונים חלקיים, כי אכן פיצוח את הסוד, הם ממהרים לשווק את מרכולתם ובדרך כלל מצליחים לשכנע לפחות חלק מהמשקיעים.

מחירים כלקוחות

בחלק אחר מהמקרים, הלקוחות עצמם הם מנהלי תיקים אשר רוצים לרכוש מומחיות נקודתית של חבריהם. מנהלי תיקים המנהלים תיקים גדולים, ואינם חשים ביטחון ברכישת נירות ערך מסוימים המתייחסים התמחות, רכשים למעשה תיקי נירות ערך באמצעות חבריהם. נניח כי מנהל תיקים מסוים מעוניין להכניס לתיקו עשרה אחוזים מסוימת דרום מזרח אסיה, או מניות פרמצבטיקה, הדרך הפשוטה ביותר עבורו לעשות זאת היא לרכוש קרן נאמנות המשקיעה בדרום מזרח אסיה או קרן נאמנות המתמחה במניות חברות פרמצבטיקה, שמנהלה מוגדר כמסומה בתחום.

מנהל תיקים עשוי גם לבחון טענות של חבריו לגבי מדיניות ההשקעה מסוימת. נניח כי מנהל קרנות הביע למסקנות לגבי מדיניות ההשקעות ברכישת מניות ערך, על פי פרמטרים נתונים. המנהל הלקוח, הרכיש עבור לקוחותיו, עשוי להחליט כי ברמה של עד חמישה-עשרה אחוזים מכלל השקעותיו במניות, הוא ייתן הזדמנות לחברו, המתחרה בו למעשה, וירכוש תעודות השתתפות בקרן זאת. כעבור זמן יכל לבחון את הצלחת מדיניות ההשקעה ולהחליט אם להגדיל את אחוזותיו או להקטין.

מותר ואסור

קרנות נאמנות הן מכשיר השקעה בטוח, לא פחות למנהליתן מאשר למשקיעים עצמם. מנהלי תיקים המנהלים תיקים תפורים לפי מידה ללקוחות פרטיים נאלצים להוציא ללקוחותיהם פירוטם חודשיים לגבי אחוזות נירות הערך, עמלות, תנועות כספיות והסברים. כמו כן, הם נאלצים לתת דין וחשבון בעל פה לכל פעולה הנחשפת כחריגה. קרנות הנאמנות מהוות קופסה שחורה מבחינת המשקיעים בהן. הם יודעים

קופירייטינג ואקוויטיקה בים ההשקעות

משקיע שהחליט כי ברצונו לבצע השקעות באמצעות קרנות עמד בפני מזנון עשיר ביותר. הבנקים והברוקרים, במסגרת התחרות האינטנסיבית על כספי חלקות, פותחים מדי יום קרנות חדשות. לעתים נראה כי בחברות החלו להעסיק, במקום יועצי השקעות, קופירייטרים. השמות המגוונים משקפים דמיון עשיר, אולם במידה רבה גם אפיקי השקעות מעניינים. אין ויכוח כי מטרותיו של המשקיע היא למקסם את רווחיו ולהקטין את הסיכונים ככל שניתן. מדוע, אם כן, יש צורך בכל כך הרבה דרכים להשקיע. למעשה, היינו צריכים לראות רק סוג אחד של קרנות, קרנות אופרטיוניסטיות, או בשמן האחר - קרנות גמישות, המחליפות מדי יום או שבוע או חודש, מדיניות השקעה.

הבעיה "הקטנה" היא בעצם שאלה מיליון הדולר. רבים מאנשי התיאוריה הכלכלית אינם מאמינים כי מנהלי השקעות, טובים כפי שהיא, יכולים לייצר ערך מוסף במסגרת תשואה בהשקעות. מנגד, יש גם אנשי תיאוריה וגם אנשי מעשה הסוענים מעת לעת כי זיהו "נוסחת הצלחה". לעתים נוסחת ההצלחה הזאת היא קצרת טווח בפיוחד, ולעתים היא ארוכת טווח. התיאוריה, כמובן, אינה יכולה לחסוך בהצלחה האולה על מסוּע השוק לאורך זמן. שהרי מרגע שההצלחה מתפרסמת, הנהירה אליה מעלה את מחירי הנכסים ומקטינה את תוחלת הרווח מהם בעתיד.



קרנות נאמנות הן
מכשיר השקעה בשות
לא פחות למהגליתן
מאשר לחשקיים עצמם.
מנהלי תיקים המנהלים
תיקים תפורים לפי מידה
ללקוחות פרטיים
נאלצים להוציא
ללקוחותיהם בירושים
חודשיים לבני אחזקות
ניירות הערך, עמלות,
תנועות כספיות
וחסברים. כמו כן, הם
נאלצים לתת דין וחשבון

בעל פה לכל בעולה
הנתפשת כאריגה

- תפקידו של הייעוץ
- לקבוע מגמות ולהציב
- בפני המשקיע את
- הקריטריונים לדירוג
- הקרנות על פי
- התשואה מול סיכון.
- דירוגים שלאחרונה
- החלו מתפרסמים
- במספר מקומות

כלומר, קניית קרנות נאמנות היא קלה יותר מאשר קניית מניות, ואביצוע מובטח בסמוך למתן ההוראה. רכישת מניות דורשת כלים טובים יותר גם ברמה הטכנית. רכישת מניות באמצעות ברוקר אינה מאפשרת לקבל מחירים טובים ולא מבטיחה ביצוע באותו יום. הן בקנייה והן במכירה, או לעתים ביצוע חלקי ועלויות עסקה גדולים יותר. לעתים, המידע על אי ביצוע מגיע מאוחר וחסרה היכולת להגיב בזמן אמיתי. לכן, השימוש בקרנות מעביר את נטל הביצוע למקצוענים.

החלטה היחידה לכך יכולה להיות ניהול תיק, אשר אינה לפי יכולתו של כל אחד, שכן ניהול תיק נעשה רק עבור תיקים גדולים יחסית. בדרך כלל מעל 400 אלף שקל. מנהלי תיקים רבים המנהלים קרנות מציעים ללקוחותיהם הקטנים ניהול תיק באמצעות קרנות. עניין זה אף הוא גורר לעתים שימוש יתר בקרנות של המנהל המסוים ולא בחירה אופטימלית. במקרה כזה יש לחייב את מנהל התיק באחת משתיים: או קיוו עמלות ומניות עמלות כפל. כלומר, שמנהל התיק לא ייקח עמלות על חלק התיק שהוא מנהל באמצעות הקרנות שלו, וכן התחייבות של מנהל התיק לנהל את התיק לפחות במחציתו בקרנות של גורמים אחרים.

במקרים אחרים, בהם משקיעים מעוניינים לנהל ניהול עצמי בעזרת ייעוץ, השימוש בקרנות נאמנות הוא נוח לצורך ניהול עצמי בשל הבעיות הטכניות ברכישת ניירות ערך עצמית. כאמור, תפקידו של הייעוץ לקבוע מגמות ולהציב בפני המשקיע את הקריטריונים לריחוק הקרנות על פי התשואה מול סיכון. דירוגים שלאחרונה החלו מתפרסמים במספר מקומות. אף על פי כן, בתיקים גדולים, המינן הנכון יהיה ניהול עיקר התיק באופן פרטי על ידי מנהל התיק ושימוש בקרנות רק לצורך ביצוע השקעות נדירות של התמחות משותפת.

רק ברמת הכותרת את מדיניות ההשקעה של הקרן. הם אינם יודעים מה בפועל מוחזק בקרן (הגם שיש באפשרותם לברר ברגע נתון, אולם הדבר אינו מעשי מבחינת רובם). הם אינם יודעים אם בוצעו פעולות רבות מדי, אפילו מוגזמות, אם בוצעו פעולות כושלות אשר תוקנו, אם נקטו מניות אשר לקבוצה כולה יש אינטרסים בהן, גם אם להלכה הם אינם יכולים לעשות כן, או שמניות מסוימות בהגדרתן הפורמלית אינן נסבלות בקטגוריה של האינטרס, אך בפועל יש בהן אינטרסים מעורבים.

שיווק ואינטרס המשקיע

הרומחה הכרוכה בהפעלת קרנות, בשל העמלות הגבוהות והעלויות החולות יחסית בתפעול, גורמת לבנקים לנסות ולסחוט את הלייזן הזה עד תום. הבנקים סוגלים את המיקום שלהם בצומת שבין כספו של המשקיע, ברותו בהשקעות, חידותיו מפני אי וראות הכרוכה בעתיד בכלל ובכלכלה בפרט, ואי היכרותו עם שוק ההון והגורמים הפועלים בו. לכן, למשל, הבנקים ינסו מלהציג בפני הלקוח את מכשירי ההשקעה החלטיים המאפשרים בניית אסטרטגיית השקעות מורכבת.

להצדקתם היחסית יטענו כי המגוון שהם מחזיקים מספק את כל הצרכים. הדבר, כמובן, אינו מתן תשובות למספר שאלות נוקבות. לדוגמה, כן קרנות המציעות אותו שירות, על היעף האובייקטיבי להגיע את הקרן הטובה יותר במגוונים של תשואה יחסית לסיכון. זאת, כמובן, אינו עשויים בבנקים. דוגמה אחרת היא כאשר היעף אינו מציע גם את הקרנות הייעודיות שאינן נמצאות במגוון המוצע על ידי הבנק, הגם שהאמנה מדוקדקת לרצונותיו של הלקוח או צרכי היתר מביאה את היעף להציע קרנות כאלו. הדוגמה השלישית והחמורה ביותר היא העובדה שהבנקים גרמו מעת לעת לעשות מצעו ניסן לקרנות חדשות. היעף הניסן שקרן במספריהם לעומת העובדה שקרנות אלו לא שוקו כמעט בכלל בכלל הבנקים האחרים, מלמדים שהמוצר אינו בעל ערך אוניברסלי בהשקעה, אלא הוא מוצר שנדחף בסידה מסוימת של לחץ שיווקי ואחר ללקוחות הבנק.

אין פועלים בכל זאת

כל מי שסובלני להשקיע זקוק לעצת ייעוץ לגבי מגמות מקור כלכלית. מידע סיכונים ומגמות, השימוש בקרנות אינו פותר את הצורך ביייעוץ. השימוש בקרנות יכול להחליף אפיקי השקעה אחרים, ברמה של הביטוח

