



איך מייפים את טבלת התשואות

מאי 2025

בתי ההשקעות טוענים בכל הזדמנות שיש להם מומחיות שמאפשרת להם לזהות הזדמנויות בשוק ההון. אם יש בסיס לטענה זו היינו מצפים לראות באופן עקבי תשואה עודפת של תיקים מנוהלים ביחס לתיקים פסיביים. מחקרים רבים שנעשו החל משנות ה-60 של המאה העשרים הראו שקרנות נאמנות שמשקיעות במניות של מדדים מובילים (כגון ת"א 100 או ס.פ 500) אינן מצליחות להכות את מדדי היחס שלהן לאורך זמן. אולם מול ממצאים אלה טוענים בתי ההשקעות שההשוואה איננה משקפת את יכולותיהם, שבאות לידי ביטוי דווקא בזיהוי ני"ע של חברות פחות ידועות, שאינן כלולות במדדים המובילים. לפיכך אם רוצים לבחון את יכולותיו של בית השקעות צריך לתת לו את החופש לבחור ני"ע על פי הבנתם של מנהליו.

הדרך המתבקשת לבחון טענה זו היא באמצעות ביצועיהן של קרנות הנאמנות הגמישות שמנהלים בתי ההשקעות. קרנות הנאמנות הגמישות הן "היהלום שבכתר" בכל בית השקעות. בקרן גמישה יכול מנהל הקרן לשנות את הרכב התיק על פי הבנתו בהתאם לשינויים שחלים בשווקים. כך למשל אם מנהל הקרן חושב ששוק המניות עומד לעלות, הוא יכול להחזיק חשיפה של 100% למניות. לעומת זאת אם הצפי הוא שהשוק עומד לרדת יכול מנהל הקרן להקטין את החשיפה למניות לאפס. במקביל מנהל הקרן יכול לבחור את ניירות הערך שיתנו לדעתו את התשואה הגבוהה ביותר. כתוצאה מכך הביצועים של הקרנות הגמישות הם מבחן ליכולתם של בתי ההשקעות לבחור ני"ע ולתזמן את השוק. בגלל חשיבותן לבית ההשקעות, ניהולן של הקרנות הגמישות מופקד בדרך כלל בידי אחד העובדים הבכירים, ולפעמים אפילו בידי המנכ"ל או אחד השותפים.

על מנת לבחון את ביצועיהן של הקרנות הגמישות השווינו אותם לתיקי INBEST שמוצעים באתר, שהושקו ב-1/4/2008. מכיוון שכל הקרנות הגמישות מסוגות כ-100% מניות לפחות (סיווגים 4 ו-5), וסביר להניח שהן משקיעות בעיקר במניות (או באופציות על מניות) על מנת להשיג תשואות גבוהות, אנו משווים אותן לתיקי INBEST מספר 5 שמורכב מ-100% מניות.

ההשוואה הראשונה שערכנו בין תיקי INBEST לקרנות הנאמנות הגמישות הייתה בחודש אפריל 2014.

תוצאותיה של השוואה זו מוצגים בקישור שלהלן:

http://www.inbest.co.il/Images/Comparison_6_years_tik3_4.pdf

בטבלה הבאה מוצגת השוואה עכשווית של כל קרנות הנאמנות הגמישות שנסקרו בהשוואה הקודמת, ביחס לתיקי INBEST מספר 5 (100% מניות).



השוואת קרנות נאמנות גמישות לתיקי INBEST				
205		מספר חודשים	31/03/08	מ-
17.08		מספר שנים	30/04/25	עד-
מספר הקרן	שם הקרן	גוף מנהל	תשואה שנתית ממוצעת	סטטוס
5101639	אגליסט השקעות 4D קרן נאמן	אגליסט אי.אמ.אס. ניהול קרנות	8.6%	פעילה
5102256	שוהם 4D גמישה	מיטב דש קרנות נאמנות בע"מ	2.8%	שינוי שם
5103999	הראל 4D ספיר	הראל-פיא קרנות נאמנות בע"מ	8.5%	פעילה
5104765	מיטב 4D גמישה	מיטב דש קרנות נאמנות בע"מ	6.2%	שינוי שם
5105085	מיטב 4D השקעות פלטינום קר	מיטב דש קרנות נאמנות בע"מ	6.1%	נסגרה
5109723	הדס 4D אקטיבית	איילון קרנות נאמנות בע"מ	0.7%	שינוי בסיווג
5109731	מור גמישה 4D	מור ניהול קרנות נאמנות בע"מ	9.0%	פעילה
5109863	אקסלנס 4D אפולו	אקסלנס קרנות נאמנות בע"מ	6.1%	שינוי בסיווג
5110218	הראל פיא 4D גמישה (קלע)	הראל-פיא קרנות נאמנות בע"מ	-1.1%	נסגרה
5120779	הראל 4D השקעות	הראל-פיא קרנות נאמנות בע"מ	8.8%	פעילה
5120795	אגליסט גמישה 4D קרן נאמן	אגליסט אי.אמ.אס. ניהול קרנות	7.0%	פעילה
5124052	אקסלנס 4D גמישה	אקסלנס קרנות נאמנות בע"מ	0.6%	נסגרה
5106786	הדס 4D הזדמנויות	איילון קרנות נאמנות בע"מ	-0.9%	נסגרה
5126420	כוון גמישה 4D קרן נאמנות	איילון קרנות נאמנות בע"מ	6.4%	פעילה
תיק 5	INBEST מניות 100% מט"ח 75%	עצמי	6.7%	
	חציון		6.1%	
	ממוצע		4.9%	
	מינימום		-1.1%	
	מקסימום		9.0%	

בחודש אפריל 2014 היו 14 קרנות נאמנות גמישות שפעלו ברצף במשך שש שנים. תיקי INBEST היו אז בדיוק במרכז של טבלת התשואות, כאשר ל- 7 קרנות היו תשואות גבוהות יותר ול-7 קרנות תשואות נמוכות יותר.

בהשוואה הנוכחית אנו מוצאים רק 6 קרנות נאמנות גמישות שפעלו ברצף במהלך תקופת ההשוואה, שמתוכן ל- 4 קרנות היו תשואות גבוהות יותר ביחס לתיקי INBEST. מה קרה ל-8 הקרנות ש"נעלמו" מטבלת התשואות?

מסתבר שעל פי כללי הרשות לני"ע, כאשר מנהל הקרן מודיע לרשות על שינוי משמעותי במדיניות ההשקעה של הקרן, מחויבים כל הגופים שמפרסמים תשואות של קרנות נאמנות להפסיק לפרסם את התשואות שהיו לאותה קרן לפני השינוי. הרשות לני"ע מבצעת ביקורות על מנת לוודא שכללי הדיווח האלה נשמרים.

כתוצאה מכך מנהלי קרנות הנאמנות יכולים "להעלים" תשואות נמוכות באמצעות הכרזה על שינוי במדיניות ההשקעות של הקרן, וכך הם יכולים להתחיל מחדש ללא "הגיבנת" של תשואות העבר.

כמובן שהמשקיעים בקרן אינם יכולים למחוק את הפסדיהם שעוברים לקרן החדשה שאותה הם לא בחרו.

הטבלה שלעיל מציגה מה קרה ל-8 הקרנות הגמישות שהיו פעילות באפריל 2014, אבל תשואותיהן אינן מתפרסמות יותר.

- שוהם גמישה שינתה את שמה למיטב השקעות והתחילה את פעילותה מחדש כקרן גמישה.



- הדס אקטיבית שינתה את שמה להלמן מניות גורו חו"ל וכן שינתה את הסיווג למניות בחו"ל.
 - אקסלנס אפולו שינתה את שמה לאקסלנס ממשלתי 15% וכן שינתה את הסיווג לאג"ח בארץ.
 - הראל פיא גמישה קלע נסגרה לגמרי.
 - הדס הזדמנויות נסגרה לגמרי.
 - מיטב השקעות פלטינום נסגרה לגמרי.
 - מיטב גמישה שנתה את שמה והפכה לקרן מניות לטווח ארוך.
 - אקסלנס גמישה נסגרה לגמרי.
- באופן לא מפתיע התשואות של רוב הקרנות ששינו את מדינות ההשקעה שלהן או שנסגרו לגמרי, היו נמוכות באופן יחסי.
- אם נחזור כעת להשוואה בין תיקי INBEST ונכלול בה גם את התשואות של הקרנות האלה נגלה את התמונה הבאה:

מצב הקרן ביחס ל- 2014			
תשואה ביחס לתיק INBEST	שינוי או סגירה	פעילה	סה"כ
גבוהה	0	5	5
נמוכה	8	1	9
סה"כ	8	6	14

מתוך 14 הקרנות המקוריות, ל-9 קרנות היו תשואות נמוכות ביחס לתיקי INBEST כאשר מתוכן 8 קרנות נסגרו או שינו מדיניות השקעה ו-1 עדיין פעילה כקרן גמישה. מבין 5 הקרנות שלהן הייתה תשואה גבוהה יותר מתיקי INBEST, 5 עדיין פעילות ו-0 נסגרו או שינו סיווג.

הניתוח שלעיל מלמד אותנו שני דברים:

1. לאורך זמן תיקים פסיביים מצליחים להשתוות או להשיג את התיקים המנוהלים בעלי אסטרטגיית השקעה דומה. באופן זה הם מקטינים משמעותית את הסיכון למשקיע, מכיוון שהם מבטלים את ההימור על יכולותיו של בית ההשקעות.
2. בתי ההשקעות "מעלימים" את התשואות של הקרנות עם הביצועים החלשים, ובכך יוצרים לעצמם תדמית כאילו הם מצליחים להכות את השוק באמצעות ניהול אקטיבי.
3. תיקי ההשקעות הפסיביים יציבים יותר בתשואתם כפי שמראה הניתוח שבקישור הבא.

למשקיעים שמנהלים את תיק ההשקעות באופן עצמאי אנו מציעים שירות ייחודי לבניית תיק השקעות פסיבי