

## תיבה ד'-1 : השקעת המוסדיים בישראל בקרנות הון פרטי והון סיכון

קרן השקעה היא גוף המאגד הון השייך למספר מצומצם של משקיעים ומשמש לרכישה קולקטיבית של נכסים על פי אסטרטגיית ההשקעה שקובעת הקרן. בקטגוריה מסווגות קרנות הון פרטי, קרנות הון-סיכון, קרנות גידור, השקעה ישירה בתשתיות וקרנות נדל"ן. מתוך סך ההשקעה בקרנות השקעה כ-70% מושקעים בקרנות הון פרטי והון-סיכון. כאן נתמקד בהקצאת המוסדיים בקרנות הון פרטי, קטגוריה שבעולם כוללים בה, לרוב, את קרנות הון-הסיכון. מדובר באפיקי השקעה חדשים וייחודיים בהרכב הנכסים של המוסדיים בישראל, שההון המושקע בהם יכול לשמש למימון טכנולוגיות חדשות, להרחבת פעילותן של חברות או לשיקומן – אך ההון שהמוסדיים מקצים להם עדיין מועט יחסית, גם בהשוואה למשקיעים המוסדיים הגדולים בעולם.

מנהלי קרנות ההון הפרטי נוקטים מספר אסטרטגיות השקעה נפוצות: 1. רכישת חברות ממונפות (Leverage buyout) – נטילת הלוואה לצורך רכישת חברה המאופיינת בביצועים נמוכים, תוך הפעלת תוכנית הבראה שמטרתה להפוך אותה לרווחית; מונח זה מגדיר גם תהליך של רכישת חברה ציבורית כושלת, מחיקתה מהמסחר וביצוע תוכנית להבראתה. 2. מימון לצמיחת חברות (Growth capital) השקעות בחברות מבוססות יחסית, המחפשות הון כדי להרחיב את פעילותן. 3. מימון ביניים (Mezzanine Capital) – אסטרטגיית השקעה המשלבת חוב והון. חברה ממונפת, בדרך כלל צעירה, המחפשת הלוואה גדולה יותר מזו שתוצע לה במימון בנקאי יכולה לפנות לקרנות ההון הפרטי לקבלת המימון. אם החברה תגיע לחדלות פירעון תוכל הקרן להשתלט על שארית החברה, לשמור את הבעלות עליה או למכור אותה; 4. הון סיכון (Venture

(Capital) – השקעות בחברות הזנק (סטארט-אפ), שבדרך כלל מפתחות טכנולוגיות חדשות. קרנות הון פרטי נוקטות, בדרך כלל, את שלוש האסטרטגיות הראשונות, וקרנות הון-סיכון – את האסטרטגיה הרביעית. הגופים המשקיעים בקרנות הון הפרטי מכונים שותפים מוגבלים – LPs (Limited Partners). משקיעים אלו אינם מעורבים בניהול ההשקעות וחשופים לסיכון גבוה, תוך ציפייה לתשואה גבוהה, פרי מימונת הניהול של מנהלי הקרנות. השותפים המוגבלים יכולים להיות גופים מוסדיים כגון חברות ביטוח ופנסיה, בנקים, חברות השקעות בבעלות פרטית או ממשלתית ואנשים פרטיים. כל ההון המנוהל בקרן הוא ההון שהושקע על ידי שותפים מוגבלים אלה. קרנות הון הפרטי מנוהלות בפועל על ידי חברת שותפות כללית, ה-GPs (General Partners), המרוויחה דמי ניהול וכן דמי הצלחה בדמות רווחים מההון.

אחד הסיכונים בהחזקת נכס כזה הוא פועל יוצא של אי הנזילות, המקשה על קביעת שווי ההחזקה בכל נקודת זמן ועל הערכת הסיכון הכרוך בה. מעבר לכך, השקעות אלה הן השקעות ארוכות טווח עם שוק שניוני מצומצם. מרגע שהשותף המוגבל השקיע את כספו בקרן לא עומדת לרשותו אפשרות חוקית למשוך את ההשקעה לפני תום פרק הזמן שנקבע לקרן (בדרך כלל 10 שנים מיום כינון השותפות). משקיע כזה יוכל רק לחפש משקיע אחר שיסכים לקנות את חלקו בקרן.

### סקירת ספרות

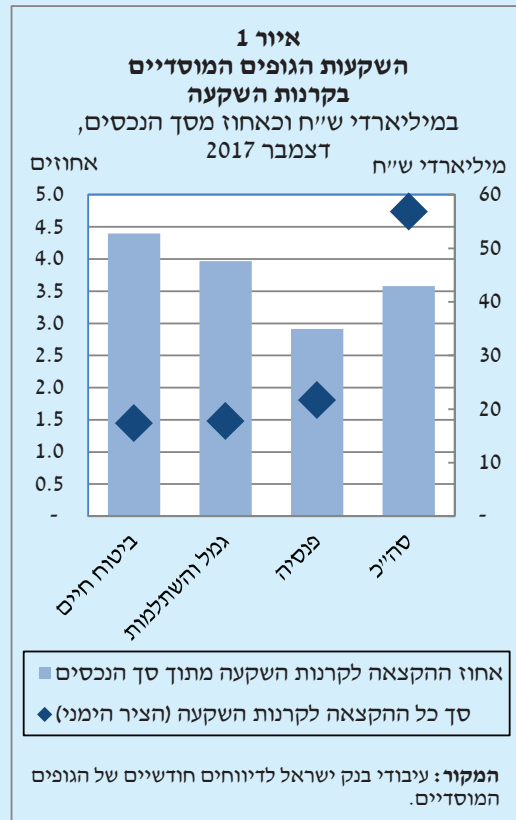
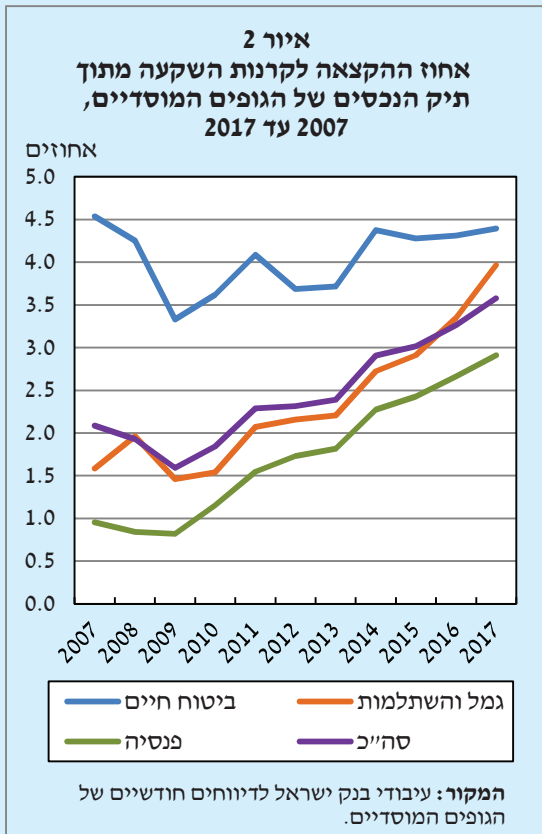
הספרות המצויה בכתבי עת אקדמיים שחוקרת את המאפיינים של ביצועי קרנות ההשקעה בהשוואה לביצועי השוק מדווחת על קשיים מרובים הגלומים במאגרי הנתונים. קרנות הון פרטי אינן סחירות, ומנהליהן אינם מדווחים לציבור אלא אך ורק למשקיעים בהן (השותפים המוגבלים), ואלה, בהיותם מחויבים לשמירת סודיות, אינם יכולים להעביר דוחות לגופים אחרים. על כן הספרות האמפירית מוגבלת מבחינת זמינות הנתונים ואיכותם ומתקשה מאוד להעריך את ביצועי הקרנות בהשוואה לביצועי השוק. Harris et al., במאמר שפורסם בשנת 2014, הודו כי מחקרם הקודם דיווח על ממצאים שגויים בשל בעיות בנתונים. מאמרם החדש הסתמך על מאגר נתונים ייחודי, הנשען על דיווחי המשקיעים המוסדיים בארה"ב. על בסיס מעקב אחר 1,400 קרנות השקעה המוחזקות בידי כ-200 גופים מוסדיים הם מצאו כי אמנם בשנות ה-80 וה-90 היו לקרנות ההשקעה ביצועים עדיפים באופן בולט על ביצועי השוק, אך בשנות האלפיים, ובמיוחד לאחר 2005, ביצועי קרנות אלו נחלשו והפכו דומים לביצועי השוק. עם זאת הם ציינו שחלק מהקרנות לא נפדו במלואן, ולפיכך ייתכן כי בעתיד ההשקעה בהן תניב תשואות טובות יותר. הם מצאו עוד כי קרנות שהניבו שאפיינו בביצועים עדיפים בעבר לא בהכרח יגלו ביצועים טובים גם בעתיד; משמע שמבחינת עקביות הביצועים אין לקרנות ההשקעה עדיפות על אפיקי השקעה אחרים. יחד עם זאת, גם נתונים אלו עלולים ללקות בהטיה, שכן הבחירה של המשקיעים המוסדיים באיזו קרן להשקיע מסתמכת בין היתר על ביצועי העבר. גם Braun et al., במאמר שפורסם בשנת 2017, טוענים כי ההתמדה של ביצועי מנהלי ההשקעות בהון פרטי ירדה עם התבגרות שוק זה והתגברות התחרות, אולם ההשקעה בקרנות הון-סיכון עדיין עדיפה על ביצועי השוק באפיקים השונים. הם הסתמכו על דיווחי השקעות של FOF (Fund of Funds) – קרנות המשקיעות בקרנות ולא ישירות בחברות, שגם הם עלולים ללקות בהטיות בגין הסלקציה שבבחירת הקרנות להשקעה. סיבה נוספת וחשובה המקשה על אמידת התשואות של קרנות ההשקעה, ובמיוחד על מדידת ההתמדה בביצועיהן, נעוצה במבנה עקום הרווחיות של השקעות אלו, המתואר בספרות בצורת האות J: השנים הראשונות מתאפיינות בתשואות נמוכות ואף שליליות, ולאחר מכן התשואות חיוביות וטובות מתשואות השוק. צורה זו של עקום הרווחיות משקפת את הערך המוסף שמקנים מנהלי קרנות ההשקעה, הבא לידי ביטוי בטווח הארוך, כשהיתרונות הניהוליים יושמו בחברות המוחזקות. כתבי המאמרים שציטטו מוצאים גם שהשקעה בהון-סיכון מסוכנת יותר מן ההשקעה בהון פרטי, וזאת, ככל הנראה, בלי שתקנה תשואה עודפת.

### השקעות המוסדיים בישראל בקרנות השקעה

המוסדיים, בדוחותיהם, כוללים את קרנות ההון הפרטי, הון הסיכון, קרנות הגידור וקרנות הנדל"ן בקטגוריה "קרנות השקעה". המשותף לכל הקרנות הללו הוא שההון המנוהל בידיהן מגיע ממספר משקיעים קטן יחסית. נתוני ההשקעה מדווחים לפי שוויים הנקי של הנכסים (Net asset value), אולם כיוון שנכסים אלה אינם סחירים, מדובר בחישוב שהמוסדיים עורכים על פי הדוחות שמספקות להם הקרנות.

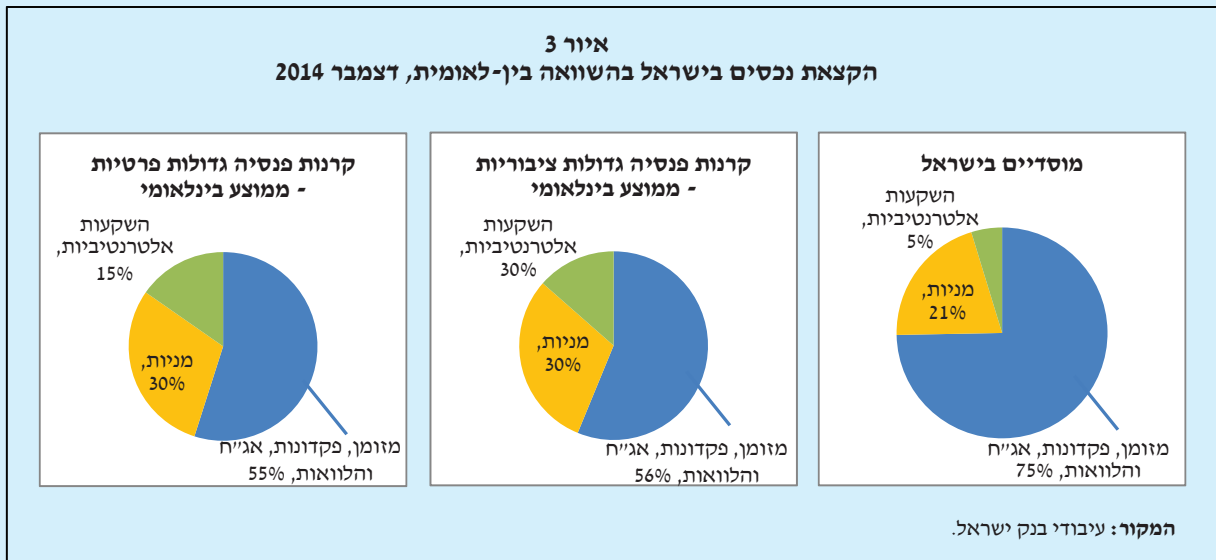
שווי ההחזקות של הגופים המוסדיים בקרנות השקעה, נכון לדצמבר 2017, הגיע ל-56.9 מיליארדי שקלים – כ-3.6% מסך תיק הנכסים של המוסדיים בישראל (איור 1). חברות הביטוח מאופיינות בשיעור הקצאה גבוה יותר, המגיע עד כ-4.4%, בעוד שקרנות הפנסיה מקצות רק 2.9%. ממצאים אלו תומכים במסקנות המחקר של חמדני ושות' (2016), שטענו כי המוסדיים הגובים עמלות מבוססות-ביצועים והכספים בהם פחות נוילים (חברות הביטוח) נהנים מתשואה עודפת, שכנראה נובעת מהתמריץ לניהול השקעות איכותי ומהיכולת להשקיע לטווח ארוך.

בהסתכלות על פני זמן ניתן לראות באיור 2 כי אחוז ההשקעה בהון פרטי מתוך סך הכספים המנוהלים בקופות הפנסיה והגמל עלה בעשור האחרון, ואילו אחוז ההשקעה מתוך הכספים המנוהלים בחברות הביטוח היה גבוה יחסית כבר ב-2007. הפערים בהיקפי ההשקעה הצטמצמו אפוא בעשור האחרון, אך הם עדיין לא מבוטלים. בעקבות המשבר הפיננסי העולמי של השנים 2008–2009 צמצמו חברות הביטוח את ההשקעה בקרנות אלו למספר שנים.



### השוואה בין-לאומית

כדי לעמוד על היקף השקעות המוסדיים בארץ בהשוואה לנהוג בעולם ניתן להיעזר בסקר ההשקעות ארוכות הטווח שעורכות חברות הפנסיה של ארגון OECD. בשנת 2015 הקיף הסקר 99 קופות פנסיה גדולות מ-36 מדינות, בחלוקה לקרנות פרטיות וציבוריות<sup>1</sup>. על פי סקר זה – הנוקט הגדרה רחבה יותר של השקעות אלטרנטיביות, אך הרכיב העיקרי בהן הוא קרנות השקעה – קרנות הפנסיה הפרטיות בעולם הקצו בשנת 2014 (נכון לדצמבר) כ-15.3% מסך נכסיהן להשקעות אלטרנטיביות<sup>2</sup>. לעומתן הגופים המוסדיים בישראל<sup>3</sup> הקצו באותה שנה להשקעות אלטרנטיביות<sup>4</sup> כ-4.7% בלבד בממוצע מסך נכסיהן (איור 3), שיעור הנמוך גם מהקצאת קרנות הפנסיה הציבוריות, שעמד אז על 13.5%. תמונת ההקצאה לנכסים אלטרנטיביים בדצמבר 2017 אינה שונה משמעותית: שיעור ההקצאה של המוסדיים בישראל עדיין נמוך – 5.5%.



### רגולציה

בחירת המוסדיים באסטרטגיית ההשקעה יכולה להיות לא רק תוצר של שיקולי סיכון ותשואה אלא גם פועל יוצא של רגולציה. מגמת הגידול המשמעותית של נכסי הגופים המוסדיים יצרה צורך להשקיע שיעורים הולכים וגדלים מהחיסכון הפיננסי מחוץ לישראל. כיוון שלגופים המוסדיים אין מומחיות מספקת בניהול השקעות בחו"ל, הם נעזרים לצורך זה בגורמים חיצוניים, אשר גובים מהם דמי ניהול תמורת שירותיהם. בעשור שקדם לכך התחילו המוסדיים להרחיב משמעותית את חשיפתם לקרנות הון פרטי לא מקומיות, ודרך ההשקעה הראשונית באלה הייתה באמצעות קרנות של קרנות (FoF). המשמעות לחוסכים הייתה שלושה גופים הגובים מהם דמי ניהול – קרן הפנסיה, קרן ההון הפרטי המתוכננת וקרן ההון הפרטי השנייה, המשקיעה במישרין בנכסים. ב-2015 נכנסה לתוקף בישראל הוראת שעה המגבילה

<sup>1</sup> קרנות פנסיה פרטיות הן קרנות מהסוגים DB ו-DC; קרנות פנסיה ציבוריות כוללות גם קרנות המנוהלות לשם תשלום פנסיות תקציביות (קרנות של המוסד לביטוח לאומי).

<sup>2</sup> בסקר זה ההגדרה של "השקעות אלטרנטיביות" (Alternative investments) היא השקעה בקרנות גידור, קרנות הון פרטי, נדל"ן, סחורות, השקעה ישירה בתשתיות ו"השקעות אחרות".

<sup>3</sup> הגופים המוסדיים בישראל הם קרנות הפנסיה החדשות והוותיקות, קופות הגמל, קרנות ההשתלמות וחברות הביטוח. אם מסתכלים על קרנות הפנסיה בלבד שיעור ההקצאה להשקעות אלטרנטיביות נמוך אף יותר. שלא כמו קרנות בעולם, קרנות הפנסיה בישראל מקצות 30% מנכסיהן להשקעה באג"ח מיועדות, המקנות תשואה ממשלתית מובטחת.

<sup>4</sup> לגבי הגופים הישראליים ההגדרה של השקעות אלטרנטיביות שונה מעט, אך קרנות ההשקעה הן חלק הארי בסיווגים אלו.

את ההוצאות הישירות המושתות על החוסכים נוסף על דמי הניהול ל-0.25% מנכסי כל קופה. הוצאות ישירות אלו, היוצרות "כפל דמי ניהול", נובעות מדמי הניהול שהגוף המוסדי מעביר לגורם חיצוני המנהל את נכסיו (כגון קרנות נאמנות, קרנות השקעה ותעודות סל, בהתאם לתנאים שנקבעו בתקנות).

עם חקיקת התקנות ב-2014 הצהירה הממונה על שוק ההון בדיון בכנסת ששיעור ההוצאה הממוצע של הגופים המוסדיים על העמלות המוגבלות רחוק מהמגבלה הקבועה בתקנות. אמנם הממוצע היה רחוק מהמגבלה אך קרן אחת גדולה חרגה ממנה ומספר קרנות היו קרובות אליה. מלבד מגבלה זו על היקף השקעתם של המוסדיים בקרנות אלו, ייתכן שהדיווח של הגופים לעמיתי הקופות על היקף העמלות מקטין את המוטיבציה שלהם להשקיע בהן, מתוך חשש לדווח על עמלות גבוהות יחסית.

בעקבות הטלת המגבלה הייתה הסטה מסוימת מקרנות הגובות דמי ניהול לקרנות הגובות דמי הצלחה. כיוון שמגבלת דמי הניהול אינה קיימת עבור המוסדיים הזרים, ההסטה המסוימת לדמי הצלחה הייתה רק בישראל. ואכן, דמי הניהול המשולמים לקרנות ישראליות קטנים משמעותית מאשר לקרנות חו"ל. כך, למשל, קרן הפנסיה של "הראל" משקיעה בחו"ל רק פי שלושה מאשר בארץ, ואילו הוצאותיה על דמי ניהול בחו"ל גבוהות פי עשרה מאשר בארץ (המקור: נתוני "פרדיקטה").

המיסוי שחל על משקיעים זרים שונה מזה שחל על משקיעים מקומיים, והוא משפיע גם על המיסוי של מנהל הקרן. משקיעים זרים נהנים מפטור ממס רווח הון ומע"מ על השקעות בקרנות הון-סיכון, ואילו כספי הנוסטרו (ההון העצמי) של הגופים המוסדיים חייבים במס. תשלום המס של מנהל הקרן (GP) על רווחים מדמי הצלחה תלוי בחבות המס על רווחי ההון של המשקיעים בו (LP): הוא ישלם פחות מס ככל שהמשקיעים (LP) משלמים פחות מס רווח הון. הגופים המוסדיים, להבדיל ממשקיעים זרים, משלמים מע"מ מלא, ככל משקיע ישראלי אחר, על דמי הניהול השנתיים. כיוון שאלה יכולים להגיע לכדי 2.5% מגובה ההשקעה, תשלומי המע"מ השנתיים יכולים להגיע לסכומים משמעותיים. מצב המיסוי יכול אפוא להשפיע על נגישותן של קרנות הון סיכון אטרקטיביות למוסדיים הישראליים, כי קרנות הון סיכון יעדיפו על פניהם את המשקיעים הזרים.

בישראל לא נהוגה שיטת רישום ומעקב אחר קרנות ההון הפרטי, וזאת בניגוד לנהוג בארה"ב. במסגרת חוקי דוד-פרנק של 2010, הרגולטור בארה"ב (SEC) החל לחייב מנהלי קרנות הון פרטי המנהלים מעל 100 מיליון דולרים, בדיווח הכולל בין היתר אינפורמציה אדמיניסטרטיבית על הקרן ועל חברת הניהול, כגון: אופי הרישום המשפטי, באילו חברות ייעוץ נעשה שימוש ומהם מקורות הכסף. כתוצאה מהרישום התגלו בבדיקות מדגמיות בקרנות אי-סדרים רבים. בישראל, בהעדר תקנות, קשה לנהל מעקב אחר סוגי הייעוץ שהקרנות מקבלות, אחר ניגודי עניינים שעלולים להיווצר ואחר סוגי העמלות הנגבות.

אמנם במסגרת חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים, שנשען על המלצות "צוות בריס", נקבע כי כל נותן אשראי יחויב לרתק הון כנגד הלוואות, להגיש דוחות כספיים וכן לשאת בהוצאת רישיון לפעילות ולמסור דיווחים לרשויות נוספות – אולם רק קרנות הון פרטי הפועלות באסטרטגיה של מימון ביניים (Mezzanine), וכן חלק מקרנות הנדל"ן, הפועלות באסטרטגיה דומה למימון עסקאות, נכללות תחת חוק זה<sup>5</sup>. מכל מקום, קרנות אלו אינן נפוצות בישראל, ולכן החוק החדש אינו יכול להוות פתרון עבור שוק קרנות ההון הפרטי בישראל.

## סיכום

למרות מגמת הגידול של ההקצאה לקרנות ההשקעה בשנים האחרונות המוסדיים בישראל עדיין משקיעים בהן רק מעט מנכסיהם, יחסית להשקעות המוסדיים בעולם. הדבר מתבלט בהשוואה בין-לאומית, המראה שהגופים המוסדיים בישראל מקצים להשקעות אלטרנטיביות כ-5% מנכסיהם, לעומת שיעור הקצאה כפול ויותר בקרנות פנסיה גדולות בעולם. פער ההקצאה של המוסדיים בין ישראל לעולם יכול לנבוע מהרגולציה הייחודית הנהוגה בישראל לגבי כפל דמי ניהול, אך גם מרתיעה של המוסדיים בארץ מהשקעות שאמנם מניבות תשואה בטווח הארוך אך עלולות להפסיד בטווח הקצר. תורמים

<sup>5</sup> במתכונתו הנוכחית של החוק, קרנות אלו קיבלו פטור בהוראת שעה.

לרתיעה גם הדיווחים השוטפים לציבור לגבי התשואות והעמלות לצד היכולת של אותם חוסכים לנייד כספים בקרנות הפנסיה החדשות ובקופות הגמל<sup>6</sup>. ייתכן שישנן סיבות נוספות, הנעוצות בצד ההיצע העומד בפני המוסדיים בישראל, כגון הגישה המוגבלת לאפשרויות השקעה טובות בקרנות, הן בחו"ל והן בישראל, המעדיפות משקיעים עולמיים גדולים. זאת בפרט בגישה לקרנות בתחום ההון הפרטי, שבישראל הוא פחות מפותח מתחום קרנות הון הסיכון. ואולם קרנות הון סיכון מאופיינות בסיכוני השקעה גבוהים יותר, שגם בהם יש כדי להרתיע. הנגישות אל הקרנות בישראל מושפעת, בין השאר, גם משיקולי המיסוי של מנהליהן.

כדי לעודד את הגופים המוסדיים בישראל, המנהלים את קרנות הפנסיה והגמל, להשקיע בחברות טכנולוגיות עוד בשלבי הפיתוח המוקדמים (הון-סיכון) גיבשו משרד האוצר והרשות לניירות ערך השנה תוכנית להקמת קרנות פרטיות חדשות, הכוללת מנגנון הגנה של המדינה מפני חלק מההפסדים, אם יתמשו, באמצעות ערבויות מדינה להשקעותיהם של המוסדיים בקרנות. כדי להתחיל לפעול הקרנות צריכות לגייס מהציבור ומהגופים המוסדיים 400 מיליון ש"ח לקרן. בחודשים האחרונים הקרנות לא מצליחות לגייס את הסכום הראשוני, דבר המחזק את הטענה שהמשקיעים המוסדיים בישראל נמנעים מלהשקיע בתחום זה בגלל החסמים, שפורטו לעיל ואינם מטופלים בהצעה הממשלתית.

<sup>6</sup> בניגוד לרגולציה בישראל הדורשת מהקופות לספק מידע שוטף לחוסכים בהן, ברוב קרנות הפנסיה בעולם אין לחוסכים מידע נגיש על תשואה קצרה מזו השנתית, וישנן מדינות וסוגי קרנות שבהן גם התשואה השנתית לא נגישה.