



| | | | | | |
|--|-----|--------|-------------------------|------------|------------|
| 8.91x11.16 | 1/3 | עמוד 1 | גלובס - שוק ההון | 10/05/2018 | 63460632-0 |
| בבקוב - מנהל השקעות ראשי בהראלקרנות נאמנות/עודות ס - 85210 | | | | | |

ב'טוח ופיננסים



צילום: איל יצור

סמי בבקוב, הראל



צילום: תמר מצפני

רוני יקור, הפניקס

זה לא רק דירוגי התשואות לטווח ארוך - גם בניהול השקעות, הכל אישי

ניתוח התשואות לטווח ארוך של המוסדיים על פני מספר
 תקופות שונות, מלמד שמדובר במדד נזיל שתלוי גם
 בזהות המנהל ובשנה מסוימת / **רון שטיין, עמ' 12-13**

| | | | | | |
|--|-----|---------|------------------|------------|------------|
| 25.97x31.32 | 2/3 | עמוד 12 | גלובס - שוק ההון | 10/05/2018 | 63460634-2 |
| בבקוב - מנהל השקעות ראשי בהאלקטרוניקה נאמנות/עודות ט - 85210 | | | | | |

זו לא התשואה לטווח ארוך, זה צוות ניהול ההשקעות והשנה המסוימת



אחת האקסיומות בשוק החיסכון לטווח ארוך היא שתשואות לאורך זמן הן המדד לבחינת הגופים המתחרים • אבל ניתוח התשואות לטווח ארוך על פני מספר תקופות שונות, מלמד שמדובר במדד נזיל ומשתנה • "הכול אישי גם בניהול השקעות"



רועי יקר, מנהל ההשקעות בהפניקס



ענת לוי, מנהלת ההשקעות בכלל ביטוח



השתתפות עצמית

דון שטיין

גם בחינת התשואות לטווח ארוכים. מדוע? יש רק סוג אחד של תיקים מוסדיים שבתוכו ניתן לערוך השוואה ארוכת-שנים "אמיתית", שבה משווים בין תפוחים לתפוחים (שלא השתנו לאורך השנים): קרן י' בחברות הביטוח, הלא הוא תיק הפוליסות המשתתפות ברווחים. מדובר בתיק "כללי" גדול שמנוהל שנים ארוכות מאוד בשוקי ההון, ושונה מהותית מהמסלולים הגדולים בפוליסות שנמכרות מאז שנת 2004, או בקופות הגמל ואף בקרנות הפנסיה החדשות. זאת מאחר שרשות שוק ההון, אז עוד אגף שוק ההון באוצר, שינתה ב-2016 את דרך ההסתכלות על התשואות, בגלל שינוי אופי התיקים לתלויי גיל (וביטלה את רוב המסלולים הכלליים הוותיקים). ומה הבריקה מלמדת? כמעט בכל אחת משש השנים האחרונות התשואה ארוכת-הטווח (התשואה השנתית הממוצעת לחמש השנים הסתיימו בשנה המסוימת) הציגה טבלה שונה. פעם הפניקס מובילה, פעם הראל, פעם מגדל ופעם מנורה מבטחים. כלומר, גם כשאנו רוצים להעמיק ולבחון לעומק איך הגופים נראים במבחן התשואה ארוכת-הטווח, אנו מגלים שכמעט הכל משתנה אם עוברים שנה אחת לפנים או לאחור. ואולם, תזווה בטבלה אינה טעות. מדובר בכלי שמאפשר לנו לעקוב אחר מגמות, ומגמות ממשיות בהחלט קיימות. למשל, בעבר הפניקס הייתה הגרועה בענף. זה קרה לה בעיקר "הודות" לשנת 2008, שנת המשבר הכלכלי העולמי, שתפסה את החברה עם המכנסים למטה, אז הציגה תשואות גרועות בהרבה מאלה שהציג יתר הענף. זה קרה אז בגלל ועדת השקעה חלשה, ומערך ניהול השקעות לא מיטבי. אבל זה גם הוביל לשינויים איריים בהפניקס, שהיום מתהדרת בצוות ניהול השקעות ובוועדת השקעה חזקים יותר, שמציגים תשואות גבוהות מאוד, ומצטיינים. למול זאת אנו רואים, בין היתר,

ה זמן שבית ההשקעות ילין לפירות ניצב בתחתית הדירוג של התשואות בגמל ובהשתלמות ל-12 החודשים האחרונים, אחרי שנים של הובלה. עם זאת, בדירוגים הרב-שנתיים הוא עדיין נמנה עם המובילים. ברור שמנהליו, יאיר לפידות ורב ילין, לא שכחו איך לנהל השקעות, אלא שבין היתר, על פי הערכות, "נתקעו" עם מזומן רב שלא השקיעו, וזאת בשוק עולה. מנגד, בית ההשקעות אלטשולר שחם, שבניהול גילעד אלטשולר ודן שחם, מצטיין מאוד בתשואות, לאחר שבעבר חווה תקופות אחרות לגמרי. עם זאת, השוק תופס, ובצדק, את השניים כגופים שהצטיינו בתשואות לאורך זמן, ואת התשואות לאורך זמן כבחינה המקצועית היחידה, והאמיתית, לתוצאות של מנהל כספי ציבור, בטח בשוק החיסכון לטווח ארוך. כך, כמעט כל השחקנים המוסדיים שפעילים בשוק החיסכון, החל מהגופים המנהלים עצמם שבחברות הביטוח ובבתי ההשקעות, עבור ביועצים ובסוכני הביטוח ועד לרגולציה, תמיד אומרים להסתכל מצד אחד על דמי הניהול ומהצד השני על התשואה, לפחות זו של 12 החודשים האחרונים, ועדיף זו שלטווח ארוך יותר. אולם נשאלת השאלה האם מבחן זה אומר את כל מה שצריך לדעת כשאנו בתנאים לאיזה גוף להעביר את כספנו? מבריקתנו עולה, כי כמו שהסתכלות על התשואה לרבעון או ל-12 החודשים האחרונים - שזה המבחן המינימלי שהרגולציה מתירה - היא חלקית, כך

הסתכלות ארוכת שנים על התשואות* בתיקי הפוליסות המשתתפות ברווחים - כל שנה מספרת סיפור אחר

| חברה | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | מוצע/סה"כ כלל התקופות |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-----------------------|
| הפניקס | 7.65% | 8.00% | 5.20% | 6.70% | 11.46% | 2.34% | 6.89% |
| הראל | 7.05% | 7.53% | 5.81% | 7.28% | 12.33% | 5.24% | 7.54% |
| כלל ביטוח | 6.57% | 7.19% | 5.51% | 7.15% | 12.68% | 5.50% | 7.43% |
| מגדל | 6.75% | 7.25% | 5.70% | 7.40% | 12.02% | 5.58% | 7.45% |
| מנורה מבטחים | 6.55% | 7.46% | 5.46% | 7.19% | 13.21% | 5.04% | 7.49% |
| ממוצע | 6.88% | 7.42% | 5.58% | 7.21% | 12.24% | 4.95% | 7.38% |

| ניקוד** | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|--------------|------|------|------|------|------|------|
| הפניקס | 5 | 5 | 1 | 1 | 1 | 14 |
| הראל | 4 | 4 | 5 | 4 | 3 | 23 |
| כלל ביטוח | 2 | 1 | 3 | 2 | 4 | 16 |
| מגדל | 3 | 2 | 4 | 5 | 2 | 21 |
| מנורה מבטחים | 1 | 3 | 2 | 3 | 5 | 16 |

| בינארי*** | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|--------------|------|------|------|------|------|------|
| הפניקס | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0.3 |
| הראל | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1.0 |
| כלל ביטוח | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0.3 |
| מגדל | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0.5 |
| מנורה מבטחים | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0.5 |

* התשואה נומינלית ברוטו ממוצעת ל-5 שנים אחרונות נכון לסוף השנה האמורה וכך שנכללות השנים 2008 עד 2017, עם חזרות על רובן; **ניקוד על מיקום בתשואות - 5 נקודות לחברה מובילה ו-1 נקודה לאחרונה באותה שנה; ***ניקוד 1 עבור מיקום מעל הממוצע הענפי, ניקוד 0 - מתחת לממוצע, מקור נתונים: הביטוח-נט

מנהלי ההשקעות הראשיים ומועד תחילת הכהונה שלהם

| קבוצה | סה"כ נכסים מנוהלים בקבוצה* (סוף 2017) | מנהל השקעות ראשי | מועד תחילת הכהונה | מנהל השקעות ראשי קודם | משך הכהונה של הקודם |
|--------------|---------------------------------------|------------------|-------------------|------------------------|---------------------|
| מגדל | 247 מיליארד שקל | אסף שהם | 30.3.2014 | לימור דנש ועומר קרייזל | כ-4 שנים |
| הראל | 214 מיליארד שקל | סמי בבקוב | 1.12.2016 | אמיד הסל | כ-17 שנים |
| כלל ביטוח | 191 מיליארד שקל | ענת לוי | 1.2.2015 | שוקי בורשטיין | כ-2 שנים |
| הפניקס | 174 מיליארד שקל | רועי יקר | 21.4.2013 | גדי גרינשטיין | כ-3 שנים |
| מנורה מבטחים | 171 מיליארד שקל | יוני טל | 1.4.2000 | אלוף קפלון (המנוח) | כ-10 שנים |

* כולל נכסי עמיתים בחיסכון לטווח ארוך, נוסטרו וכספים נוספים שבניהול מערך השקעות נפרד - כספים לטווח קצר (קרנות נאמנות, תעודות סל ותיקים מנוהלים)



עופר נרגסי, סגן מנהל ההשקעות בהראל



ניב כהן, השקעות עמיתים בהפניקס

| | | | | | |
|--|-----|---------|------------------|------------|------------|
| 16.51x32.02 | 3/3 | עמוד 13 | גלובס - שוק ההון | 10/05/2018 | 63460640-9 |
| בבקוב - מנהל השקעות ראשי בהראלקרנות נאמנות/עודות ס - 85210 | | | | | |

צילומים: איל יצחק, איל יודב



יוני טל, מנהל ההשקעות במנורה מבטחים | אסף שהם, מנהל ההשקעות במגדל



סמי בבקוב, מנהל ההשקעות בהראל

שינוי פרסונלי בצמרת מערך ניהול ההשקעות יכול לטרוף את קלפי התשואות, בלי תלות בעבר, אפילו שניהול השקעות נסמך גם על ידע ארגוני, על נהלים שעוברים בירושה ועוד. כך, תשואות לטווח ארוך טובות יכולות לנבוע מימיו של מנהל טוב שעזב וכבר לא יתרום לתשואות העתידיות

זה גם קורה בגלל שתשואות טובות הן הבסיס העיקרי לתוצאות טובות של הקבוצה, וגם קבוצה טובה בכל היבט אחר תציג תוצאות חלשות אם היא כשלה בניהול ההשקעות. ככל אופן, שינוי פרסונלי בצמרת מערך ניהול ההשקעות יכולה לטרוף את קלפי התשואות, בלי תלות בעבר, אפילו שניהול השקעות נסמך גם על ידע ארגוני, על נוהלי עבודה שעוברים בירושה ועוד. כך, מנהל השקעות טוב מוסיף המון, ותשואות לטווח ארוך טובות יכולות לנבוע מימיו של מנהל טוב שעזב, וכבר לא יתרום לתשואות העתידיות. שנה גרועה אחת מפילה לקרשים לשנים, ושנה טובה, אפילו אם היא באה ב"פוקס", או בגלל עסקה טובה של צוות קודם, משפיעה לחיוב למשך שנים. על כן נראה שאפשר לומר ש"זו לא החברה, זו האישה או האיש", ומכך נגזרת תפיסת ניהול השקעות ארגונית, כך ש"הכול אישי גם בניהול השקעות". אז מהי השורה התחתונה? אל תפסלו את התשואה לטווח ארוך, רק אל תלכו לתשואה ארוכה מדי, ואל תשימו את כל הביצים של הבחירה בסל התשואות שכבר נצברו בעבר בגוף עצמו. מדוע? התשואות תלויות ישירות בזוהות מנהלי ההשקעות המסוימים, ובמערכים ובתרבות שאלה יוצרים תחתיהם, לטוב ולרע - ושנשארים אחריהם (אם בכלל הם שוררים שינוי פרסונלי בצמרת). כמה ארוך זה נכון? אין תשובה חד משמעית, כי ברגע שהצמרת מוחלפת יכול להיות שינוי מהותי, וזה עוד לפני שאנו משקלים או מנטרלים הצלחות או כישלונות בודדים, שיכולים להזיז תשואה מעלה או מטה בצעד יוצא דופן, שאינו משליך על ההתנהלות הרב-שנתית (כמו למשל השקעה כמובילאיי בתחילת דרכה או במלונות פתאל ועוד ועוד).

כך, הכול זו ומשתנה בתלות בתקופה, והבחנה שעשינו מלמדת שרק הראל כולטת מעל הממוצע בעקביות. אבל, גם זה עשוי להשתנות בשנה הבאה או בזו שאחריה. ●

ארוכות מאוד (יקיר היה יותר מ-13 שנים מנהל ההשקעות הראשי של קבוצת כלל ביטוח). תחת לוי נמצאת כיום, בין השאר, לימור דנש, שהגיעה לשם ממגדל, ושמנהלת את תיקי העמיתים בכלל ביטוח.

לא לפסול לגמרי את התשואה לטווח ארוך

בהפניקס מי שמנהל את ההשקעות הוא רועי יקיר, שבחמש שנותיו שם הקים מערך ניהול השקעות איכותי, כמו זה שיצר בכלל ביטוח. אגב, קודם ליקיר היו בהפניקס שינויים תכופים יחסית של מנהלי השקעות בכירים. כיום מכהן תחתיו מנהל השקעות העמיתים יניב כהן, שב-2016 החליף את שי יצחקי, שהיה חתום על כמה מההצלחות של הפניקס בתשואות. ולסיום - במנורה מבטחים שוררת יציבות יוצאת דופן; יוני טל מנהל את ההשקעות של הקבוצה מאז שנת 2000, והוא החליף בתפקיד את אלוף קפלון המנוח, שגם הוא היה בתפקיד שנים ארוכות. עם זאת, במנורה היו תהפוכות בדרג הבכיר שמיד תחת טל, וכיום מנהל את ההשקעות של העמיתים בקבוצה ניר מורוז, שבעבר היה מנהל ההשקעות הראשי של פסגות, וקודם לכן מנהל השקעות בכיר מאוד בכלל ביטוח ובמגדל. מה כל זה מלמד? קודם כל שבענף הביטוח עצמו כבר קלטו שלהיבט הפרסונלי ישנה חשיבות רבה מאוד, והוא דורש ניסיון וידע שלא כל אחד יכול לרכוש. לכן, רוב המנכ"לים בענף בוחרים אנשים בעלי ניסיון, וכאלה שמוכרים להם ושצמחו לצדם שנים.

את היציבות בהצטיינות של קבוצת הביטוח הראל, שבכל אחת משש השנים שבחנו הייתה מעל הממוצע של חמש קבוצות הביטוח הגדולות, מה שמעיד על הצטיינות עקבית של מערך ההשקעות שלה. ההשקעות של קבוצת הראל, נציין, נוהלו לאורך כ-17 שנים, משנת 2000 ועד סוף 2016, עליידי אמיר הסל, שבנה שם מערך השקעות מאופייין ויציב.

שני היבטים אלה, של השינוי האדיר בתוצאות הפניקס מהצד האחד, ושל היציבות של הראל מהצד השני, לצד התרחשויות אחרות בהנהלות הבכירות של מערכי ההשקעות של חמש קבוצות הביטוח הגדולות (שלהן התלוו שינויים למכביר גם בזוהות מנהלי ההשקעות שבמורד פירמידת הניהול), מובילים אותנו למה שמסתמן כמהותי יותר מתשואות עבר של גוף מסוים: זוהות הצוות המנהל.

אם כן, מי עומד בראש מערכי ניהול ההשקעות בקבוצות "הגדולות? במגדל, בעלת התיק הגדול בענף, מנהלות ההשקעות עליידי אסף שהם, שמונה לתפקידו הנוכחי בתחילת 2014, לאחר שהיה שנים לצד הבעלים שלמה אליהו. שהם מונה במקום שני מנהלי השקעות ראשיים - במבנה בעייתי מלכתחילה שיצר המנכ"ל של הקבוצה דאז: עומר קרייזל ולימור דנש, שהחליפו כמה שנים קודם לכן את ענת לוי, אשר ניהלה עד אז את ההשקעות במגדל.

בהראל מדובר בסמי בבקוב, שניהל בעבר את הראל פיננסים, ושמנהל את ההשקעות בהראל משלהי 2016, והוא החליף את הסל ששימש בתפקיד עידן שלם, ולמעשה יצר את המערך הנוכחי של הראל. תחת בבקוב בולט עופר נרגסי, שניהל תחת הסל זמן רב, ולקח חלק בעיצוב ההשקעות בקבוצה.

בכלל ביטוח מדובר בענת לוי, שבעבר ניהלה את ההשקעות של מגדל במשך כשמונה שנים (שבנה הצטיינה ביחס לענף במשבר 2008), ושהחליפה בתחילת 2015 את שוקי בורשטיין, שהחליף את רועי יקיר בתחילת 2013, לאחר שזה שימש בתפקיד במשך שנים



לימור דנש, השקעות עמיתים בכלל ביטוח



ניר מורוז, השקעות עמיתים במנורה