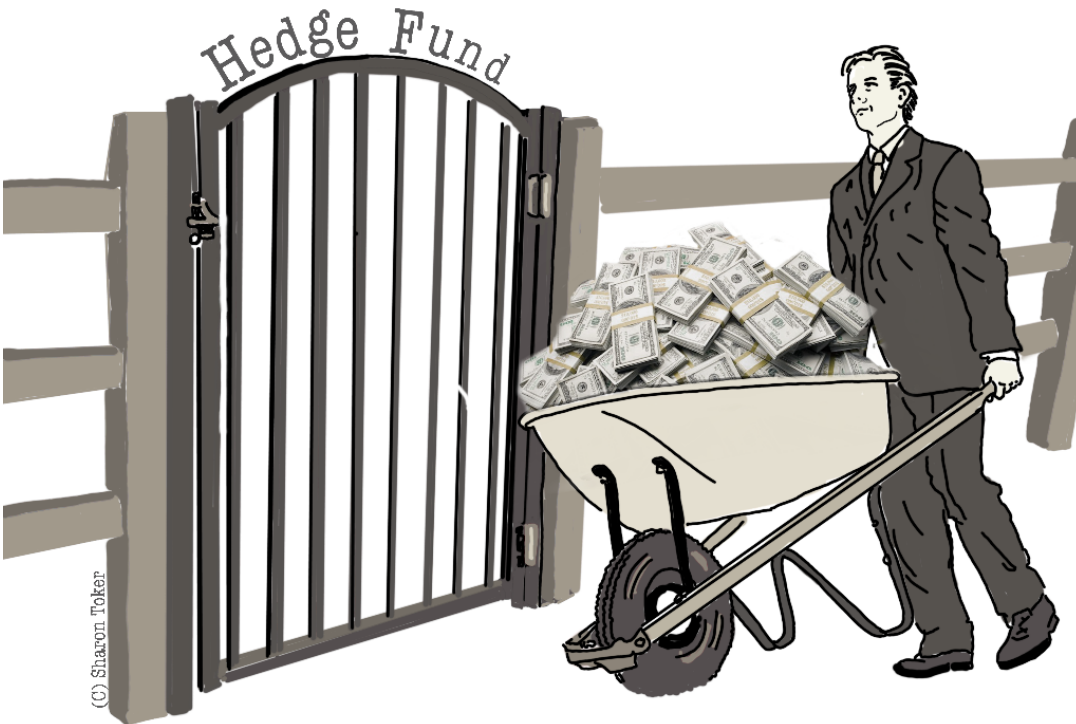




קרנות גידור כמכשיר השקעה אלטרנטיבי



דוד (דייבי) דישטניק



ד"ר דוד (דייבי) דישטניק הוא חבר סגל בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב, וכן המייסד והשותף מנהל של קרן הגידור DNR. הוא מחזיק בתואר ראשון בחשבונאות ובכלכלה מאוניברסיטת תל אביב, בתואר שני במנהל עסקים (התמחות במימון) מאוניברסיטה העברית ובדוקטורט בחשבונאות ומימון מאוניברסיטת תל אביב. לפני שהצטרף לסגל של הפקולטה לניהול באוניברסיטת תל אביב, דייבי לימד בבית הספר למנהל עסקים על שם רוס שבאוניברסיטת מישיגן.

תקציר

סביבת הריבית העולמית, הנמוכה בעשור האחרון, הביאה לביקוש הולך וגובר להשקעות אלטרנטיביות. אחד מאפיקי ההשקעה האלטרנטיביים הוא קרנות גידור הזוכות לעדנה רבה בשנים האחרונות, והרי לראייה כי בשנת 2018 היקף הנכסים המנוהלים על ידי קרנות גידור בעולם עלה על שלושה טריליון דולרים. מאמר זה מסביר מהי קרן גידור, סוקר אסטרטגיות השקעה של קרנות גידור ודן בביצועים של קרנות גידור בארץ ובארצות הברית.

קרן גידור מהי?

שאליו הוא משתייך עולה על כ-900 אלף ש"ח. כל הסכומים צמודים למדד ומתעדכנים.

כאמור קרנות גידור הן גופים פרטיים, ולכן בישראל קיימת גם החובה שלכל קרן יהיה נאמן. הנאמן אחראי על חישובי התשואות והרווחים שמדווחים לשותפים המוגבלים (הלקוחות) של הקרן. בנוסף, זולת ביצוע השקעות, לשותף המנהל של הקרן אסור לבצע שום פעולה בחשבון הפעילות של הקרן ללא אישור הנאמן. כך למשל, משיכת דמי ניהול של השותף המנהל מחייבת את אישורו של הנאמן לפני ביצועה, ורק אחרי קבלת אישורו היא מבוצעת. נאמן הקרן הוא גם נאמן לצורכי מס, והוא זה האחראי על חישובי המס של הלקוחות ועל התשלום לרשויות המס. בארצות הברית, בשונה מישראל, אין חובה שלקרנות גידור יהיה נאמן.

מאפיין נוסף של קרנות גידור קשור למועד שבו לקוחות הקרן יכולים לפדות את כספם מהקרן. במרבית הקרנות, לאחר הצטרפות של לקוח לקרן, קיים פרק זמן ראשוני, בין היתר משיקולי מס, שבו הלקוח אינו יכול למשוך את כספו. לאחר פרק הזמן הראשוני, הלקוחות יכולים לפדות את כספם על ידי מתן התראה מוקדמת מראש. התראה זו נדרשת כדי לאפשר למנהל הקרן למכור נכסים שהקרן משקיעה בהם לצורך ביצוע הפדיון, ומבלי ללחוץ את מחירי הנכסים באופן שיפגע בלקוח שביקש לפדות את כספו או בלקוחות שממשיכים עם הקרן. אורך תקופת החסימה הראשונית ופרק הזמן הדרוש להתראה בנוגע לפדיון נקבעים בהסכם השותפות שנחתם בין השותף המנהל של הקרן והשותפים המוגבלים (הלקוחות).

אסטרטגיות השקעה של קרנות גידור

היסטורית, קרנות גידור השתמשו באסטרטגיית השקעה הידועה בשם "לונג/שורט". באסטרטגיה זו, בצד הלונג, רוכשים מניות (או אגרות חוב) שצופים שמחיריהן יעלו בעתיד, ומנגד בצד השורט, מוכרים בחסר מניות (או אגרות חוב) שצופים שמחיריהן ירדו. אסטרטגיית הלונג/שורט אינה מנסה לחזות את הכיוון הכללי שהשוק ינוע בו, כלומר היא ניטרלית לשוק, ומכאן גם בא השם "גידור" לקרנות גידור. יש לשים לב שהגידור אין משמעו העדר סיכון, כיוון שאם בפועל ניירות הערך הספציפיים שהקרן בחרה בהם נעים

הביקוש להשקעות אלטרנטיביות גדל באופן ניכר בשנים האחרונות. הסיבה לכך היא הרצון של משקיעים לייצר תשואות גבוהות יותר משמעותית מאלו הנגזרות מסביבת הריבית העולמית (חסרת הסיכון) הנמוכה באופן יחסי בעשור האחרון. קרנות גידור הן אפיק להשקעות אלטרנטיביות שזוכה לעדנה רבה, ובשנת 2018 שווי הנכסים המנוהלים על ידי קרנות גידור בעולם עמד על כ-3.2 טריליון דולרים. (www.calcalist.co.il/markets/articles/0,7340,L-3755602,00.html).

קרן גידור היא גוף השקעות המאוגד, על פי רוב, כשותפות מוגבלת. השותפים המוגבלים בשותפות הם לקוחות הקרן המשקיעים בה את כספם. השותף הכללי (המנהל) של השותפות משקיע את כספי השותפים המוגבלים בהתאם לאסטרטגיית ההשקעה שהוא מיישם, וזאת בתמורה לדמי ניהול שהשותפים המוגבלים משלמים לו. בדרך כלל, דמי הניהול הללו מורכבים משני רכיבים. הרכיב האחד אינו תלוי בביצועי הקרן ומחושב כשיעור מסך הנכסים שהקרן מנהלת. הרכיב השני של דמי הצלחה מחושב כפונקציה של התשואה שאותה הקרן משיגה.

לרוב, קרנות גידור הן גופי השקעה פרטיים וכנאלה הן מניסות כספים מלקוחות ללא פרסום תשקיף. מסיבה זו קיימים כללים לגבי זהות הלקוחות (השותפים המוגבלים) הרשאים להצטרף לקרן גידור ומספרם. כך למשל, בישראל לא יכולים להיות בקרן יותר מ-50 שותפים מוגבלים. בנוסף, קיימת הבחנה האם שותף מוגבל פוטנציאלי מוגדר כ"משקיע כשיר" או לא. בכל תקופה של 12 חודשים הקרן אינה יכולה להציע יותר מ-35 הצעות הצטרפות לקרן למי שאינו מוגדר כמשקיע כשיר. תיקון התוספת הראשונה לחוק ניירות ערך (קובץ תקנות 7622) קובע כי, יחיד הוא משקיע כשיר אם מתקיים בו אחד מאלה: א. השווי הכולל של הנכסים הנזילים שבבעלותו עולה על כ-8 מיליון ש"ח; ב. גובה הכנסתו בכל אחת מהשנתיים האחרונות עולה על כ-1.2 מיליון ש"ח, או שגובה הכנסת התא המשפחתי שאליו הוא משתייך עולה על כ-1.8 מיליון ש"ח; ג. השווי הכולל של הנכסים הנזילים שבבעלותו עולה על כ-5 מיליון ש"ח וגובה הכנסתו בכל אחת מהשנתיים האחרונות עולה על כ-600 אלף ש"ח, או שגובה ההכנסה כאמור של התא המשפחתי

אם בשל חשש גובר מחדלות פירעון קרבה, או כיוון שאירוע חדלות הפירעון כבר ארע (אי עמידה בתשלום אחד או יותר לנושים) והחברה שהנפיקה את אגרות החוב נמצאת לפני או במהלך תהליך הסדר חוב. הקרנות שמתמקדות בסוג זה של אגרות חוב ינסו לאתר את המקרים שבהם מחיר אגרות החוב בשוק ירד בצורה חדה מדי, כך שגם אם החברה שהנפיקה את אגרות החוב אכן לא תוכל לפרוע את מלוא אגרות החוב, היא עדיין תוכל לפרוע נתח מספיק גדול שיאפשר תיקון כלפי מעלה של מחיר אגרות החוב.

אסטרטגיית מאקרו היא סוג אסטרטגיה נוסף של קרנות גידור. באסטרטגיה זו, הקרנות מנתחות שורה של משתנים מאקרו כלכליים ואת התחזיות לגביהם. למשל, תוואי הריבית העולמי, שיחות הסחר בין ארצות הברית לסין ונתוני צמיחה ותוצר. נניח שתוצאת הניתוח היא שקרן הגידור צופה ששיחות הסחר יצליחו. במצב כזה הקרן תשקיע במניות של אותן חברות בענפים שיושפעו בצורה חיובית מהצלחת שיחות הסחר. ישנן קרנות מאקרו שמשקיעות רק במניות, ישנן כאלה המשקיעות רק באגרות חוב וישנן כאלה המשלבות בין מניות ואגרות חוב.

אסטרטגיית השקעה נוספת שמיישמות קרנות גידור מתבססת על בחינת התגובה בשוק לחדשות ולאירועים. החדשות והאירועים יכולים להיות ברמת המאקרו, למשל בהקשר למשתנים שהוזכרו בפסקה לעיל. החדשות והאירועים יכולים להיות גם ברמת המיקרו וספציפיים לחברה או לחברות מסוימות. למשל, מהלך רה-ארגון, מיזוג בין חברות, השתלטות על חברה ושינוי רגולטורי שמשפיע על קבוצת חברות. קרנות הגידור ינתחו את החדשות, את האירועים ואת השינויים שחלו בעקבותיהם במחירי המניות ובאגרות החוב הרלוונטיות. במקרים שבהם הקרנות יזהו תגובת יתר או חסר של המחירים, תתבצע השקעה בהתאם לסוג התגובה. למשל, השקעת לונג במקרים של תגובת חסר כלפי מעלה והשקעת שורט במקרים של תגובת יתר כלפי מעלה.

המשותף לכל אסטרטגיות ההשקעה שתיארנו עד כה הוא, שברוב המקרים, הן מערבות שיקול דעת אנושי ואינן נסמכות באופן מלא על אלגוריתמים ממוחשבים. לצד קרנות גידור שמתמחות באסטרטגיות הללו, ישנן גם קרנות "קוואנט" (quantitative hedge funds) המתבססות באופן מוחלט על אלגוריתמים ממוחשבים. כל קרן כזו בונה מודל השקעות שבו יכולים להיכלל מגוון רחב של משתנים.

בכיוונים הפוכים לציפיות (מחיריהם של ניירות הערך בצד הלונג יורדים, ואילו מחיריהם של ניירות הערך בצד השורט עולים), הרי שמתהווים לקרן הפסדים. זאת ועוד, השימוש בצד השורט מגדיל את הסיכון, כיוון שבאופן תיאורטי הפסד מפוזציית שורט יכול להיות אינסופי (מחירו של נייר ערך יכול לעלות לאינסוף), בעוד שהפסד מפוזציית לונג מוגבל למינוס 100% (מחירו של נייר ערך לא יכול לרדת מעבר לאפס). לסיכום, אסטרטגיית הלונג שורט תהיה רווחית רק אם המחירים בפועל של מספיק ניירות ערך בצד הלונג אכן יעלו, ובצד השורט אכן ירדו.

כיום, קרנות גידור משתמשות בשלל אסטרטגיות השקעה. יש קרנות המתבססות על אסטרטגיית הלונג/שורט, אך יש גם רבות אחרות המשתמשות באסטרטגיות השקעה אחרות. למעשה, השותף הכללי (המנהל) של הקרן חופשי לבחור באילו נכסים להשקיע ועל איזו אסטרטגיה להסתמך, כל עוד הוא עומד בתנאים שנקבעו בינו ובין השותפים המוגבלים (הלקוחות) בהסכם השותפות של הקרן. על פי רוב, קרנות גידור משקיעות בנכסים סחירים, כגון מניות ואגרות חוב של חברות ציבוריות, מטבעות, סחורות, אופציות וחוזים עתידיים, אולם יש גם קרנות המשקיעות בנכסים שאינם סחירים.

קרנות גידור שמשקיעות רק במניות, בין אם לונג/שורט ובין אם רק לונג, מסתמכות בהרבה מקרים על ניתוח פונדמנטלי של ערך. אם לפי ניתוח הערך, מחיר מניה צריך להיות נבוא ממחירה בשוק, הרי שהקרן תרכוש את אותה מניה. אם הניתוח חוזה שמחיר המניה צריך להיות נמוך ממחירה בשוק, הקרן תמכור את אותה המניה. קרנות המתמחות בהשקעה במניות ייתכן שיגבילו את עצמן להשקעה במדינה ספציפית או שיעדיפו לבחור דווקא בפיזור גיאוגרפי. כמו כן, ייתכן שאותן קרנות יתמקדו בענף ספציפי, או לחילופין יעדיפו פיזור ענפי.

ישנן גם קרנות גידור המשקיעות אך ורק באגרות חוב של חברות (לונג/שורט או רק לונג). במקרה של אגרות חוב, ניתוח הכדאיות של ההשקעה מתבצע על ידי הערכת ההסתברות שהחברה שהנפיקה את אגרות החוב תקלע למצב של חדלות פירעון, ובחינה האם המחיר שבו נסחרות אגרות החוב בשוק משקף את הסיכון הזה בצורה הולמת. תת קבוצה של קרנות גידור המתמחות באגרות חוב הן הקרנות המשקיעות באגרות חוב בסיכון (חדלות פירעון) גבוה. אלו הן אגרות חוב שמחיריהן בשוק כבר ירדו בצורה משמעותית,

למשל, משתנים מאקרו כלכליים, משתנים פיננסיים של חברות ומשתני "סנטימנט" המודדים האם חברות מקבלות סיקור חיובי או שלילי ברשת. מודל ההשקעות הממוחשב מעבד את המשתנים השונים ותוצאות העיבוד מתורגמות לפקודות קנייה או מכירה המבוצעות באופן אוטומטי על ידי מחשב. בקבוצה של קרנות הקוואנט, נכללות גם קרנות הגידור המבצעות מסחר יומי תכוף. המודלים של הקרנות האלו נועדו כדי לאתר עיוותי מחיר. מדובר בעיוותי מחיר קטנים מאד שלעיתים מתרחשים בפרקי זמן קצרים כל כך, עד שהמוח האנושי אינו מסוגל להבחין בהם. לכן, בהנחה שהמודלים הללו אכן מזהים בצורה נכונה את עיוותי המחיר, הקרנות המיישמות את המודלים הללו סוחרות באופן תכוף כדי להניע לרווחיות משמעותית.

כאמור, ישנן גם קרנות גידור המשקיעות בסחורות וכאלה המשקיעות במטבעות. גם במקרים של סחורות ומטבעות, ישנן קרנות המתבססות על ניתוח פונדמנטלי של ערך וניתוחי מאקרו שמערבים שיקול דעת אנושי, ויש את קרנות הקוואנט. יש גם קרנות גידור שאסטרטגיות ההשקעה שלהן כוללות אופציות וחוזים עתידיים בנפרד ובשילוב עם נכסים אחרים, וקיימות גם קרנות המשלבות מספר סוגי אסטרטגיה. לבסוף, מאפיין בולט נוסף של חלק מקרנות הגידור הוא השימוש במינוף כדי להגיע לרווחיות גבוהה עוד יותר. מובן כי המינוף מוסיף סיכון, כיוון שאת ההלוואות שנלקחו כדי לבצע השקעות בריסקים גדולים יותר, יש להחזיר בכל מקרה, ואילו הרווח שיפיקו ההשקעות אינו וודאי.

תעשיית קרנות הגידור בישראל

מכיוון שקרנות גידור הן גופי השקעה פרטיים, אין לגביהן נתונים פומביים מלאים. אתר האינטרנט צור גלבו (אתר משותף לצור ניהול המשמשת כנאמן לקרנות גידור, ולגלבו שהיא קרן המשקיעה בקרנות גידור) הוא מקור הנתונים המרכזי על תעשיית קרנות הגידור בישראל (www.tzurgilboa.com). על פי סקר שערכו צור גלבו בקרב שותפים מנהלים של קרנות גידור בישראל ושפורסם באתר, בסוף שנת 2017 קרנות גידור בישראל ניהלו נכסים בשווי של כ-6.15 מיליארד דולרים, פי שלושה בערך בהשוואה להיקף הנכסים שנוהלו בשנת 2011.

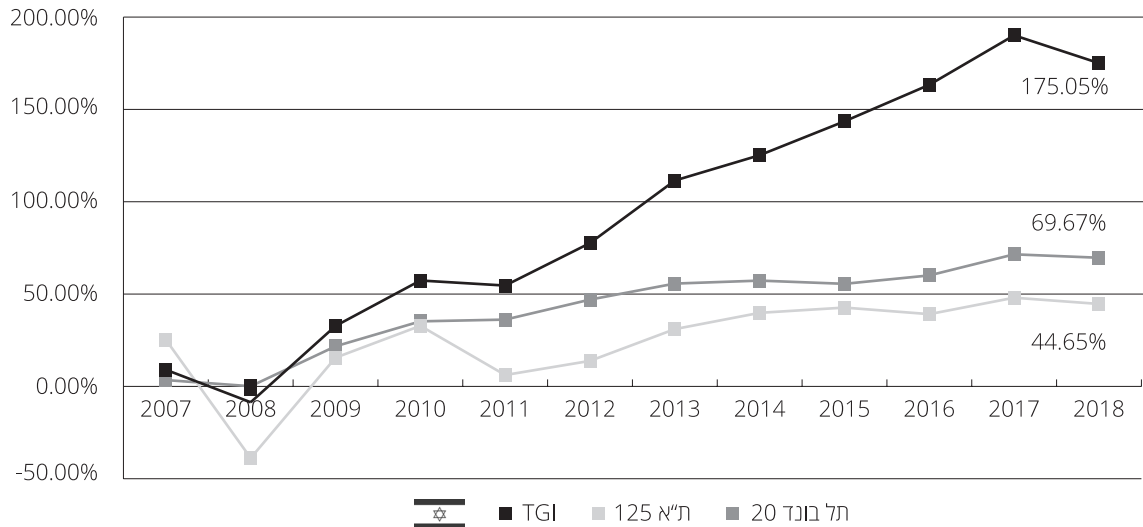
נתון זה מעיד על השגשוג של קרנות הגידור הישראליות בשנים האחרונות. מספר קרנות הגידור הישראליות שפעלו בסוף שנת 2017 מוערך בסקר ב-140. לגבי אסטרטגיות ההשקעה של קרנות גידור בישראל עולה כי מתוך 111 קרנות שהשתתפו בסקר, כ-33% הן קרנות שמשקיעות במניות, כ-15% קרנות שמשקיעות באגרות חוב, כ-15% קרנות קוואנט וכ-35% קרנות המסתמכות על ניתוחי מאקרו, קרנות המשלבות מספר סוגי אסטרטגיה וקרנות הנעזרות באסטרטגיות השקעה אחרות.

כדי לנתח את הביצועים של קרנות הגידור הישראליות, נעזרנו במדד קרנות הגידור הישראליות של צור גלבו (TGI). המדד מחושב בהסתמך על התשואות החודשיות של 65 קרנות גידור ישראליות (www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1001269381). בכל חודש מחושבת התשואה הממוצעת נטו (בניכוי דמי ניהול) של קרנות אלו, כאשר המשקל שניתן לכל קרן בממוצע הוא זהה, ללא תלות בהיקף הנכסים שכל אחת מהקרנות מנהלות. באתר צור גלבו (www.tzurgilboa.com), מדווחים נתוני מדד TGI החל מינואר 2007 ועד היום. את הנתונים האלו השווינו עם נתוני מדד תל אביב 125 ונתוני מדד תל בונד 20, שאותם הורדנו מאתר הבורסה לניירות ערך (www.tase.co.il/he/market_data/index/137/major_data, www.tase.co.il/he/market_data/index/707/major_data).

מדד תל אביב 125 כולל את 125 המניות שהן בעלות שווי השוק הגבוה ביותר הנסחרות בבורסה בארץ. המשקל הניתן לכל מניה במדד הוא לפי שווי השוק שלה, אולם המגבלה היא שהמשקל של מניה בודדת במדד אינו יכול לעבור את ה-5%. מדד תל אביב 125 הושק בינואר 1999 כמדד תל אביב 100 (100 המניות עם שווי השוק הגבוה ביותר), ובפברואר 2017 הורחב למדד תל אביב 125.

מדד תל בונד 20 כולל את 20 אגרות החוב הקונצרניות הצמודות למדד בריבית קבועה ובעלות שווי השוק הגבוה ביותר הנסחרות בבורסה בארץ, בתנאי שהדירוג שלהן יהיה לפחות A מינוס בדירוג "מעלות" או 3A בדירוג "מדורג", ולכל היותר ייכללו במדד שתי סדרות אגרות חוב של אותה חברה. המשקל שניתן לכל אגרת חוב במדד הוא לפי שווי השוק שלה, אולם קיימת מגבלה שהמשקל של אגרת חוב בודדת במדד אינו יכול לעבור את ה-10%. מדד תל בונד 20 הושק בפברואר 2007.

תרשים 1: תשואות בישראל



יודגש כי גם בנטרול של המשבר העולמי הגדול בשווקים שאירע בשנת 2008 וההתאוששות החדה בשנת 2009, מתקבלות תוצאות דומות. התשואה המצטברת שאותה השיג מדד TGI בשנים 2010-2018 הייתה כ-107%, בעוד שמדד תל אביב 125 השיג תשואה מצטברת של כ-25% ומדד תל בונד 20 השיג תשואה מצטברת של כ-39%. במונחים שנתיים, בין השנים 2010-2018 מדד קרנות הנידור השיג תשואה שנתית ממוצעת של כ-8.4%, בעוד שמדד המניות השיג תשואה שנתית ממוצעת של כ-2.5% ומדד אגרות החוב השיג תשואה שנתית ממוצעת של כ-3.8%. סטיות התקן של התשואות השנתיות עבור כל מדד היו: TGI - 7.8%, תל אביב 125 - 10.1% ותל בונד 20 - 4.1%.

בחנו את ביצועי שלושת המדדים גם בתקופה סמוכה יותר, בחמש השנים האחרונות (2014-2018). התמונה המתקבלת היא דומה. התשואה המצטברת שאותה השיג מדד TGI בתקופה האמורה היא כ-30%, בעוד שמדד תל אביב 125 השיג תשואה מצטברת של כ-10% ומדד תל בונד 20 השיג תשואה מצטברת של כ-9%. במונחים שנתיים, בין השנים 2014-2018, מדד קרנות הנידור השיג תשואה שנתית ממוצעת של כ-5.4%, בעוד שמדד המניות השיג תשואה שנתית ממוצעת של כ-2% ומדד אגרות החוב

מאחר שאין נתונים מוקדמים יותר משנת 2007 למדד קרנות הנידור TGI, השוונו את הביצועים של המדד לביצועי מדד המניות תל אביב 125 ומדד אגרות החוב תל בונד 20 בשנים 2007-2018. בתרשים 1 שלעיל, אפשר לראות שהתשואה המצטברת שמדד TGI השיג בתקופה האמורה הייתה כ-175%, בעוד שמדד תל אביב 125 השיג תשואה מצטברת של כ-45% ומדד תל בונד 20 השיג תשואה מצטברת של כ-70%.

במונחים שנתיים, בין השנים 2007-2018 מדד קרנות הנידור השיג תשואה שנתית ממוצעת של כ-8.8%, בעוד שמדד המניות השיג תשואה שנתית ממוצעת של כ-3.1% ומדד אגרות החוב השיג תשואה שנתית ממוצעת של כ-4.5%. חישבנו גם את סטיות התקן של התשואות השנתיות עבור שלושת המדדים בתקופה האמורה. במקרה של מדד TGI, סטיית התקן היא 14.4%; במקרה של מדד תל אביב 125, סטיית התקן היא 30.9%; ובמקרה של מדד תל בונד 20, סטיית התקן היא 6.5%. כלומר, לא רק שמדד קרנות הנידור השיג תשואה גבוהה יותר ממדד המניות בין השנים 2007-2018, הוא עשה זאת גם בתנודתיות נמוכה יותר. בהשוואה למדד אגרות החוב, מדד קרנות הנידור השיג תשואה גבוהה יותר בתקופה האמורה, אך גם בתנודתיות גבוהה יותר.

זמן של שנה לפחות (www.hedgefundresearch.com/hfri-indices-index-descriptions). על אף שב-HFRI נכללות גם קרנות גידור שמחוץ לארצות הברית, זהו מדד מקובל לבחינת הביצועים של שוק קרנות הגידור האמריקאיות. את נתוני התשואה השנתיים של המדד ליקטנו מ-www.cnbc.com/2019/01/08/hedge-funds-beat-the-sp-500-for-the-first-time-in-a-decade.html ומ-www.hse.ru/data/2011/10/27/1269589620/2011%2005%20HFR%20Report.pdf.

מדד המניות שבו השתמשנו הוא מדד ה-S&P 500. מדד זה כולל 500 מניות של חברות בעלות שווי שוק מהגבוהים ביותר, אשר נסחרות בבורסת בארצות הברית. המשקל שניתן לכל מניה במדד הוא לפי שווי השוק שלה. הקריטריונים להיכללות במדד לא כוללים רק את שווי השוק, אלא גם פרמטרים נוספים דוגמת מחזור מסחר גבוה, שיוך ענפי ומספר השנים שהחברה נסחרת בבורסה בארצות הברית. את נתוני התשואה השנתיים של המדד הורדנו מ-https://ycharts.com/indicators/sandp_500_total_return_annual.

מדד אגרות החוב שבו השתמשנו הוא Bloomberg Barclays US Corporate Index (להלן: US Corporate). מדד זה כולל אגרות חוב של חברות תעשייתיות, חברות שירותים וחברות פיננסיות נקובות בדולר הנסחרות בארצות הברית. אגרות החוב הכלולות במדד חייבות להיות בעלות דירוג השקעה, שיעור ריבית קבוע ואינן פטורות לצורכי מס. נכון ליום 31.1.2019, המדד כולל קרוב ל-6000 אגרות חוב. מידע על המדד ועל נתוני התשואות השנתיות שלו אספנו מ-<https://data.bloomberglp.com/indices/sites/2/2016/08/2017-08-08-Factsheet-US-Corporate.pdf> ו-https://ch.spdrs.com/library-1-content/public/SYB1%20GY_factsheet_en.pdf.

ראינו מקודם כי בתקופה 2007-2018 ובתתי התקופות שבחנו, מדד קרנות הגידור הישראלי השיג תשואות יפות ביחס למדד המניות ולמדד אגרות החוב הישראליים. כשפונים לשוק האמריקאי, מתקבלת תמונה שונה. בתרשים 2 לעיל, אפשר לראות שהתשואה המצטברת שאותה השיג

השיג תשואה שנתי ממוצעת של כ-1.7%. סטיות התקן של חמש התצפיות השנתיות עבור כל מדד היו: TGI - 5.5%, תל אביב 125 - 4% ותל בונד 20 - 3.1%.

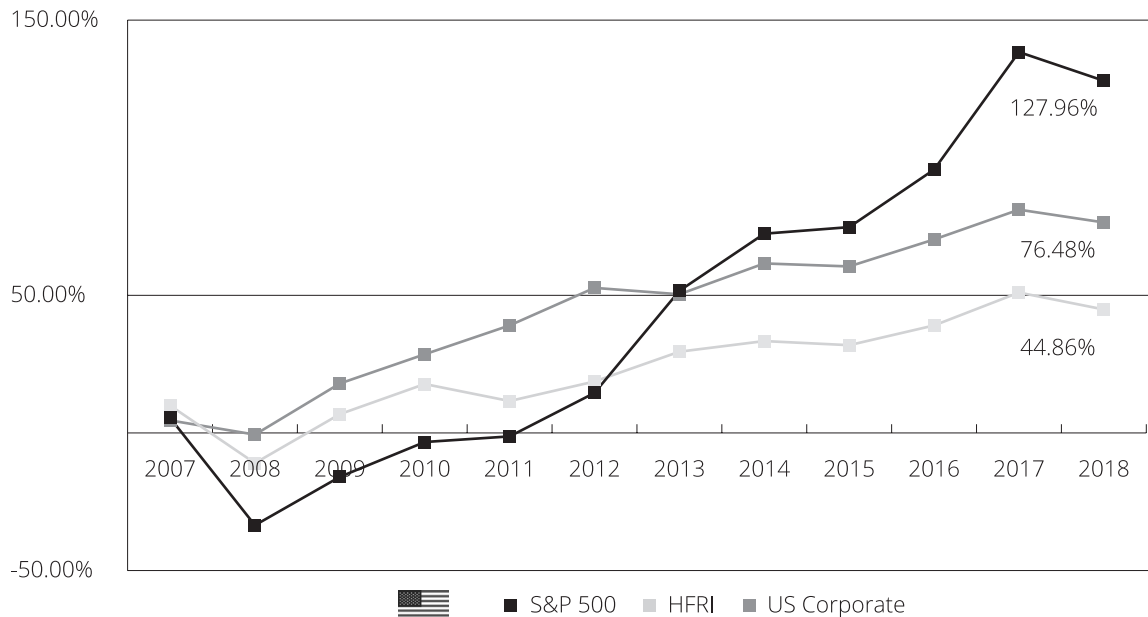
יצוין כי בשנת 2018, שהייתה שנה קשה בשווקים, מדד TGI ירד בשיעור של 5.2%, בעוד שמדד תל אביב 125 ומדד תל בונד 20 ירדו בשיעורים נמוכים יותר - 2.3% ו-1.1%, בהתאמה. אולם, בסך הכול, על סמך כל הניתוחים שעשינו כאן, בהחלט אפשר להגיד שהעשור האחרון היטיב עם תעשיית קרנות הגידור בישראל. קרנות הגידור הישראליות הפנינו בממוצע ביצועים טובים גם באופן מוחלט וגם בהשוואה לשניים ממדדי המניות ואגרות החוב המובילים בשוק ההון הישראלי.

תעשיית קרנות הגידור בארצות הברית

בעוד שתעשיית קרנות הגידור בארץ למעשה התהוותה בעשור האחרון, התעשייה המקבילה לה בארצות הברית היא הרבה יותר וותיקה וגדולה. נכון ליום 31.5.2018, קרנות גידור בארצות הברית ניהלו נכסים בשווי של כ-2.5 טריליון דולר, שהיוו כ-70% מהיקף הנכסים שנוהלו אז על ידי קרנות גידור בעולם. ביום 31.5.2018, מספר קרנות הגידור האמריקאיות עמד על כ-3300 מתוך כ-5300 בעולם (www.valuwalk.com/2018/08/hedge-funds-in-the-us/).

כדי לבחון את הביצועים של תעשיית קרנות הגידור האמריקאית ולהשוות אותה לביצועי התעשייה בארץ, השתמשנו בתקופת זמן זהה (2007-2018) ובמדדים דומים ככל האפשר לאלו שהשתמשנו בהם עבור ישראל. HFRI Fund Weighted Composite Index (להלן: HFRI) הוא מדד קרנות הגידור שבו השתמשנו. המדד מחושב בהסתמך על התשואות החודשיות של 1400 קרנות גידור בארצות הברית ובעולם. כל חודש מחושבת התשואה הממוצעת נטו (בניכוי דמי ניהול) של קרנות אלו, כאשר המשקל שניתן לכל קרן בממוצע הוא זהה, ללא תלות בהיקף הנכסים שכל אחת מהקרנות מנהלות. במדד נכללות אך ורק קרנות המנהלות נכסים בשווי של לפחות 50 מיליון דולרים ושפעילות בטווח

תרשים 2: תשוואות בארה"ב



דיון

במאמר זה שפכנו אור על תעשיית קרנות הגידור, אשר צברה תאוצה רבה בשנים האחרונות כאפיק השקעות אלטרנטיביות. הסברנו מהי קרן גידור, תיארו את המאפיינים הייחודיים של קרנות גידור וסקרנו את אסטרטגיות ההשקעה העיקריות שאותן הן מיישמות. כמו כן, עסקנו בתעשיית הקרנות הישראלית והקדשנו גם פרק לשוק הקרנות האמריקאי שהוא השוק המוביל העולמי.

ראינו שבין השנים 2007 ל-2018 מדד קרנות הגידור הישראלי הפגין ביצועים יפים, בעוד שמדד קרנות הגידור האמריקאי הרשים הרבה פחות. הסבר אפשרי לפערים הבולטים בביצועים הוא שבתקופה האמורה תעשיית קרנות הגידור בישראל בדיוק התפתחה. כלומר, סביר לצפות ששוק מנהלי קרנות הגידור בישראל עדיין אינו רווי, מה שאומר שעדיין לא נמצאים בו הרבה מנהלי קרנות שהם פחות מוצלחים. השוק האמריקאי, לעומת זאת, וותיק בהרבה ורווי בהרבה (מספיק להשוות בין מספרי הקרנות הנכללות בכל מדד: 65 במדד הישראלי לעומת 1400 באמריקאי). כלומר, ייתכן שבתעשיית קרנות הגידור האמריקאית יש כבר שיעור

מדד קרנות הגידור HFRI בתקופה האמורה היא כ-45%, בעוד שמדד המניות S&P 500 השיג תשואה מצטברת של כ-128% ומדד אגרות החוב US Corporate השיג תשואה מצטברת של כ-76%.

במונחים שנתיים, בין השנים 2007 ל-2018, מדד קרנות הגידור השיג תשואה שנתית ממוצעת של כ-3.1%, בעוד שמדד המניות השיג תשואה שנתית ממוצעת של כ-7.1% ומדד אגרות החוב השיג תשואה שנתית ממוצעת של כ-4.9%. סטיית התקן של התשואות השנתיות של מדד HFRI היא 9.5%; סטיית התקן של התשואות השנתיות של מדד S&P 500 היא 17.2%; ובמקרה של מדד US Corporate סטיית התקן היא 6.3%.

שתי השוואות צולבות נותנות תוצאות מעניינות. הראשונה היא שמדד קרנות הגידור הישראלי משיג תוצאות יפות גם ביחס לשלושת המדדים האמריקאים, והשנייה היא שהתוצאות של מדדי אגרות החוב הישראלי והאמריקאי בשנים האמורות, דומות ביותר. בתתי התקופות, 2010-2018 (נטרול המשבר העולמי) ובחמש השנים האחרונות (2014-2018), התקבלו תוצאות דומות לכלל התקופה. גם בתתי התקופות, מדד קרנות הגידור האמריקאי מפגיר אחרי מדד המניות ואחרי מדד אגרות החוב האמריקאים.

נדול יותר של מנהלים פחות מוצלחים, המטים את ביצועי המדד האמריקאי כלפי מטה.

הניתוחים שעשינו פשוטים למדי. לעומתנו, Joenvaara et al. (2019) הצינו ניתוח מפורט ומורכב לנבי הביצועים של תעשיית קרנות הגידור העולמית, שכאמור כ-70% אחוז ממנה נמצאת בארצות הברית. בנוגע לשוק האמריקאי, מסקנתם זהה לזו שלנו. הם מצאו שבממוצע, בין השנים 1996 ל-2014 התעשייה העולמית לא ייצרה תשואות עודפות. ניתוח נוסף הוא של Bali, Brown, and Demirtas (2013) שבחנו ביצועים של אסטרטגיות השקעה ספציפיות ביחס למדד ה-S&P 500. הם שילבו סימולציות עם נתונים בפועל של תשואות של קרנות בין השנים 1994 ל-2011. בהנחה שתשואות של קרנות גידור מתפלגות בהתפלגות נורמלית, הם מראים שביצועי ה-S&P 500 היו דווקא פחות טובים מאלו של קרנות שיישמו את האסטרטגיות הבאות: לונג/שורט מניות, השקעה בשווקים מתפתחים, תגובה לאירועים, ניתוחי מאקרו, השקעה בחוזים עתידיים ושילוב של כמה אסטרטגיות. אולם, טענתם המרכזית של Bali, Brown, and Demirtas היא שאסור להניח שהתשואות של הקרנות מתפלגות בהתפלגות נורמלית. ברגע שמשחררים את ההנחה הזו, הם מראים כי רק הקרנות שיישמו את האסטרטגיות לונג/שורט, מניות והשקעה בשווקים מתפתחים הצליחו לגבור על מדד המניות האמריקאי.

סוגיה מעניינת נוספת באה לידי ביטוי בשאלה האם קיימת התמדה בביצועים של קרנות גידור. כלומר, האם קרן שהפינה ביצועים טובים בעבר, סביר שתמשיך לעשות זאת גם בעתיד, ולהיפך, האם קרן שהייתה חלשה יחסית בעבר, תמשיך להיות חלשה גם בעתיד. אם קיימת התמדה, הרי שהסתמכות על תשואות עבר של קרנות גידור יכולה לסייע בהחלטה באיזו קרן להשקיע. אולם, הספרות האקדמית

בנושא חלוקה וטרם הגיעה למסקנה חותכת בדבר קיומה או היעדרה של התמדה (למשל Fung et al. (2008), Jagannathan, Malakhov, and Novikov (2010), Kosowski, Naik, and Teo (2007), Sun, Wang, and Zheng (2018)). לפיכך, לפחות לפי הספרות האקדמית, אין זה מובן מאליו שמשקיעים המעוניינים להפוך ללקוחות של קרנות גידור צריכים להתעניין בתשואות העבר של הקרנות שאליהן הם שוקלים להצטרף.

ולסיום, שתי אנקדוטות מעניינות. הראשונה עוסקת בכך שאחת מהתכונות האנושיות היא הנטייה "לחיפוש ריגושים" (sensation seeking). ישנם אנשים עם נטייה גבוהה מזו וישנם אנשים עם נטייה נמוכה. מדדים לנטייה הזו הם למשל, עיסוק בספורט אקסטרים, בעלות על מכונת ספורט ורישיון טיס. Brown et al. (2018) בחנו האם מנהלי קרנות גידור שהם בעלי נטייה גבוהה לחיפוש ריגושים בחייהם הפרטיים יביאו לביצועים טובים יותר או פחות של הקרנות שאותן הם מנהלים מאשר מנהלים עם נטייה נמוכה לחיפוש ריגושים. הם מצאו שמנהלים עם נטייה נמוכה לחיפוש ריגושים הם עדיפים, שכן מנהלים הנוהגים במכונות ספורט (עם מנוע חזק) לוקחים יותר סיכונים בהשקעות של הקרנות שאותן הם מנהלים, אך הסיכונים שהם לוקחים לא מביאים לביצועים טובים יותר של הקרנות שבניהולם. האנקדוטה השנייה מופיעה במאמר אחר, Yan, Ray, and Teo (2016) ובו החוקרים בוחנים האם נישואים וגירושים של מנהלי קרנות גידור מסיחים את דעתם מניהול הקרנות ופוגעים בביצועים של הקרנות. הם מוצאים שהתשובה היא חיובית בשני מהמקרים. בחלון זמן של שישה חודשים לפני הנישואים או הגירושים ועד שנתיים לאחריהם, ביצועי קרנות הגידור נפגעו.

ד"ר דוד (דייב) דישטניק daviddis@tauex.tau.ac.il

Bali, T, Brown, S & Demirtas K (2013). Do hedge funds outperform stocks and bonds? *Management Science* 59(8), 1887-1903.

Brown S, Lu Y, Ray S & Teo M (2018). Sensation seeking and hedge funds. *Journal of Finance* 73(6), 2871-2914.

Fung W, Hsieh D, Naik N & Ramadorai T (2008). Hedge funds: Performance, risk, and capital formation. *Journal of Finance* 63(4), 1777-1803.

Jagannathan R, Malakhov A & Novikov D (2010). Do hot hands exist among hedge fund managers? An empirical evaluation. *Journal of finance* 65(1), 217-255.

Joenvaara J, Kauppila M, Kosowski R & Tolonen P (2019). Hedge fund performance: What do we know? SSRN.

Kosowski R, Naik, N & Teo M (2007). Do hedge funds deliver alpha? A Bayesian and bootstrap analysis. *Journal of Financial Economics* 84(1), 229-264.

Sun Z, Wang A & Zheng L (2018). Only winners in tough times repeat: Hedge fund performance persistence over different market conditions (2018). *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 53(5), 2199-2225.

Yan L, Ray S & Teo M (2016). Limited attention, marital events and hedge funds. *Journal of Financial Economics* 122(3), 607-624.