

"התלהבתי מהפרויקט של חבס ברוטשילד - והחמצתי את ההסתבכות שלו בחו"ל"

עמית שמיר, שותף מנהל בקרן הגידור קפלר, לא גדל בבתי ההשקעות כמקובל בענף - ולניהול כסף הוא הגיע ממחלקת הכספים של ארנסט אנד יאנג ■ "אני והשותפים שלי כן השקענו בשוק ההון וגם חיינו מזה - ומשנה לשנה אנחנו גדלים במאות אחוזים"

06:19 08.12.2021 מאת: **אסא ששון**

"בחבס פישלתי. בזמנו ראיתי את הפרויקט ברוטשילד 1 ואת הפרויקט בדואר, התלהבתי והשקעתי לפי מה שראיתי — אבל פיספסתי את הפעילות בחו"ל ואת ההסתבכות שם. בסוף מכרתי בהפסד של 30%". כך מתאר עמית שמיר, שותף ומנהל בקרן הגידור קפלר, את אחת מטעויות ההשקעה הראשוניות שלו.

חבס היתה חברת נדל"ן גדולה בבעלות הרצל חבס, שיזם את מגדלי הדירות הראשונים בשיכון צמרת בתל אביב ונחשב אחד מכוכבי ענף הנדל"ן הישראלי. כל זה היה נכון עד אמצע 2012, כשקרסה קרן הריט שלו, שהחזיקה נכסים בחו"ל. חבס נאלץ לוותר על החברה לטובת בעלי האג"ח, אולם הללו קיבלו בסופו של דבר רק כ-20% מהחוב שלהם. שמיר מודה, עם זאת, כי מלבד חבס היו לקרן השקעות הפסדיות נוספות לאורך השנים.

קפלר היא קרן גידור המנהלת כ-30 מיליון שקל, סכום לא גבוה במונחים של קרנות גידור, ומתמחה בהשקעה בשווקים מפותחים, לרבות במניות הנסחרות בישראל או במניות בעלות זיקה לישראל. כיום הקרן משקיעה כ-25%–30% מכספה במניות בחו"ל וכ-50% במניות בישראל, והיתרה (20%–25%) מוחזקת מזומן.

"אנחנו משקיעים בחברות קטנות בעלות שווי שוק של עד 2 מיליארד דולר, שזה בערך 90% מהשוק הישראלי", מסביר שמיר על אופן ניהול ההשקעות בקרן. "אנחנו מעדיפים את השוק הישראלי, כי ככה יש לנו נגישות מלאה להנהלה, וזה פרמטר חשוב מאוד בבחירת ההשקעות שלנו. אנחנו שמרנים מאוד יחסית לקרנות גידור: אין לנו מינוף ואנחנו שומרים על אחוז מזומן גבוה, מלבד בזמן משבר כמו הקורונה, שבו ירדנו ל-0% מזומן".

שמיר ושותפיו לקרן, מרק שרוגרדסקי ודני שוורץ, לא גדלו בבתי ההשקעות כמקובל בענף ניהול הכספים בכלל ובענף קרנות הגידור בפרט. שמיר עבד במחלקת הכספים במשרד רואי החשבון ארנסט אנד יאנג ועזב בסוף 2008 כדי לנהל כסף במשרה מלאה, שרוגרדסקי עבד 15 שנה בהייטק, ואילו שוורץ עבד בתע"ש.

בעוד יותר מ-99% ממנהלי ההשקעות אינם מתפרנסים באופן ישיר ממסחר בבורסה, אלא נהנים מדמי ניהול שהם גובים מהלקוחות — המקרה של קרן קפלר שונה. מתחילת הדרך, כל שלושת השותפים משלמים את חשבונותיהם השוטפים ממסחר ומניהול כספם בבורסה.

קפלר הוקמה בנובמבר 2018, באמצעות קהילת משקיעי ערך עבור מנהלי ההשקעות שמחוץ לבתי ההשקעות. "הקהילה הזו מאגדת את כל משקיעי הערך בישראל דרך רשתות חברתיות. אנחנו אוטוסיידרים לתעשייה. גדלנו לא בבתי ההשקעות, אלא ממש

בניהול הכסף. השקענו בשוק ההון, והכי חשוב — חיינו מזה. יש לי שלושה ילדים ובית בהרצליה, ולא קיבלתי ירושה של מיליונים. התחלתי עם הון צנוע של כמה מאות אלפי שקלים, הגדלתי אותו במשך הזמן, ועם ההצלחה הגיעו לקוחות. מבחינתי, קרן גידור נותנת לי מענה לניהול הכסף של אנשים אחרים. אין צורך ברישיון. אם היינו באים מעולם בתי ההשקעות, סביר להניח שלקרן שלנו היו כמה עשרות מיליונים ולא רק 30 מיליון שקל, אבל זה בסדר, אנחנו גדלים במאות אחוזים משנה לשנה".

העובדה שאין לכם רישיון לא מהווה מגבלה? ראינו כבר כל מיני חבר'ה כמו מייק בן ארי שנעלמו עם הכסף. רישיון בכל זאת נותן ביטחון כלשהו.

"תעשיית הגידור עצמה לא עובדת עם רישיון, וגם אם היה רישיון, מנהל גידור נדרש להתלות אותו", אומר שמיר. "ומבחינת ההשכלה, התואר השני במינהל עסקים בהחלט מספק, מעבר לניסיון. אשר לחשש שהכסף ייגנב, אפשר לפתור אותו עם אדמיניסטרטור. במקרה שלנו זה BDO, ואנחנו בדרך לעבור לצור, כי הלקוחות הגדולים רוצים שנעבוד איתו. כמו כן, אנחנו מוגבלים להשקעה בדברים סחירים בלבד. העסקות הבעייתיות יותר נעשות בנכסים בלתי-סחירים".

האם התשואות שלכם אינן נפגעות מכך שאתם משקיעים בנכסים סחירים בלבד?

"זה המוצר. לגבי התשואות, אסור לי לנקוב בהן — אבל הן לא רעות".

תשואות מרשימות — בצל האומיקרון

דף הקרן חושף כי מאז הקמתה ב-2018 היא הניבה תשואה ממוצעת של 21% לשנה נטו. באותו זמן, מדד המניות הכללי בתל אביב הניב תשואה שנתית ממוצעת של 17.1%, מדד S&P 500 הניב 15% בשנה במוצע, ומדד תל אביב 125 הניב תשואה ממוצעת של 10.3% בשנה.

למרות זאת, הראיון עם שמיר, שנערך למחרת גילוי וריאנט האומיקרון של נגיף הקורונה, התקיים באווירה של עצבנות בשווקים. "אנחנו חושבים שיש סביבת מחירים גבוהה, ולכן אנחנו זהירים יותר, והיום אנו מחזיקים 27% במזומן, בעוד בשנה האחרונה שמרנו על שיעור מזומן של 15%-20%", אומר שמיר. "כלומר, הסביבה של שוק תנודתי טובה לנו. השוק שהכי קשה לנו לתפקד בו הוא שוק שבו טסלה עולה בכל יום ב-10%, ואני צריך לרדוף אחרי המדדים".

השווקים יורדים חזק הבוקר. מה עושים במקרה כזה?

"את האלוקציה (הקצאת הכסף לאפיקי השקעה שונים; א"ש) לא עושים ביום דרמטי, אלא קודם לכן, ובבורסה משקיעים לטווח הארוך".

אם נחזור לטסלה, היא לא במגרש שלך — היא קצת גדולה יותר מהחברות שאתם משקיעים בהן.

"נכון, אבל זה יוצר את האווירה בשווקים. לקוחות לא התלוננו על טסלה, אבל היו לקוחות ששאלו אותי למה אני שמרן, והיו לקוחות שסירבו לקבל אותם, כי הם רצו שנתנהל ברמת סיכון גבוהה יותר. מתודולוגיית העבודה שלנו לא מתאימה לכל אחד.

"הסיבה לאופן העבודה שלנו היא שכשבדקנו את קרנות הגידור בעולם, ראינו שיש שני מאפיינים לקריסה של קרנות: שימוש במינוף, ושימוש במכשירים פיננסיים מתוחכמים

שרק הפיזיקאי שהמציא אותם יודע איך הם עובדים — כמו לרכוש תעודת שורט על מדד הפחד, ולכן זה מחוץ למגרש המשחקים שלנו".

איך אתם בוחרים חברות להשקיע בהן?

"אנחנו מחזיקים 15–25 פוזיציות באופן קבוע בלונג עם אסטרטגיית גידור, שכוללת שלוש רגליים. הראשונה היא המזומן, שמשנתנה לפי הירידה של השוק. בכל ירידה של כמה אחוזים, אנחנו מקטינים את רכיב המזומן. המודל הזה הוא מבנה קבוע שמנטרל את תחושת הבטן שלנו משיקולי ההשקעה, כי גם השחקן הכי מנוסה מפחד כשמתחילות הירידות".

ומה קורה אם השתמשתם בכל המזומן ויש ירידות?

"אנחנו יכולים להשתמש בשתי הרגליים הנוספות. השנייה היא קניית פוטים (ביטוח בפני ירידת מחיר; א"ש) למצבי קיצון. זה פוגע בתשואה השנתית של הקרן ברמה של -0.3% – 0.4% , אבל באירוע קיצון זה יחזיר את עצמו, ולכן אנחנו כל הזמן רוכשים פוטים. הרגל השלישית נשענת על הניסיון שלנו. למשל, במשברים הבנקים יורדים חזק, ולכן קנינו אופציות פוט על מדד הבנקים בארה"ב".

אם אתם פועלים בעיקר בארץ, למה לקנות פוטים על מדד בנקים אמריקאי?

"אנחנו לא קרן ישראלית, אבל בין שלישי לחצי מההשקעות שלנו מוחזקות בישראל".

אבל אתם נמדדים בשקלים כמו קרן ישראלית, נכון? אתם מגדרים את הדולר?

"כן, אנחנו נמדדים בשקלים. אנחנו לא מגדרים את הדולר, אבל בגלל פיזור מטבעי — זה לא פוגע בנו".

במה לא תשקיעו?

"אנחנו לא משקיעים בדברים בינאריים".

כמו ביטקוין?

"אני לא יודע להעריך את השווי של הביטקוין. מבחינתי זה כמו להשקיע ביצירת אמנות, שאין לי מושג מה שווייה. ההבדל היחיד בין ביטקוין ליצירת אמנות הוא שתמונת של פיקאסו לא מאיימות על הבנק המרכזי, והביטקוין כן; ומהניסיון שלנו, רגולציה קובעת את שווי החברות בכלל ובקרפטו בפרט — יותר מאשר אירועי מקרו. כלומר, אם הבנקים המרכזיים יחליטו שהם אינם רוצים מטבעות מבזרים, זאת יכולה להיות פגיעה כואבת מאוד במשקיעים, ואנחנו לא מעוניינים בהשקעות שיש בהן סיכון רגולטורי".

"תרופות לסרטן הן השקעה בינארית"

בין היתר, שמיר מצהיר שהקרן לא תשקיע, למשל, בחברות שמפתחות תרופות לסרטן. "אנחנו לא יודעים להעריך את השווי של חברות כאלה", הוא אומר, "זה בינארי".

אז במה כן תשקיעו?

"בתחומי טכנולוגיית מידע (IT), באשראי חוץ בנקאי ועוד. השקענו בחברת תיגבור, כי אנחנו אוהבים חברות רווחיות שיש להן אפיק צמיחה. תיגבור, למשל, הרוויחה 8–9 מיליון שקל בשנה אבל צמחה בהכנסות. זה לא יותר מדי מרשים מבחינת הרווחיות, בטח מול דנאל, אבל היא הגיעה לנקודה מעניינת שבה הפריסה שלה בישראל הושלמה ומתחיל אפקט של מינוף תפעולי, ו-2021 תהיה שנת הפריצה שלה ברווחיות.

"כמו כן, היה לה בית חולים גריאטרי הפסדי, והיא החליטו להשכיר אותו, וכמו במקרה של תדיראן בזמנו — זה הופך אותה מרגל הפסדית לרגל רווחית. ואם היא תקבל מכפילים דומים למכפילים של דנאל, אז יש לה עוד לאן לעלות, אף שמתחילת השנה היא כבר עלתה ב-200%. זה סוג החברות שאנחנו אוהבים. אין בזה חלום, אין בזה ספאקים, זאת חברה רווחית, טובה, שיש לה רוח גבית".

תשקיעו בספאקים?

"פחות".

מה זה פחות? כן או לא?

"אני משתדל לא להיות חד-משמעי, כי אולי בעתיד תהיה הזדמנות נדירה, אבל באופן כללי, במקרה של ספאקים והנפקות — אנחנו לא שם. אנחנו שחקני מחיר, מעדיפים לקנות בזול, ובדרך כלל בספאקים ובהנפקות המחיר גבוה מדי. חשוב לנו להבין מי המנהל ועד כמה הוא רעב. הכוונה היא לרעב לעשייה. בחברה חדשה שרק הונפקה, אין לך היכרות עם המנהלים. אנחנו עוקבים אחרי הצהרות המנהלים: אם מנהל אמר שיקרה משהו, אנחנו בודקים אם זה קרה — ואם זה לא קרה, הוא מאבד נקודות אצלנו.

"היו לנו שתי השקעות בהתפרצות הקורונה הראשונה ב-2020 — בשהם ביזנס, חברת אשראי חוץ בנקאי; והשקעה אחת בארה"ב, בחברת אטנטו (מרכזי שירות טלפוניים בדרום אמריקה). השקענו באג"ח שלהן, ולשתי ההשקעות היו תשואות גבוהות. בשהם ביזנס, הבעלים הקדים את פרסום הדיווח של הדו"ח הכספי כדי שיוכל לקנות את האג"ח, ומנהל שפועל כך הוא מבחינתי מנהל רעב. הרי ברגע שאתה קונה את החוב ואתה מעריך שתעמוד בהחזר החוב, אתה מרוויח כסף לחברה".

רגע, אתה מערבב אג"ח ומניות בקרן?

"ב-99% מהמקרים אנחנו משקיעים במניות, אבל אנחנו קונים אג"ח בתשואות גבוהות מאוד, והיום אין הזדמנויות קנייה באג"ח. יש לנו לא מעט מזומן, וחיפשו במה להשקיע אותו. דיברנו עם קרן גדולה שמחזיקה מאות מיליונים במזומן, והם אמרו לנו שאין מה לעשות היום עם מזומן — אין תשואה.

"לכן, כל ירידה במחירי המניות תביא להסתערות על התחום הזה. אנחנו משקיעים לטווח ארוך, ולמי שמשקיע לטווח ארוך, רמת המחירים בישראל נמוכה ביחס לעולם. חוץ מזה, מי שמוכן להפוך אבנים ולעשות מחקר מעמיק יכול למצוא חברות זולות באופן אבסולוטי".

תן דוגמה לחברות זולות.

"תיגבור, שנפ, חברת שגריר (שנעשתה בה התייעלות תפעולית), שהם ביזנס. ובחול"ל — קנינו עכשיו חברה ביוון בשם אפסילון נט, שלמעשה דומה לחברת חילן הישראלית, והיא שולטת בתחום השכר והחשבות ביוון".

פרט לחבס, מה ההשקעה שאתה מצטער עליה?

"כרגע יש לנו השקעה מאתגרת בערך פיננסיים, חברה שציפנו שיקרו בה הרבה יותר דברים — וזה לא קרה. אפילו שלחנו להנהלה מכתב שמפרט את הצעדים שאנחנו מצפים שהם יעשו".

עד כמה אתם אקטיביסטים? או שאתם לא מספיק גדולים כדי להיות אקטיביסטים?

"אנחנו לא אקטיביסטים, אבל אנחנו מעורבים מאוד, ואנחנו חושבים שמנכ"ל של חברה ציבורית צריך לתת תשובות. בחברת אטנטו יזמנו שיתוף פעולה עם קרן גידור גדולה מבריטניה ועם קרן פנסיה מספרד, ונפגשנו בניו יורק לפני הקורונה. אנחנו מקושרים מאוד עם מנהלי קרנות כמונו בעולם".

איך יצרתם את הקשרים?

"בעיקר באמצעות מדיה חברתית. בחלק מהקרנות השקענו, או שנתנו להן רעיון השקעה שעבד, וזה יוצר את הקשרים. למשל, הבאנו לא מעט משקיעים לחברה של שירותי בנקאות אוטומטיים. ובאותו אופן הבאנו לא מעט משקיעים מחו"ל להשקעות אחרות.

"בין היתר, הצענו לקרנות זרות להשקיע בטיב טעם, אבל הבעיה היא שאין דו"חות באנגלית. אמרנו לסמנכ"ל הכספים שאם הם יפרסמו דו"חות באנגלית, יהיו השקעות מחו"ל, כי לקנות קמעונאית מזון במכפיל של 13–14 בלי חוב, בישראל, בכלכלה צומחת עם גידול טבעי של האוכלוסייה, זאת מציאה גלובלית".

אתם לוקחים עמלה על זה?

"ממש לא. אנחנו עושים דברים רבים שאנחנו חושבים שהם נכונים אידיאולוגית".