

גלובס מחקרים

הופכים ידע לתועלת

בשיתוף:

PRICEWATERHOUSECOOPERS

קסלמן וקסלמן



משחק פרטי

**פרייבט אקוויטי:
בדרך לשינוי
משוואת
ההשקעות
בישראל?**

המחקר מוגש בחסות:

מחקר מיוחד, יולי 2008

תחום קרנות ההשקעה מהווה אתגר לכל מי שמתקרב אליו, כמשתתף פעיל, או כמתבונן מן הצד. מדובר בתחום מרתק, דינמי, אשר נתון לשינויים רבים ומקיף מקטעים רבים של פעילות. לכן, הבנת הנושא מצריכה לא מעט עזרה מאנשים אשר חיים אותו יום יום, ומקדמים אותו בתחום פעילותם.

לשמחתנו, לא מעט אנשים הסכימו לשתף אותנו בתובנות שלהם, ובהערכותיהם לגבי התפתחות התחום בישראל והמגמות העתידיות. עזרתם האדיבה תרמה רבות למחקר זה, לדעתנו ראשון מסוגו. מיותר לציין, עם זאת, כי האחריות הבלעדית על המחקר ותוכנו היא על כותביו בלבד.

אבי ברגר, שותף מנהל, קסלמן וקסלמן, PwC ישראל, פרס לפנינו את השקפותיו לגבי חשיבות התחום, בעולם ובישראל, וסייע רבות כדי לגבש את המסגרת של המחקר הנוכחי.

בשבועות האחרונים פגשנו לא מעט אנשים מתוך הקרנות עצמן, יועצים חיצוניים ומנהלי השקעות בתאגידי ביטוח או בתי השקעות, אשר תרמו להבנת הנושא. ברצוננו להודות ל: **דון לובש**, מנכ"ל משותף בקרן מרקסטון; **ישי דויד**, מנכ"ל קרן פימי; **זהבית כהן**, מנכ"ל קרן אייפקס ישראל; **יעל אלעד**, מנהלת תחום השקעות חלופיות כנ"ף, כלל ניהול פיננסים; **אריק פרץ**, מאגף שוק ההון במשרד האוצר; **לימור בקר**, נציגת חברת המילטון ליין בישראל; **דן ללז**, יו"ר מגדל שוקי הון; **אהוד מכמן**, סמנכ"ל ומנהל השקעות ריאליות בהפניקס השקעות ופיננסים; **יעל אנדרון**, מנכ"ל עמיתים קרנות הפנסיה הוותיקות; **אלן פלד**, שותף מנהל קרן וינטג'; **אלחנן רוזנהיים**, מנכ"ל ומבעלי פרופימקס.

תודה גם לאורן מונהייט-יהב, ראש תחום פרייבט אקוויטי בפועלים שוקי הון, אשר הרצאתו על מבנה העלויות של קרנות הון, במסגרת מרכז קיסריה של המרכז הבין תחומי, תרמה רבות.

תודה מיוחדת לעמיתנו **צור פניגשטיין**, שותף, קסלמן פיננסים, קסלמן וקסלמן, PwC ישראל, שהערוותיו תרמו לגיבוש הסופי של מחקר זה.

עורכת ראשית: נגה שביט-רז, מנהלת גלובס מחקרים

חוקר ראשי: אבי טמקין, מנהל פיתוח גלובס מחקרים

חוקרים: רו"ח (משפטן) **אבי נוימן**, שותף מחלקת

מסים, קסלמן וקסלמן, PwC ישראל

רו"ח (עו"ד) **ורד קירשנר**, שותפה מחלקת מסים, קסלמן וקסלמן, PwC ישראל

עורך: גיל שלמה, גלובס מחקרים

ייעוץ מחקרי: רו"ח **צור פניגשטיין**, שותף, קסלמן פיננסים, קסלמן וקסלמן, PwC ישראל

מידע ואיסוף נתונים: דניאל קורן, גלובס מחקרים

עיצוב גרפי: דנה זילברמן

אינפוגרפיקס: גלובס • **תמונת שער:** imagebank

מנהל סטודיו: אילן יחזקאל • **מנהל יצור:** עמי אוחנה

מנהל מחלקת עסקית: שמוליק קלמי

3 תמצית מנהלים משחק פרטי

8 רקע כללי הזדמנות עסקית במבחן פרק 1

19 הקרנות בישראל - רקע התחלה עם פוטנציאל פרק 2

26 הקרנות בישראל - עתיד צמיחה בעלת השפעה פרק 3

31 מוסדיים בקרנות - רקע סיכוי מול סיכון פרק 4

39 מוסדיים בקרנות - דרכי פעולה השקעה שמחייבת ידע פרק 5

44 השקעה פרטית - היבטי מס מיסוי בתהליכי שינוי פרק 6

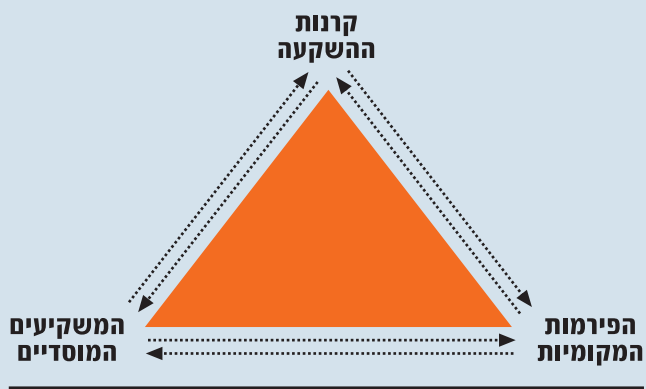
49 סיכום פוטנציאל לשינוי דרמטי

53 נספח מיפוי פעילות PE בישראל

משחק פרטי

ולא פחות חשובה, היא שלתופעה זו תהיה השפעה עמוקה על המשק המקומי, ובעיקר על שוק ההון שלו ועל המבנה וההתנהגות של המגזר העסקי.

קשרי גומלין בתעשיית קרנות ההשקעה בישראל



ההשפעה על המגזר העסקי תכלול האצה של תהליכי השתלבות עם כלכלת העולם גם של חברות ישראליות מהשורה השנייה – לא טבע ולא כי"ל. השפעה נוספת היא יצירת אופציה לבעלי שליטה למכור פירמות לאותן קרנות במהלך שיקטין את הריכוזיות במשק. השפעה אחרת, שגררה לא אחת ביקורת ציבורית נוקבת בגלל פיטורי עובדים, מוכרת מחו"ל וכוללת שיפור ביעילות הפירמות שעברו לשליטת הקרנות.

ההשפעה על שוק ההון נובעת, בין היתר, מהתפקיד החשוב שצפויות קרנות ההשקעה למלא, תוך תחרות עם הבורסה, במימון פירמות, בעידן בו הסיוע הממשלתי מופחת, הבנקים קופצים את ידם ויש קשיים בגיוס באקוויטי או בחוב בבורסה.

מחקר זה עוסק בתעשיית קרנות ההשקעה הפרטית בישראל, אשר הולכת ומתפתחת, בצורה מהירה, בשנים האחרונות. מדובר בתופעה חדשה, יחסית, בעבור המגזר העסקי, ושוק ההון, במשק הישראלי. המחקר מתרכז בקרנות רכישה (Buyout), אם כי ישנה התייחסות גם לקרנות נדל"ן ולסוגים אחרים של קרנות, פרט לקרנות הון סיכון, אשר צריכות להיבחן במחקר נפרד, בגלל חשיבותן הרבה למשק המקומי.

על חשיבותן הרבה של קרנות ההשקעה בעבור המשק הישראלי ניתן ללמוד משיעורי ההקצאה עבורן מסך הנכסים של גופים מוסדיים בחו"ל, כ-8% מהתיק. במאי 2008 עמד סך החיסכון הפנסיוני של הציבור בישראל על כ-677 מיליארד שקל, כאשר שיעור ההקצאה של הגופים המוסדיים לקרנות השקעה עמד על 1.7% מסך הנכסים; מחקר זה מדגיש, כי גם תחת תרחיש "פסימי", המניח עלייה ל-3% אחוזי הקצאה "בלבד", עדיין מדובר בסכום ניכר – עד 20 מיליארד שקל.

קרנות השקעה מבוססות על רעיון אחד בסיסי: היכולת להבחין בהזדמנות להשקעה בתאגידים כדי להשיג תשואה עודפת. בקרנות רכישה, למשל, הכוונה היא לקניית חברות, או חלק מהן, על מנת לנהל אותן כחברות פרטיות, לשפר את ביצועיהן ולממש את ההשקעה כעבור זמן.

קרנות השקעה מאורגנות, בדרך כלל, כשותפויות מוגבלות. הפירמות המנהלות את הקרנות משיקות קרן, והופכות להיות "השותף הכללי" בה, ומגייסות משקיעים המוכנים להקצות סכום גבוה מסף מסוים. משקיעים אלה, בדרך כלל, כאמור, משקיעים מוסדיים, קרנות של מלכ"רים או פרטים אמידים, הופכים להיות "שותפים מוגבלים".

הטענה המרכזית של מחקר זה היא, שהפעילות של קרנות השקעה, בעיקר קרנות רכישה, עומדת להתגבר בצורה ניכרת בישראל בשנים הקרובות. טענה נוספת

תמצית מנהלים

הבעיות הכלליות בתחום האשראי המשפיעות עליו, כעל יתר תעשיית הקרנות, סובל הענף בעידן הסאב־פריים מבעיות ממוקדות. מדובר באתגר, המגדיל את הסיכונים למשקיעים, אולם גם מציב בפניהם הזדמנויות להגדלת רווחים.

הפרק השני במחקר מתאר את התפתחות קרנות ההשקעה הפרטית בישראל ואת הסיבות שהביאו לצמיחתן בשנים האחרונות. הכוונה היא לבחון את הרקע להתפתחותן של קרנות שאינן קרנות הון סיכון, מאז החלו לפעול בישראל לפני כ־11 שנים. תחילה היו אלה קרנות ישראליות, אבל בהמשך החלו להופיע מספר קרנות זרות אשר רכשו מספר חברות ישראליות.

סקירה של ההתפתחויות מובילה למסקנה, שבארבע השנים האחרונות ישנה **קפיצת מדרגה בפעילות של קרנות ההשקעה הפרטית בישראל**. המחקר מדגיש כמה גורמים, אשר הביאו להתפתחות זו. ראשית, גופי ההסדרה, ובמיוחד אגף שוק ההון במשרד האוצר, הניחו את **התשתית הדרושה** לכניסה של משקיעים מוסדיים להשקעה בתעשיית הקרנות, באמצעות שינויים בתקנות ההשקעה. שנית, נוצרה **דינמיקה במשק**, בה כל עסקת רכישה יצרה תנאים לקיומן של עסקאות נוספות, כך שהמגזר העסקי החל להיות מודע לקיומן של קרנות השקעה. שלישית, **הרפורמה במס הכנסה**, אשר ביטלה, מ־2005, את אפליית המס נגד השקעות בחו"ל, אפשרה הקצאה של כספים לקרנות השקעה זרות.

הגורם הרביעי היה הופעתם בישראל של **יועצים חיצוניים מחו"ל** – אשר שימשו לא רק כיועצים לקרנות בודדות, אלא כחונכים של ועדות השקעה בתחום קרנות ההשקעה – לצד קרנות זרות שהחלו להשקיע בחברות ישראליות. לבסוף, **הרפורמות בשוק ההון**, והתחרות הגוברת בין גופים מוסדיים, דחפו לחיפוש אחר אפיקי השקעה חדשים, ביניהם קרנות השקעה פרטיות.

הפרק השני משרטט גם את המאפיינים של הקרנות הישראליות, המבחינים אותן מקרנות זרות. מדובר, כמובן, בקרנות קטנות יותר, אשר מטבע הדברים מבצעות עסקאות בשווי קטן יותר מקרנות זרות. מדובר גם בקרנות אשר עושות שימוש מוגבל, בהשוואה לזרות, במנוף אשראי למימון רכישת חברות.

הפרק השלישי מנסה לשרטט תואר עתידי להתפתחות קרנות ההשקעה בישראל. במרכז הפרק ניצב דיון בשלושת מקטעי השוק, אשר בהם תהיה תלויה צמיחתן העתידית של הקרנות. המקטע הראשון הן, באופן טבעי, הקרנות עצמן, ונראה כי **תהליך התפתחותן ילווה בהעמקת פעולתן במשק הישראלי**, בין אם מדובר בקרנות מקומיות ובין אם בזרות. ברור, כי במקרה של קרנות זרות, השקעתן בישראל

הפרק הראשון של המחקר מספק את הרקע ההכרחי לדיון בתעשיית קרנות ההשקעה, ובכלל זה תיאור התפתחות פעילותה, מקורותיה וענפיה השונים. הפרק מחדד את שאלת קריטריון ההצלחה – התשואה – מול מידת הסיכון. **קרנות השקעה מוצלחות מניבות תשואה גבוהה למדי, לעתים מעל ל-20%, כאשר העלויות הכרוכות בהשקעה בהן גבוהות אף הן**. ישנם הבדלים גדולים מאוד בתשואות של הקרנות השונות, ומסיבה זו כה חשוב עבור המשקיעים השונים לפתח יכולות וכלים שיסייעו לנבא את ההצלחה של כל קרן וקרן. בדיקת ההתפתחויות של השנים האחרונות בשוק קרנות ההשקעה הגלובלי מלמדת על: **צמיחה מהירה של הקרנות, שימוש נרחב ב"הנדסה פיננסית" כדי לממן רכישות של חברות והופעה של "מגה קרנות" – קרנות ענק עם יותר מ-10 מיליארד דולר**. מאפיינים אלו בלטו בעידן הגאות בשווקים הפיננסיים, אולם משבר האשראי בשנה האחרונה מעמיד אותם כיום בסימן שאלה.

עם זאת, גם בתקופה הנוכחית, המאופיינת באי ודאות ובמודעות רבה יותר לסיכונים, מודל הפעולה של קרן השקעה פרטית עדיין

תשואת מדד פרייבט אקוויטי (ארה"ב)* – מבט השוואתי
 (נתונים לשנה שהסתיימה ב־31 בדצמבר, 2007)

תשואה	
מדד פרייבט אקוויטי	20.39%
נאסד"ק	9.81%
DJIA	8.88%
מדד אג"ח ממשלתיות**	7.23%
Russell1000	5.77%
S&P500	5.49%

*CAMBRIDGE ASSOCIATES LLC U.S. PRIVATE EQUITY INDEX

**Lehman Brothers Gov't/Corp Bond Index מקור: Cambridge Associates

תקף. מדובר ברכישה של חברה, לפעמים ציבורית, הפיכתה לפרטית והשבחתה. בעבר, כאשר תנאי האשראי היו נוחים, ניתן היה להשתמש במנוף אשראי גבוה על מנת לבצע רכישות אלה, אך **בתקופה הנוכחית יהיה צורך להפיק תשואות עודפות ללא הסתייעות במנוף אשראי משמעותי**. יתר על כן, בתקופה הנוכחית השותפים המוגבלים יהיו הרבה יותר תקיפים בכל הקשור לדרישות של שקיפות בניהול סיכונים ולקבלת החלטות על השקעות הקרן.

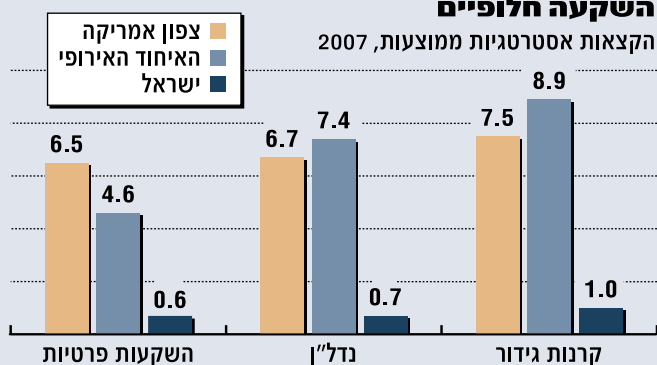
תחום אחד שעומד במבחן כפול הוא ענף קרנות ההשקעה בנדל"ן. לצד

בחסות:

תמצית מנהלים

משקיעים מוסדיים - הקצאת משאבים לאפיקי השקעה חלופיים

הקצאות אסטרטגיות ממוצעות, 2007



מקור: The 2007-2008 Russel Survey on Alternative Investing, Israeli Ministry of Finance
באדיבות הפניקס

מדובר בהשקעה חלופית, אך כדי לנצל את האפשרויות השונות חייבות ועדות ההשקעה לשקול מחדש את מבנה תיק הנכסים המנוהל ואת אופי הסיכונים.

הפרק הרביעי מתאר את הרקע להחלטות אלו של המשקיעים המוסדיים, אשר הולכים ונחשפים, בעידוד האוצר, לעולם קרנות ההשקעה. המחקר מוצא, כי פוטנציאל ההשקעה של גופים מוסדיים בישראל בקרנות השקעה הוא אדיר, ויכול להגיע עד כדי 40 מיליארד שקל.

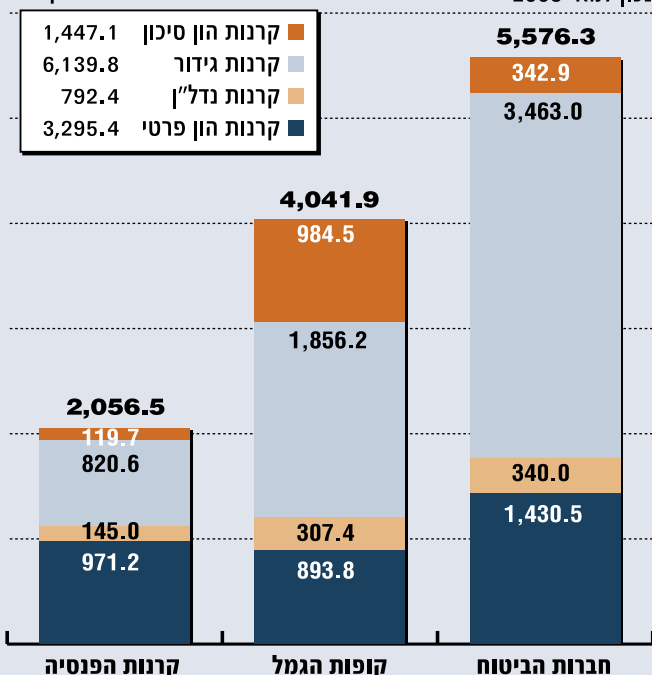
עם זאת, כדי שפוטנציאל זה ימומש צריכים להתקיים מספר תנאים. בראש ובראשונה, מדובר בפיתוח של יכולות בבחירת קרנות ובפעולה בהשקעות לא סחירות לטווח ארוך. צריך להביא בחשבון, כי בתנאי התחרות הגוברת בין גופים מוסדיים ו"מלחמת התשואות" – תרבות של השוואות תשואות לטווח קצר – ההחלטה של מנהלי החיסכון לטווח ארוך, האם וכמה להשקיע בקרנות, הופכת לקריטית עבור קופות גמל, קרנות פנסיה וחברות ביטוח.

הפרק החמישי דן בדרכי הפעולה של משקיעים מוסדיים לאחר קבלת ההחלטה על הקצאת מקורות לקרנות ההשקעה. חלק מהגופים המוסדיים החלו לפתח מערך השקעות עצמי – כלומר קבוצת עובדים אשר עוסקים בתחום זה. עם זאת, חלק ניכר מהתהליך נעשה, לא פעם, תוך התייעצות עם יועצים חיצוניים (Gatekeepers), הממלאים תפקיד חשוב מאוד בהבאת גופים מוסדיים שונים לידי

תבטא בהגברת השילוב של המשק המקומי בכלכלה הגלובלית. המקטע השני הן החברות והתאגידים במשק, אשר יכולים לראות בקרנות רוכשות פוטנציאליות. בהקשר זה, הפרק מזהה את התחום בו יתבצעו עסקאות אלה בעתיד. מדובר בחברות בינוניות, בדרך כלל בבעלות משפחתית או קיבוצית, אשר בעלי השליטה בהן מגיעים למסקנה שיש למוכרן, בגלל העדר יכולת מימון להתרחבות נדרשת או בגלל שדור הבנים לא מתכוון להמשיך בניהול החברה. מקור נוסף הן חברות אחזקה, או תאגידים גדולים, אשר מעדיפים למכור חברות בנות או יחידות שונות, במסגרת ארגון מחדש של עסקיהם או בגלל מצוקת מזומנים. התוצאה של עסקאות אלה תתבטא בשינוי עמוק בדרך פעולתן של החברות, ופעמים רבות בניסיון להגביר את הרווחיות שלהן. ברור שמגמות אלה יביאו לשינוי עמוק בכללי ההתנהגות של חברות בישראל, ושל המגזר העסקי כולו. מקטע שלישי, ומרכזי מאוד, בתחום הם הגופים המוסדיים במשק הישראלי, אשר קרנות ההשקעה פותחות עבורם אפשרויות לא מעטות.

השקעות המוסדיים באפיקי ההשקעה החלופית

נכון למאי 2008 במיליוני שקלים



באדיבות משרד האוצר

בחסות:

תמצית מנהלים

הפרק השישי דן בהיבטי המס הקשורים לתעשיית ההשקעה הפרטית, הן מזווית קרנות ההשקעה והן מזווית הגופים המוסדיים.

שיעור המס מהווה פרמטר חשוב בקביעת רמת הרווחיות שגוזרים המשקיעים בקרנות. כן מוצגת השוואה, מזווית המס, בין השקעה בקרנות מקומיות לבין השקעה בקרנות זרות.

זווית אחרת שנבחנה היא, ההבחנה בין תעשיית ההשקעה הפרטית לבין תעשיית ההון סיכון. ניתן לקבוע שתעשיית קרנות ההשקעה צועדת, מבחינת משטר המס, כמה צעדים מאחורי קבוצת ההתייחסות הוותיקה יותר בישראל, תעשיית ההון סיכון.

מוכנות להשקעה בקרנות. למעשה, גם לאחר שיכולות אלה קיימות, ישנה התייעצות עם אותם יועצים. בישראל נהוג עדיין להשתמש בשירותים של היועצים החיצוניים, ולתת להם סמכות לרכוש יחידות בקרן עבור הלקוחות, דבר אשר מחייב בהירות גדולה מאוד בכל הקשור לתנאי ההתקשרות.

חלופה לשימוש ביועצים חיצוניים היא השקעה באמצעות **אגד קרנות**. זוהי חלופה נוחה יותר לגופים מוסדיים קטנים, או כאלה אשר אין ברצונם או ביכולתם להשקיע את הסכום המינימלי הדרוש לרכישת יחידות בקרן השקעה פרטית. עם זאת, הקצאה כזו גורמת לגוף המוסדי לוותר על יכולת ההשפעה על הקרנות בהן יושקע כספו, שכן שיקול הדעת של מנהלי אגד הקרנות הוא מוחלט.

PROFIMEX®

בית ההשקעות לנדל"ן העולם

PRIVATE EQUITY REAL ESTATE

משרתת:

משקיעים מוסדיים ומשקיעים פרטיים עתירי הון (HNWI)

פילוסופיית ההשקעה:

השתתפות בהשקעה עם הגופים המובילים בעולם
תגמול המנהלים על בסיס הצלחה
גיוון סקטוריאלי וגיאוגרפי באסטרטגיות השקעה שונות

מדינות ההשקעה:

סין, הודו, יפן, אוסטרליה, סינגפור, הונג קונג, רוסיה, אוקראינה, טורקיה, יוון, רומניה, פולין,
צ'כיה, הונגריה, גרמניה, שווייץ, צרפת, הולנד, איטליה, שבדיה, נורבגיה, פינלנד, ספרד, אנגליה,
סקוטלנד, אירלנד, ארה"ב, קנדה, מקסיקו וברזיל

ביצועי העבר:

125 נכסים/פרויקטים במסגרת רכישות נדל"ן ישירות
12 קרנות נדל"ן (הכוללות מאות נכסים נוספים)
שווים הכולל של הנכסים עולה על 25 מיליארד דולר

תוצאות העבר:

47 מימושים שהניבו למשקיעים תשואה שנתית ממוצעת של 20.95%

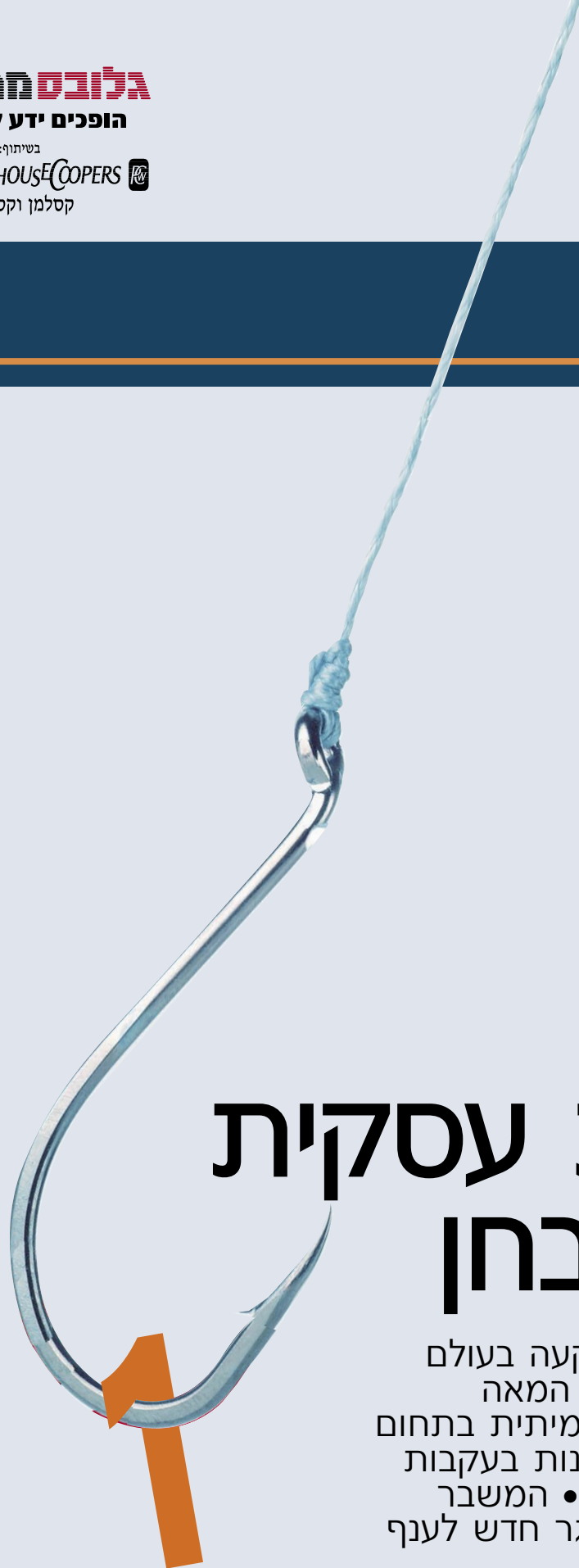
(התשואה של מימושי נכסים בקרנות, שהייתה מעלה את התשואה השנתית הממוצעת, תחושב רק לאחר סיום חיי הקרן)

פרופימקס (ישראל) בע"מ

בית רון, רח' אחוזה 142, רעננה 43300

טל. 09-7774444 פקס. 09-7774400

www.profimex.com



הזדמנות עסקית במבחן

ניצני תעשיית קרנות ההשקעה בעולם נראו כבר בשנות ה-40 של המאה הקודמת, אולם ההאצה האמיתית בתחום חלה בארבע השנים האחרונות בעקבות הגאות בשווקים הפיננסיים • המשבר הפיננסי העכשווי מציב אתגר חדש לענף

עשר שחקניות הפרייבט אקוויטי הגדולות בעולם

(במיליארדי דולרים)

דירוג החברה	משרדים ראשיים	גיוסים ב-5 השנים האחרונות
1. קרלייל	ווינגטון הבירה	32.5
2. KKR	ניו יורק	31.1
3. גולדמן זאקס	ניו יורק	31.0
4. בלקסטון	ניו יורק	28.36
5. TPG	פורט וורת, טקסס	23.5
6. פרמירה	לונדון	21.47
7. אייפקס	לונדון	18.85
8. ביין	בוסטון	17.3
9. פרובידנס	פרובידנס, רוד איילנד	16.36
10. CVC	לונדון	15.56

מקור: "פורצ'ן"

חמש עסקאות הפרייבט אקוויטי הגדולות בעולם

(בשנים 2006-2007; במיליארדי דולרים)

החברה הנמכרת	תחום	הקונה	היקף העסקה
TXU	אנרגיה ותשתיות	KKR, TPG וגולדמן זאקס	43.8
אקוויטי אופיס	נדל"ן	בלקסטון	38.9
HCA	בריאות	KKR, ביין ומריל לינץ'	32.7
Alltel	תקשורת	KKR, TPG וגולדמן זאקס	27.9
First Data	תוכנה	KKR	27.7

מקור: "אקונומיסט"

מחקר זה עוסק, בעיקר, בקרנות רכישה, עם התייחסות מוגבלת לסוגים אחרים של קרנות המתחילות לפעול במשק הישראלי. המבנה המשפטי של הקרנות הוא, בדרך כלל, של שותפות מוגבלת (Limited Partnership), המתוחמת בזמן, בדרך כלל עשר שנים, עם אפשרות

¹ BOT (Build Operate Transfer) הוא חוזה למימון פרויקט, שבו גוף פרטי מקבל זיכיון מגוף ציבורי כדי לממן, לתכנן, לבנות ולהפעיל מתקן ציבורי לתקופה קצובה (בדרך כלל 10-40 שנה). שאחריה מועברת הבעלות על המתקן בחזרה לידי הציבור. במשך תקופת הזיכיון, מקבל המפעיל זכות לגבות תשלום ממשלמי המתקן, בהתאם לתנאים האמורים בחוזה, וזאת כדי להשיב לעצמו את ההשקעה בבניית המתקן ובאחזקתו וכן רווח.

קרנות השקעה (Private Equity Funds) הן גופים בעלי חשיבות גדולה מאוד בעולם. מקורן בארה"ב, אך כיום הן פעילות במקומות רבים בעולם, והן צמחו לממדים גדולים באירופה ובאסיה. הכוונה המוצהרת של גופים אלה היא לרכוש חברות או נכסי חברות עם פוטנציאל, או כאלה במצוקה, לשפר את הרווחיות, ולממש את ההשקעה כעבור מספר שנים.

למעשה, מאחורי השם הכוללני "קרנות השקעה" אפשר למצוא סוגים שונים של גופי השקעה, הנבדלים בגודל החברות בהן הן משקיעות, בשלב ב"מחזור" החיים של החברות בו הן נכנסות, ובסוג ההשקעה אותה הן מבצעות. בנוסף, קיימים הבדלים גדולים מאוד ברווחיות הקרנות השונות.

בהתאם לכך, רשימת הגופים תחת השם "קרנות השקעה" תכלול את הסוגים הבאים:

- **קרנות רכישה (Buyout).** זהו הסוג הנפוץ ביותר, עליו ייסוב עיקר המחקר הנוכחי. מדובר בקרנות המבצעות רכישות של חברות בשלות, בדרך כלל באמצעות מינוף אשראי. קרנות רבות שואפות לרכוש רק חברות בהן תהיה להן שליטה ולהפוך אותן, בשלב הראשון, לפרטיות.
- **קרנות הון סיכון.** משקיעות בחברות הזנק, בדרך כלל בתחום הטכנולוגיה, ומספקות הון ראשוני לתחילת פעולתן. בתוך קטגוריה זו אפשר למצוא תת קבוצות, המתמחות בחברות בשלבי התפתחות שונים.
- **קרנות של חברה במצוקה (Distress).** מדובר בקרנות המאתרות חברות במצוקה, אך עם פוטנציאל צמיחה גבוה, או הזדמנויות השקעה חד פעמיות.
- **קרנות של מימון ביניים (Mezzanine).** קרנות המעניקות לחברות הלוואות גישור, בדרך כלל תמורת אופציות על מניות וריבית גבוהה.

- **קרנות שניוניות (Secondary).** קרנות הקונות את חלקם של משקיעים מוגבלים בקרנות אחרות, כאשר הדיסקאונט – ההנחה במחיר – נקבע בהתאם לרמת הסיכון.
- **קרנות צמיחה.** בשונה מסוגים אחרים של קרנות, קרנות צמיחה מבצעות השקעות מיעוט בחברות קיימות, כאשר הן מאתרות הזדמנות טובה לצמיחתן. בדרך כלל מדובר בחברות עם פוטנציאל, אך חסרות מימון מתאים.
- **קרנות נדל"ן.** מבצעות רכישות בתחום נדל"ן, על פי רוב, באמצעות מנוף אשראי גבוה (הנושא ידון בהרחבה בהמשך הפרק).
- **קרנות תשתית.** עוסקות בהשקעות במיזמי תשתית גדולים. ההשקעות יכולות להיות במסגרת מיזמי BOT¹, או בשילוב עם מאמצי הפרטה של ממשלות.

בחסות:

על פי מטרותיה. על כן, לא יהיה זה סביר להעביר את כל הכספים שהמשקיעים מתחייבים להם בהתחלה. מצד שני, אף קרן לא תצא לדרך, בלי התחייבויות מפורשות לסכומים שיעמדו לרשותה. יתר על כן, בגלל שולי ביטחון של מנהלי הקרן, מקובל לחשוב על סכומים מחויבים שהם גדולים ממה שיושקע בפועל. מכיוון שהדבר ידוע למשקיעים, הם לוקחים בחשבון שלא כל הכספים להם הם מתחייבים יועברו בסופו של דבר. כאשר משקיעים מוסדיים מחליטים מה השיעור הרצוי של נכסים המושקעים בקרנות השקעה, מסך כל הנכסים, בטווח הארוך, הם יודעים שהם צריכים להתחייב על סכומים גדולים מכפי שיועברו בפועל, ועל כן סכום המחויבות יהיה גדול מסכום היעד.

במהלך חייה של הקרן, מנהלה רשאי "לקרוא" לשותפים להזרים כספים

הארכה לתקופה של עוד כמה שנים. הגוף המשיק את הקרן, השותף הכללי, מגייס משקיעים לקרן, אשר הופכים לשותפים מוגבלים (Limited Partners). השותף הכללי מקבל דמי ניהול מהשותפים המוגבלים, בדרך כלל בשיעור של 2% לשנה, ועוד אחוזים מהרווחים – באופן מסורתי 20%. שיעורים אלה לא תמיד מתקיימים, וכל משקיע חייב לבדוק את התנאים והעלויות של הקרן המסוימת, על פי הניסוחים של החוזים והמסמכים המשפטיים הנחתמים בין השותף הכללי לשותפים המוגבלים. אופן גיוס הכסף יוצר פער בין הסכומים שכל שותף מוגבל מתחייב להשקיע, לבין הסכומים המושקעים בפועל. הדבר נובע מטווח הזמן שעובר עד שהקרן מבצעת השקעה בפועל. קרן השקעה מתקיימת, בדרך כלל, תקופה של עשר שנים, במהלכן היא תבצע מספר השקעות

עלויות מול ביצועים

חשוב להדגיש, כי במקרים רבים דמי הניהול שנגבים הם מהסכומים המחויבים, בדרך כלל לתקופה של שש שנים, ולא מההשקעה בפועל, דבר אשר מגביר את הצורך בתשומת לב מרבית לסוגיית העלויות. דמי הניהול מתחילים לרדת לאחר תקופת השיא של שש שנים. גם העמלה על הרווחים יכולה להשתנות מקרן לקרן, כך שהשיעור של 20% יכול להיות נקודה להשוואה, אך בהחלט לא שיעור מקובל על כולם, והוא יכול להיות גבוה יותר אצל קרנות עם מוניטין של רווחיות.

יש גם שוני בין הקרנות בשאלה האם העמלה נגבית מסך הרווחים, או מהרווחים של כל פירמה ופירמה שקרן רוכשת ומנהלת. מהצד השני, כדי לוודא שמנהלי קרן ההשקעה אכן ישקיעו את מיטב מאמציהם בהגדלת הרווחים, משקיעים רבים דורשים לנקוט במספר צעדים שנועדו להבטיח את האינטרסים שלהם. כך למשל, המנהל נדרש להשתתף בהוצאות הכלליות שלה ואף להזרים כסף משלו. כמו כן, נהוג לקבוע כי מנהלי הקרן יוכלו לקבל דמי הצלחה רק לאחר שהשותפים המוגבלים מקבלים שיעור מסוים של החזר (Hurdle rate), כזה אשר ישווה את מצבם למה שהיו מקבלים באפיקי השקעה אחרים.

הקצאת מקורות לקרן השקעה, במיוחד קרנות רכישה, לא הייתה דבר זול בעבר, והדבר לא ישתנה בעתיד הקרוב. למעשה, ניהול קרן השקעה הפך להיות מקור של הכנסות עולות כל עוד השווקים הפיננסיים היו בגאות. דמי הניהול ותשלומים אחרים לחברות שמנהלות קרנות השקעה הגיעו ב-2007 ל-33 מיליארד דולר, לעומת 18 מיליארד דולר חמש שנים קודם לכן¹.

בדרך כלל מקובל לחשוב שהשותפים המוגבלים בקרן השקעה משלמים 2% דמי ניהול ועוד 20% דמי הצלחה², מעין תקן שמישם בכל קרן. אך המציאות היא שונה, והתנאים שנקבעים שונים לכל קרן. סוגיה זו היא בעלת חשיבות, שכן תשלום דמי הניהול והעמלות משפיע באופן ישיר על שיעור התשואה הפנימי שמניבה קרן השקעה כלשהי.

למעשה, כל זמן שהגאות בשווקים נמשכה, תשומת הלב הייתה פחות ממוקדת בסוגיית העלויות, גם אם הייתה קריטית עבור הקרנות הקטנות. אך לאחר פרוץ המשבר בשווקים הפיננסיים נראה כי המודעות לסוגיות הקשורות לעלויות עלתה מאוד. מודעות זו מתורגמת לשתי שאלות הקשורות זו בזו. ראשית, האם גובה דמי הניהול שמשלמים אכן משקף את הביצועים של הקרן? שנית, האם המבנה של התשלומים אכן מתמרץ את החברות המנהלות לנהוג כאשר האינטרסים של השותפים המוגבלים בראש סדר העדיפויות שלהם? דמי הניהול הנגבים יכולים לנוע בין 1.5% – בקרנות הענק – ל-2% עד 2.5% ואף יותר בקרנות הקטנות יותר ובקרנות ההון סיכון.

¹ נתוני חברת הייעוץ Prequin. ראו:

The 2008 Prequin Fund Terms Advisor

² המונח הוא Carried interest. מדובר, בעצם, בעמלה על רווחים.

רקע כללי: הזדמנות עסקית במבחן

1

יכולה לבוא תשואה עודפת בתקופה הבאה. מנהלי קרנות רכישה מגייסים כספים משלושה מקורות עיקריים: **משקיעים מוסדיים** (בדרך כלל קרנות פנסיה, חברות ביטוח וגופי חיסכון לטווח ארוך), **משפחות או פרטים אמידים** (באמצעות גופים המייצגים אותם) ו**קרנות של גופים ללא כוונות רווח**. לעיתים משקיעים גם בנקים, מתוך ההון שלהם, וכן משקיעים אחרים. השקעת הגופים הללו בקרנות השקעה משתנה בהיקפה היחסי.

על פי שיקול דעתו במסגרת המחויבות הניתנת לו. בגלל השיקולים שפורטו לעיל, בדרך כלל מקובל לחשוב על תהליך שאורך בין חמש לשש שנים עד שמרבית הכספים מועברים, ובשלב זה החשיפה של המשקיעים מגיעה לכ- 70% מסך הכספים עליהם התחייבו. קריטריון ההצלחה של קרנות השקעה הוא, באופן טבעי, שיעור התשואה שמנהליה משיגים עבור המשקיעים. בעניין זה קיימים פערים גדולים מאוד בין הקרנות. הקרנות המוצלחות יותר רשמו בעבר שיעורי

תשואה של 20% ויותר, ולעומת זאת, הקרנות הפחות מוצלחות רשמו שיעורי תשואה נמוכים הרבה יותר. למרות שלא אמור להיות קשר, או זיהוי, בין גודל הקרן לבין התשואה המושגת ממנה, בשנים האחרונות הקרנות הגדולות, המכונות לעתים "מגה קרנות", נחשבו היקרתיות ביותר, והמוצלחות ביותר. מדובר בקרנות אשר לרשותן עומדים לפחות 10 מיליארד דולר בכספים מחויבים, ומנהליהן נחשבים לטובים שיש. נכון למחצית הראשונה של 2008, היו בעולם לא יותר מ-10 קרנות כאלה, כאשר ההנחה הכללית עד לאמצע 2007 הייתה שבגלל גודלן, הן במצב טוב יותר לנצל הזדמנויות

בשוק, וגם להציג תשואה טובה יותר בגלל עוצמתן הכספית. עד לפרוץ המשבר הפיננסי הגלובלי, הקרנות יכלו לגייס אשראי רב, ולבצע רכישות באמצעות מנוף משמעותי, לפעמים עד פי שלושה או פי ארבעה מהסכומים של הקרן עצמה. על פי ניסיון העבר, עד לאמצע 2007, באמצעות פעולה כזו ניתן להגביר את התשואה על ההון של כל השקעה. מסיבות אלה, היה זיהוי בין גודל הקרן לסיכויי ההצלחה שלה.

עם זאת, לא תמיד ניתן להשוות שיעורי תשואה, והנתונים השונים של קרנות רבות אינם נחלת הכלל, בשל היעדר שקיפות. לפיכך, ניתן להתייחס לסימן היכר נוסף, המקובל כאות להצלחה של גוף המנהל קרנות השקעה. מדובר במידת ההיענות להשקעה חוזרת בקרן חדשה, על ידי מי שכבר השקיע בקרן אחרת של אותו מנהל. ההנחה מאחורי התנהגות זו היא, שתשואה עודפת שנוצרה בידי מנהל בקרן השקעה

² האסטרטגיה של שיעור גבוה של נכסים בקרנות השקעה מזוהה עם הקרן של אוניברסיטת ייל (Yale).

היקף גיוסי תעשיית הפרייבט אקוויטי בעולם

(במיליארדי דולרים)

מחצית ראשונה 2007		מחצית ראשונה 2008		סוג ההשקעה
סכום מגוייס	מספר הקרנות החדשות	סכום מגוייס	מספר הקרנות החדשות	
107.5	91	85.5	75	רכישה (buyout)
2.0	6	24.0	7	מזנין
10.0	62	11.5	72	הון סיכון
11.5	32	8.0	20	אגד קרנות
5.5	8	3.0	11	קרנות שניוניות ואחרים
136.5	199	132.0	185	סה"כ

מקור: DJ

בעוד הקרנות (Foundations) של מלכ"רים כמו אוניברסיטאות בארה"ב משקיעות בקרנות סכומים גדולים מאוד, במקרים מסוימים מעל ל-15% מסך התיק, משקיעים מוסדיים ובנקים משקיעים סכומים נמוכים יותר². בסך הכל, שיעור הנכסים של משקיעים שונים במדינות מתועשות בקרנות רכישה הוא כ-8% מסך התיק, על פי האומדנים המקובלים היום.

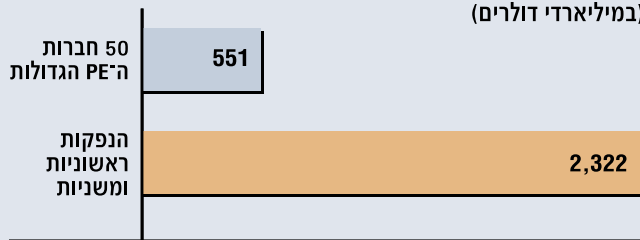
כדי להיות שותף מוגבל בקרנות השקעה, יש צורך לעמוד בסכום מינימלי של מחויבות, למשל 10 מיליון דולר, כך שגופים קטנים אינם יכולים להשתתף ישירות בסוג זה של השקעה. אלא שקיימות קרנות השקעה הפועלות כ**אגד קרנות** (Fund of funds), ואשר פתוחות בפני משקיעים קטנים יותר. קרנות אלה מגייסות כספים ממשקיעים שונים, כאשר מינימום ההשקעה למשקיע אחד נמוך בהרבה מהמינימום שנקבע בקרן השקעה.

אגד הקרנות משקיע את הכספים בין קרנות השקעה, על פי מדיניות שנקבעה מראש. אגד הקרנות יגבה דמי ניהול מעבר לדמי הניהול הרגילים, בנוסף לדמי הניהול ולחלק מהרווחים שיילכו לקרנות בהן הוא משקיע.

אמצעי נוסף העומד לרשותם כולל יועצים חיצוניים המתפקדים כמסנני קרנות, אשר בדיהם מאגרי מידע גדולים מאוד של עולם קרנות ההשקעה. יועצים אלה מכונים שומרי סף (Gatekeepers), והם מספקים שני סוגים של שירותים עבור לקוחותיהם: שירות של ייעוץ לגבי קרנות שונות (Advisory), כאשר ההחלטה הסופית היא של המשקיע, ושירותי השקעה על פי שיקול דעתם (Discretionary) של מסנני הקרנות, כאשר הלקוחות עדיין לא בשלים להחליט בעצמם על יעד השקעתם.

גיוסי הקרנות הפרטיות לעומת הגיוסים בבורסות

גיוסים גלובליים ינואר 2002-אפריל 2007
 (במיליארדי דולרים)



מקור: Dealogic/Private Equity International

היסטוריה רחוקה וקרובה

ראשיתה של תעשיית קרנות ההשקעה בארה"ב, עוד בשנות ה-40 וה-50 של המאה הקודמת, בעיקר בדמות קרנות לאנשים אמידים, או קרנות הון סיכון אשר השקיעו במפעלים חדשים. החל מאמצע שנות ה-60 החל השימוש במנוף אשראי כדרך להגדיל את רווחיות העסקאות ולאפשר את המימון שלהן, אך רק בסוף שנות ה-70, ובמיוחד בשנות ה-80, הגיע תהליך זה להבשלה, והפך להיות אסטרטגיה מקובלת בתעשיית קרנות ההשקעה.

העיסקה המפורסמת ביותר, אשר משכה את תשומת הלב של העולם לתופעת קרנות ההשקעה, הייתה הרכישה של חברת נביסקו האמריקנית על ידי הקרן KKR – אשר נוסדה בשנת 1976 ועשתה שימוש נרחב במנוף אשראי. שווי העיסקה, מעל ל-31 מיליארד דולר, היה הגבוה ביותר שנרשם עד לתחילת שנות ה-2000.

אך הערות אלה אינן משקפות את הקצב השונה של התפתחות קרנות ההשקעה על פני זמן. על פי מחקר של הפורום הכלכלי העולמי (WEF), יותר מ-40% מכלל עסקאות קרנות ההשקעה בעולם מאז 1970 בוצעו לאחר 2004. גם בישראל, הואצה פעילות קרנות ההשקעה בשלוש-ארבע השנים האחרונות.

סוגיית השקיפות

למנהל של כל קרן השקעה יש שיקול דעת נרחב מאוד באשר לדרך ההשקעה של הסכומים שגויסו, אם כי ברמה המוצהרת הוא חייב לדבוק במדיניות עליה התחייב. מידת השקיפות שקיימת כלפי המשקיעים בקרן איננה מוגדרת באופן כללי, והיא משתנה בהתאם למדיניות הקרן, או בהתאם לתנאים שסוכמו מראש עם השותפים המוגבלים. סוגיה זאת היא, לא פעם, מקור של מתחים בין מנהלי הקרן לבין המשקיעים, במיוחד בכל הקשור לדרך קבלת ההחלטות וניהול הסיכונים. עם זאת, בחוזה הקמת הקרן נכלל, לעתים קרובות, סעיף המתנה משיכת רווחים על ידי המנהל בהשגת תשואה מינימלית.

קרנות רכישה נוטות להעדיף שליטה מלאה בחברות שבהן הן משקיעות או שותפות עם גורם פרטי אחר. הרכישה מתבצעת מבעלי שליטה של חברות פרטיות או של חברות ציבוריות, אך במקרה האחרון ההעדפה היא להפוך אותן לפרטיות, על ידי רכישת כל מניותיה המוחזקות על ידי הציבור. הסיבה לכך היא האמונה שרק באמצעות פעולה לטווח ארוך, בלי הצורך לדווח מדי רבעון על תוצאות, ניתן להגיע לתוצאות רצויות.

מטרת קרנות הרכישה היא לנצל הזדמנויות בשוק כדי להגיע לתשואה גבוהה. בדרך כלל קרן רכישה תחזיק בחברה אותה היא רכשה תקופה שלא תעלה על מספר שנים (לרוב שנתיים עד שש שנים). מימוש ההשקעה ("Exit") מבוצע באמצעות הנפקה, מכירה לתאגיד אחר או מכירה לקרן השקעה אחרת.

העיסקה המפורסמת ביותר הייתה הרכישה של נביסקו האמריקנית על ידי הקרן KKR – אשר נוסדה ב-1976 ועשתה שימוש נרחב במנוף אשראי. שווי העיסקה, מעל ל-31 מיליארד דולר, היה הגבוה ביותר שנרשם עד לתחילת שנות ה-2000



בעולם פועלות היום אלפי קרנות השקעה, בכל תחומי הכלכלה העולמית. ככל שחלפו השנים, הפכה פעילותן להיות גלובלית יותר ומגוונת יותר. עבור משקיעים שונים בקרנות השקעה, או כאלה הרוצים להשקיע בקרנות השקעה, הבקאות וההבנה בנעשה בתחום זה דורשות, לא פעם, בנייה של מאגרי מידע גדולים ומורכבים, וקיומו של כוח אדם מקצועי מאוד בתחום.

משקיעים שונים קיים חשש שכסף רב שגויס על ידי קרנות השקעה יתחיל לחפש הזדמנויות, גם תוך נטילת סיכונים גדולים יותר, וזאת על מנת להגיע לרמות תשואה שעדיין יהיו גבוהות.

בתנאי שוק אשראי מתייבש, ובתנאי מצוקה פיננסית, רק אותן קרנות אשר יידעו להסתגל במהירות למצב החדש יוכלו להציג, בסופו של דבר, רווחים למשקיעים השונים, ובשיעורים שיהיו תואמים את הציפיות של המשקיעים



הערות אלה מתקשרות למה שנאמר לעיל על מידת ההצלחה של אותן מגה קרנות, והמקום של קרנות קטנות יותר בשיקולים של משקיעים שונים. נכון שתהיה זו טעות להניח כי המגה קרנות ייעלמו מן העולם, או שלא ניתן יהיה להשתמש בשום מנוף פיננסי כדי לבצע רכישות ממונפות של חברות. מצד שני, קרנות רכישה יצטרכו להוכיח למשקיעים שהן מסוגלות לייצר תשואה עודפת.

בתנאים של שוק אשראי שהולך ומתייבש, ובתנאים של מצוקה פיננסית גדלה והולכת, רק אותן קרנות אשר יידעו להסתגל במהירות למצב החדש יוכלו להציג, בסופו של דבר, רווחים למשקיעים השונים, ובשיעורים שיהיו תואמים את הציפיות של המשקיעים. הדבר בא לידי ביטוי בדיבורים על עדיפות לקרנות קטנות יותר, אשר מסוגלות להשקיע בחברות בינוניות, באמצעות מנוף אשראי הרבה יותר קטן ממה שהיה מקובל במדינות תעשייתיות.

עם זאת, תהיה זו טעות לחשוב שבכך יסתיים עידן קרנות הרכישה. לקרנות

אלה יהיה עדיין תפקיד חשוב בעיצוב חלק מכללי המשחק במשק בהם הן פועלות. לבדיקה של אמירה זו, בכל מה שנוגע למשק הישראלי, מוקדשים הפרקים הבאים.

ההאצה העולמית בשנים האחרונות אינה מפתיעה, שכן תנאי הגאות בשווקים הפיננסיים בעולם עד ל-2007, והנזילות הגדולה מאוד שאפיינה אותם, אפשרו גיוסים של כספים אשר תרו אחרי התשואות הגבוהות שהציגו חלק מקרנות ההשקעה. במקביל, יכלו הקרנות לבצע רכישות ממונפות מאוד, הודות לתנאים הנוחים בשוקי האשראי. מצב זה הביא לצמיחה מהירה מאוד של הענף. זרם הכספים הגדול הביא לא מעט מנהלי קרנות להתחיל לחפש הזדמנויות חדשות, ותחומים נוספים להשקעה, לעתים תוך גידול בסיכון.

הדבר התבטא בחיפוש אחרי הזדמנויות חדשות בשווקים שהיו מוכרים לקרנות הוותיקות, אך גם בגלישה אל עבר אזורים חדשים. על פי נתונים של EMPEA, האגודה של קרנות השקעה פרטית המשקיעות בשווקים מתעוררים, ב-2007 גייסו קרנות השקעה כ-59 מיליארד דולר אשר נועדו להשקעה בשווקים מתעוררים, עלייה של 78% ביחס ל-2006. העלייה נבעה, לא מעט, מגידול בקרנות המתמחות במדינה מסוימת – סין, רוסיה או הודו – או מקרנות המתמחות בענף מסוים.

במקביל להתפתחות זו, נרשם גידול מהיר בהיקף של עסקאות גדולות מאוד, אשר כללו מנוף אשראי גבוה. עסקאות אלה היו מזהות עם הקרנות הגדולות ביותר, אשר הפכו להיות המבוקשות ביותר, ולא פעם הייתה הרשמת יתר של משקיעים שהיו מעוניינים להשקיע בקרנות

סך גיוסי הקרנות הפרטיות להשקעות בשווקים המתעוררים						
שנים	שווקים מתעוררים אסיה	מרכז ומזרח אירופה	אפריקה מדרום לסהרה	מזה"ת וצפון אפריקה	אמריקה הלטינית	סך הכל בשווקים מתעוררים
2003	2,200	406	350*		417	3,489
2004	2,800	1,777	545*		714	6,454
2005	15,446	2,711	791	1,915	1,272	25,765
2006	19,386	3,272	2,353	2,946	2,656	33,193
2007	28,668	14,629	2,340	5,027	4,419	59,161

מקור: EMPEA estimates

שנחשבו למוצלחות.

המשבר הפיננסי שהחל במחצית השנייה של 2007 שינה מצב עניינים זה. ישנה הערכה כי מנוף האשראי יצטרך להצטמצם בצורה ניכרת, ובמקביל ישנם חששות מפני ירידה בגיוסי הכסף. יתר על כן, בקרב

פרופימקס השתתפה עם Southern Group Limited, בין יתר השקעותיה, ברכישת בנין משרדים והסבתו לפרוייקט מגורים באשפורד, אנגליה, בשווי כולל של £65,501,561



פרייבט אקוויטי נדל"ן - מוצר היברידי

וניסיונם המצטבר. כמו כן, דרך העבודה של תעשייה זו מבוססת על תגמול המנהלים רק לאחר שהמשקיעים קיבלו את כספם בתוספת סף התשואה שנקבע מראש, שיטת עבודה לא מוכרת בארץ בתחום הנדל"ן.

מכל מקום, משקיעים מוסדיים בישראל, חלקם מהשורה הראשונה, השקיעו, לפי הערכות, מאות מיליוני דולרים בשנים האחרונות באותן קרנות מעטות בישראל הפועלות בתחום הנדל"ן. במונחים יחסיים, עם זאת, הדרך עוד ארוכה, שכן שיעור ההשקעות של המוסדיים הישראליים בפרייבט אקוויטי בכלל, ובזה הנדל"ני בפרט, עדיין נמוך מאוד יחסית לזה שבחו"ל, שם ניתן למצוא גופים מוסדיים אשר שיעור השקעותיהם בנדל"ן לא סחיר ולא נזיל מתקרב ל-20% מתיק הנכסים.

א פיק השקעה מובחן וחדש יחסית הן קרנות השקעה פרטית המתמחות בנדל"ן – הכלאה בין תעשיית ההשקעה הפרטית לבין עולם הנדל"ן. המוצר ההיברידי נכנס, ובצורה מאסיבית כפי שמגלים נתוני הגיוס של הקרנות, לתיק ההשקעות של גופים מוסדיים ופרטים אמידים בשל מאפייניו הייחודיים.

בשנה שעברה גייסו קרנות הנדל"ן הפרטיות בעולם, לפי אחד האומדנים, כ-75 מיליארד דולר¹, ומגמת הגידול השנתי בגיוסים, לפי שעה, נמשכת. עם זאת, הירידה בזמינות האשראי בחודשים האחרונים שינתה את התמונה, לפחות לטווח הזמן הקצר, בשל העובדה שהמרווח בעולם הנדל"ן הממונף – הפער בין עלויות מימון רכישת הנכסים לבין התשואות (שכר הדירה למשל)

מאותם הנכסים – הצטמצם מאוד, ובחלק מהמקרים אף הפך לשלילי.

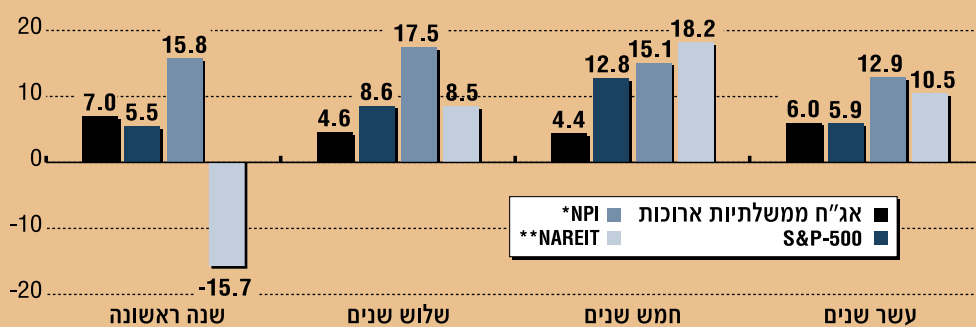
מכל מקום, סכומי הכסף הניכרים שקרנות הנדל"ן הפרטיות, לסוגיהן, הצליחו לגייס בשנים האחרונות שינו מהותית את מבנה המימון של הענף, כמו גם את מפת התשואות. בנוסף, על רקע המינוף הגבוה שמפעילות הקרנות, כמקובל בפרייבט אקוויטי, סכומי הכסף המגויס הופכים משמעותיים אף יותר.

בעולם פועלות, לפי הערכה גסה, כ-1,000 קרנות נדל"ן פרטיות. בארץ, לעומת זאת,

קיימות קרנות בודדות. מספרן הזעום בארץ נובע מתחום ההתמחות הספציפי מאוד, כאשר, בדומה לעולם ההשקעות הפרטיות כולו, הצלחת הקרן בנויה על איכות המנהלים, יושרם

(אחוזים)

תשואות היסטוריות של מדדים שונים: 1978-2007



באדיבות פרופימקס

מקור: The Townsend Group

* מדד NPI מייצג את סך התשואות הרבעוניות של נדל"ן מסחרי המוחזק ע"י משקיעים מוסדיים בארה"ב

** NAREIT הוא מדד הייחוס של אגודת הריטים בארה"ב

לבנות על פיזור הסיכון

השותפים בקרן נדל"נית, בדומה לשותפים בקרן רכישה (Buyout) למשל, עומדים בפני מצב דומה, במובן זה שמדובר בנכונות להשקעה לא סחירה ולא נזילה. גם בקרנות הנדל"ן אי הסחירות אמורה להיות מפוצה בתשואה גבוהה יותר. במילים אחרות, אם משהו מוכן לוותר על הסחירות של שוק ההון ויכול להרשות לעצמו זאת, הוא

¹ <http://www.privateequityonline.com>. יש לציין, כי אופיין של הקרנות מקשה על אמידת הסכומים המגויסים.

במילים אחרות, החלטה להתעלם מעולם הנדל"ן – המרכז חלק נכבד מהעושר העולמי – באמצעות ויתור על רכיב הנדל"ן בתיק, מחייבת תהליך מושכל של קבלת החלטות.

השונויות בעולם הקרנות

התשוואות הן מאפיין חשוב נוסף בהצדקת קיומן של קרנות הנדל"ן הפרטיות. הנתונים ההיסטוריים מראים, שהקרנות מציעות תשואה ארוכת טווח תחרותית בהשוואה לתשואות בשוקי המניות והאג"ח. בהקשר זה, חשוב לציין שאפיק ההשקעה הפרטית בנדל"ן אינו עשוי מקשה אחת, כאשר אסטרטגיית ההשקעה של הנהלת הקרן קובעת במידה רבה את התשואות הצפויות.

בהקשר לשוני באסטרטגיות וממילא בתשואות, ניתן לדבר על מספר סוגי קרנות: "קרנות Core", "קרנות Core Plus", וכן "קרנות Value Added" וכן "קרנות אופרטיביות". הפרמטרים הרלוונטיים לחלוקה הם, בין היתר: רמת המינוף, אורך חיי הקרן, אזורי הפעילות וכן המקור המרכזי לגזירת התשואה הצפויה. התשואה, באופן טבעי, קשורה ביחס ישר למידת הסיכון.

לשם המחשה נציין, כי בעוד ש"קרן Core" תעדיף לרכוש נכס מניב, דוגמת בניין משרדים במיקום טוב, במצב תקין ועם שוכרים איתנים מבחינה פיננסית ותגזור שיעור תשואה חד ספרתי, הרי ש"קרן אופרטיבית" תעדיף ייזום או שיפוץ מאסיבי של נכס, תוך שימוש במינוף גבוה (70%-80%), תחזיק אותו לתקופה קצרה יחסית, ותבקש לגזור רווח גם מעלייה בערך הנכס, ולא רק מתשלומי שכר דירה.

בנוסף, השקעה בפרייבט אקוויטי נדל"ן מייצרת, לרוב, תזרים מזומנים יציב יחסית ומספקת גידור, חלקי ותלוי בסוג הנכס,

מצפה לקבל תשואה גבוהה יותר. בנוסף, סוגיית המס, בישראל, אינה יוצרת שוני בין סוגי הקרנות הפרטיות, שכן גם ההשקעות בקרנות הנדל"ן עונות להגדרה הרלוונטית בפקודת המס. השקעה בעולם הנדל"ן בכלל ובתעשיית הפרייבט אקוויטי נדל"ן בפרט, קשורה לאסטרטגיית פיזור הסיכונים של המשקיע לטווח ארוך ולשיקולי המס. במובן זה עולות השאלות מה מידת החשיפה הרצויה מבחינת המוסדיים לתחום הנדל"ן ובאיזו מידה הוספת נדל"ן לפורטפוליו משפרת את היחס סיכון מול תשואה ומייעלת את תיק הנכסים.

כדאי לציין, כי אם בעבר ערוצי ההשקעה החלופיים, לצד ערוצי ההשקעה המסורתיים, כללו גם את שוק הנדל"ן, הרי שבעשור האחרון ניתן לדבר על מגמה במסגרתה הגופים המוסדיים בחו"ל והגופים האקדמיים סיווגו את ההשקעות הישירות בנדל"ן

קורלציה נמוכה בתשואות מהשקעות בפרייבט אקוויטי נדל"ן* לעומת השקעות באפיקי השקעה חלופיים: 1999-2007

NAREIT	S&P 500	מדד Russel 3000	אג"ח קצרות ממשל אמריקני	קרנות השקעה פרטיות בתחום הנדל"ן	
1	0.51	0.55	-0.08	0.01	**NAREIT
	1	0.99	-0.02	-0.02	S&P 500
		1	-0.03	-0.04	מדד Russel 3000
			1	0.17	אג"ח קצרות ממשל אמריקני
				1	קרנות השקעה פרטיות בתחום הנדל"ן

*מתייחס להשקעות פרטיות בנדל"ן מניב **National Association of Real Estate Investment Trusts מקור: קבוצת Townsend; באדיבות: פרופימקס

ובפרייבט אקוויטי נדל"ן (לא כולל השקעות ב-REIT'S, באגרות חוב ובמניות של חברות נדל"ן סחירות שנכללות בהשקעות בשוק ההון) כערוץ השקעה נפרד.

הצדקה לכך נמצאה בחוסר המתאם (קורלציה) בין התשואות של קרנות הנדל"ן הפרטיות לבין התשואות בערוצי השקעה אחרים, ובפרט אל מול תשואות שוק ההון והחוב. אי התאמה זו – חוסר קורלציה חיובית או שלילית – מסייעת לפזר את הסיכונים. ככלל, ניתן לטעון, כי בעבור משקיע מוסדי הקצאת משאבים השונה מאוד מה"יקום" הכלכלי מסביבו, אינה עניין של מה בכך.

ריטים לעומת קרנות השקעה – הבדלים עיקריים

ריטים	פרייבט אקוויטי
• קורלציה גבוהה לשוק המניות	• קורלציה נמוכה
• נזילות גבוהה	• נזילות נמוכה
• תנאים מגבילים (רגולציה)	• הזדמנויות השקעה טובות יותר
• סף כניסה נמוך	• סף כניסה גבוה
• תמחור שוטף	• הערכות שווי שנתיות
• יתרונות מיסוי מובנים	• תכנון מס (אין יתרונות מס מובנים)
• מדיניות חלוקת רווחים קשיחה	• רווחי ייזום מצטברים (אין חלוקה שוטפת)
• מינוף מוגבל	• מינוף גמיש

מקור: פרופימקס

להתפרצות אינפלציונית, שיכולה לפגוע בהשקעות במניות או באג"ח. הטענה נכונה במיוחד להשקעה בנדל"ן מסחרי, ותלויה בלא מעט פרמטרים שאחד המרכזיים בהם הם חוזי השכירות. סוגיה חשובה בדיון על תעשיית הפרייבט אקוויטי היא "עקומת J", הנושא ידון בהרחבה בפרק 4, ובשלב זה נציין שמדובר במצב בו בשנות ההשקעה הראשונות המשקיעים ניצבים אל מול שיעורי תשואה פנימית (IRR) שליליים עד נקודת האיזון וממנה לשיעורי התשואה החיוביים.

מכשירי השקעה חלופיים

קרנות הפרייבט אקוויטי נדל"ן הן, כאמור, מוצר היברידי וכזה הוא מאחד חלק מהיתרונות וחלק מהחסרונות של קבוצות האם, כאשר מאפייניו הייחודיים בהשוואה למוצרים חלופיים מצדיקים את קיומו.

מאפייני השקעה בנדל"ן בכלל נידונו קודם, ובאשר למאפיינים ייחודיים נוספים של הקרנות מול מכשירי השקעה אחרים בנדל"ן, ניתן להזכיר את הקורלציה הנמוכה לתנודות של שוק ההון,

להבדיל מהשקעה במניות של REIT'S (ריטים) או חברות נדל"ן סחירות.

כמו כן הקרנות מציעות אופציות למינוף גבוה והזדמנויות השקעה אטרקטיביות, להבדיל משלל תקנות אשר תוחמות חוקית את פעילותן של ה-REIT'S.

השקעה בנדל"ן אינה חייבת להיות עקיפה, כמוכח. למעשה, בתקופה האחרונה רווחת מגמה במסגרתה גופים מוסדיים בישראל, ובהם חברות הביטוח, פונים להשקיע ישירות בנדל"ן, בעיקר מניב, ובעיקר בישראל.

על המרכזיות שבפלטפורמות

ההשקעה הלא ישירה בנדל"ן, לבד מהקרנות הפרטיות, נמנות ה-REIT'S הסחירות או אגד של REIT'S. כאשר בישראל מכשיר השקעה זה לא צבר תאוצה בשל סוגיות מס (בעיה נוספת, בארה"ב, הייתה קביעת שווי העברת הנכסים לקרנות).

אופציות נוספות לחשיפה לענף הן רכישת תעודות סל (ETF) על מדדי הריטים, רכישת מניות של חברות נדל"ן סחירות וכמובן עולם ה-Fixed Income (אג"ח) הקשור לנדל"ן.

נראה, כי הגופים המוסדיים ימשיכו להגדיל את היקף ההשקעות באפיק החלופי כחלק ממדיניות פיזור סיכונים. במסגרת בדיקה מקיפה שערכו ה"אקונומיסט" ו-PwC בקרב בכירי המשקיעים המוסדיים בעולם, השיבו כ-41% מהנשאלים שיש להגדיל את ההקצאה להשקעה בנדל"ן, וכ-40% מהם סבורים שיש להגדיל את ההשקעה בפרייבט אקוויטי.

בהקשר זה מעניין יהיה לבדוק כמה כסף מוסדי יוזרם לקרנות הפרייבט אקוויטי נדל"ן, שהן, במובן מסוים, מוצר המשלב את שני האפיקים.

פרופימקס השתתפה עם Taurus Investment Holdings, בין יתר השקעותיה, ברכישתו והשבחתו של בנין מגורים בניו יורק, בשווי כולל של \$60,360,000



התחלה עם פוטנציאל

הרפורמות הפיננסיות והשינויים
ברגולציה סללו את הדרך לפעילות
מוגברת של קרנות ההשקעה
בישראל • לצד הגלובליזציה
בפעילות, ניתן להבחין במאפיינים
ייחודיים לשוק הקרנות בישראל



הקרנות בישראל - רקע / התחלה עם פוטנציאל

2

בישראל, ואילו קרנות הון סיכון – אשר מרכזות חלק קטן מהפעילות של קרנות ההשקעה הפרטית בעולם – התפתחו מאוד בשוק המקומי. גם כאשר החלה לפעול בישראל קרן השקעה גדולה מחו"ל, כמו קרן אייפקס, היא עסקה, עד לפני מספר שנים, בעיקר בתחום של הון סיכון.

למרות החשיבות העצומה של תעשיית ההון סיכון למשק הישראלי, המגע שלה עם המשק המקומי היה מוגבל לתחום אחד, תעשיות הטכנולוגיה העלית. תעשייה זו גייסה כסף בעיקר מקרב משקיעים זרים, ועיקר מימוש ההשקעה נעשה לא פעם בדרך של מכירת החברה לחברה זרה או הנפקתה בבורסה זרה.

התפתחות קרנות הרכישה

פרט לקרנות הון סיכון, פעילות קרנות ההון הפרטי החלה בישראל לפני כ-12 שנה, עם תחילת פעילותה של קרן פימי. הקרן הראשונה של

הסקירה הכללית אודות פעילותן של קרנות ההשקעה¹, אשר הוצגה בפרק הקודם, משמשת רקע נוח לבחינת התפתחותן במשק הישראלי. פרק זה יתמקד בקרנות רכישה (קרנות Buyout), קרנות השקעה העוסקות ברכישת חברות בשלות, ויבקש לבחון את מגמות פעילותן, ומה עשויה להיות השפעתן על המשק המקומי.

למעשה, אחת הטענות המרכזיות של הפרק, היא, שהפעילות של קרנות השקעה בישראל, בעיקר קרנות רכישה, אך גם קרנות מסוג אחר, עומדת להתגבר מאוד בשנים הקרובות. הדבר ישפיע באופן משמעותי על מבנה המגזר הפרטי בישראל, ועל שוק ההון המקומי. פעילותן של קרנות ההון הפרטי החלה בישראל, באופן רשמי, ב-1990, עם הקמתה של יוזמה, קרן ההון סיכון הראשונה שפעלה במשק הישראלי, על ידי ממשלת ישראל. מאז התפתחה מאוד תעשיית ההון סיכון בישראל, והייתה במשך שנים לא מעטות הסוג היחיד של קרנות השקעה שפעלו במשק המקומי.

עסקאות פרייבט אקוויטי אחרונות

(נתונים נבחרים)

הקרן הרוכשת	העסקה	סכום העסקה
פימי	רכישת 70% מחברת ח.ר גבעון	70 מיליון שקל
Gores	רכישת גילת לווינים	475 מיליון דולר
Sky	רכישת 50% מחברת נטלי-סקוילייף	60 מיליון שקל

עסקאות פרייבט אקוויטי בולטות במשק הישראלי*

(נתונים נבחרים לשנים 2006-2008)

הקרן הרוכשת	העסקה	שווי חברה לפיו בוצעה העסקה	השלמת העסקה
Swarth	רכישת ECI טלקום	1.24 מיליארד ד'	ספטמבר 2007
אייפקס	רכישת תנובה	כמיליארד ד'	ינואר 2008
יורק	רכישת פסגות	1.28 מיליארד ש'	ספטמבר 2006

*מיפוי מלא של פעילות הפרייבט אקוויטי בישראל מופיע בנספח מקור: גלובס מחקרים

פימי החלה כקרן הלוואות גישור (מזנין), אך הקרנות הבאות שלה כבר עסקו ברכישות של חברות בשלות. כיום פעילים בישראל כ-10 גופים המנהלים פעילות של קרנות השקעה, שאינן קרנות הון סיכון, בהיקפים שנעים מכמה עשרות מיליוני דולר לכמה מאות מיליוני דולר, לכל קרן. רוב הקרנות האלה פעילות בתחום רכישת חברות (Buyout). בספטמבר 2000 החלה לפעול קרן פלוס, העוסקת בהלוואות גישור. לאחרונה החלו לבצע עסקאות גם קרנות שניוניות זרות וכן גם קרן

למעשה, בישראל נוצר מצב מיוחד, כאשר קרנות רכישה – המהוות את חלק הארי של תעשיית קרנות ההון הפרטי בחו"ל – כמעט שלא פעלו

¹ כפי שבבר צוין, מחקר זה אינו מתייחס לקרנות הון סיכון, אשר צריכות להיות נסקרות בנפרד, בגלל חשיבותן למשק הישראלי. על כן, המונח "קרנות השקעה" בפרק זה, ובפרקים הבאים, מתייחס לכל סוגי הקרנות, פרט לקרנות הון סיכון, אלא אם כן הדבר מצוין במפורש.

2 הקרנות בישראל - רקע / התחלה עם פוטנציאל

המס, שסללו את הדרך להשקעה בקרנות השקעה זרות על ידי גופים מוסדיים, והפכו אפיק השקעה זה לאפשרי עבורם.

• **הופעתם בישראל של יועצים חיצוניים** בתחום קרנות רכישה וקרנות אחרות. החברה הראשונה שהחלה לפעול בישראל הייתה Hamilton Lane עוד ב-2005, ובעקבותיה באו חברות אחרות. חברות ייעוץ פועלות כמסננות של קרנות (Gate keepers) עבור משקיעים מוסדיים, אך הן התחילו גם לסייע באופן פעיל למשקיעים מוסדיים לא רק לאתר קרנות בחו"ל, אלא גם לפתח דרכים לחשוב על הקצאת מקורות בתחום קרנות ההשקעה, בכלל, ומהוות מוקד להפצת מידע וידע אודות קרנות השקעה בחו"ל.

"מצוקה" (Distress), אשר מבוססת על ניצול הזדמנויות מיוחדות בחברות בקשיים. הדבר מצביע על מגמה של התפתחות והתרחבות הפעילות של קרנות ההשקעה במשק המקומי.

למעשה, חלק מהתעשייה הקיימת בישראל "היגר" מקרנות הון סיכון לסוגים אחרים של קרנות, כאשר הבשילו התנאים לכך, וחלק מהלקחים שנלמדו בקרנות הון סיכון יושמו בקרנות אחרות². עם זאת, הקרנות הישראליות החדשות עוסקות הרבה יותר בחברות בשלות, בעיקר בינוניות, הפועלות בענפים מסורתיים, או שפעילות בשוק המקומי בתחומי הצריכה³.

תנאים של צמיחה

מהתיאור לעיל אפשר היה להתרשם, כי הפעילות בישראל של תעשיית קרנות ההשקעה היא, לפחות, בת עשור. אולם, בפועל, ישנה הסכמה כללית בין הפעילים בשוק כי לגבי הרוב המכריע של הקרנות מדובר בפעילות אשר החלה רק לפני שנתיים עד שלוש שנים. כלומר, מדובר במגזר הנמצא בישראל רק בחיתוליו. הדברים אמורים לגבי שלוש הצלעות של מגזר זה: השותפים הכלליים המשיקים קרנות רכישה, המשקיעים, במיוחד אלה המוסדיים שמתחילים להפנות משאבים לסוג

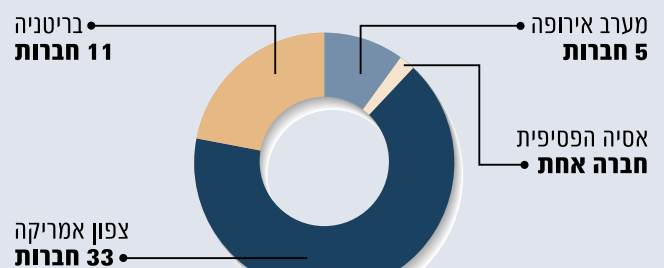
יעדי השקעה מרכזיים בתעשיית הפרייבט אקוויטי

		2006	2005	
	% מסך השקעות PE	היקף ההשקעה (במיליארדי ד')	היקף ההשקעה (במיליארדי ד')	
ארה"ב	60%	220.4	53.3	
בריטניה	14%	51.4	29.6	
צרפת	4%	13.3	9.1	
שוודיה	2%	5.7	3.7	
גרמניה	1%	4.6	3.4	
ספרד	1%	3.7	3.4	
הולנד	1%	3.2	2.9	
אחרים	17%	62.0	29.4	
סה"כ	100%	364.3	134.8	

מקור: IFSL, EVCA/Thomson Financial/PwC, APER, NVCA, Dealogic data

• **היזון חוזר של פעילות קרנות רכישה במשק הישראלי.** כל עיסקה שמבוצעת, יוצרת נכונות גדולה יותר לעסקאות נוספות. הגידול במספר העסקאות בהן היו מעורבות קרנות רכישה, וקרנות מימון ביניים ישראליות, סייע לחברות לא מעטות להבין את התפקיד שיש לקרנות,

פרייבט אקוויטי - סיפור מערבי (50 החברות הגדולות)



מקור: Venture Economics/Private Equity Interactive/Initiative Europe/Private Equity Intelligence/Asia Venture Capital Journal

זה של השקעה, והחברות המתחילות לראות בקרנות רכש פוטנציאלי. אם מתייחסים לקרנות רכישה, או קרנות אחרות פרט לקרנות הון סיכון, ההתחלה הממשית של פעילותן בישראל הייתה מאוחרת למדי בהשוואה למדינות מתועשות אחרות. מספר גורמים עומדים ברקע התפתחות זו בשנים האחרונות וחברו יחד ליצירת התנאים שהביאו, ועוד יביאו, לצמיחת מגזר זה. בין גורמים אלה ניתן למנות:

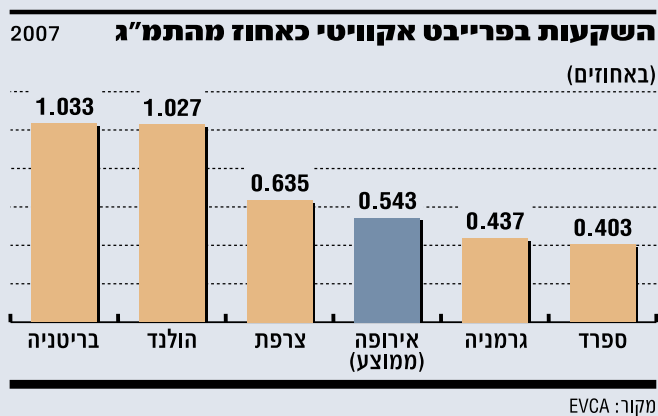
• **פתיחת האפשרות להשקעות בחו"ל** על ידי שינויים במערכת

² כך, למשל, קרן וינטג', אשר החלה את דרכה כקרן שניונית בתחום ההון סיכון עוד ב-2002, החלה באחרונה לפעול גם בקרב קרנות רכישה. תהליך דומה של צמיחה ואימוץ כללי המשחק של קרנות רכישה נרשם גם בקרנות אחרות.

³ בשל טווח הזמן הקצר של פעילותן, עדיין לא ניתן לקבוע מה מידת השפעתן על אימוץ טכנולוגיות חדשות, צמצום התעסוקה ושינוי באופי הפעולה של החברות.

הקרנות בישראל - רקע / התחלה עם פוטנציאל

2



משקיעים פרטיים או מוסדיים להשקיע בקרן מסוימת. יחד עם זאת, הניסיון בחו"ל מראה, כי בתקופות של אי ודאות לא פחות מחמישית מהשותפים המוגבלים בקרנות השקעה מוכרים את אחזקותיהם לקרנות שניוניות. יתר על כן, אם יהיו קיימות קרנות שניוניות, הרי שגוף מוסדי שירצה לשנות את הקצאתו על פני סוגים שונים של קרנות – למשל על ידי שינוי בפיזור גיאוגרפי של ההשקעה – יוכל לעשות זאת באמצעות מכירת חלקו בקרן מסוימת לקרן שניונית, וקניית חלק מקרן רצויה, אשר כבר קיימת ופועלת, מקרן שניונית אחרת.

מאפייני הקרנות בישראל

כפי שצויין, בישראל פעילות כ-10 קרנות השקעה שאינן קרנות הון סיכון, ורובן קרנות רכישה. כמו כן פעילות כמה קרנות זרות. לגבי הקרנות הישראליות, מדובר בקרנות קטנות עד בינוניות בקנה מידה בינלאומי, אשר כל אחת מהן מגדירה לעצמה תחומי פעולה ייחודיים. מבין הגופים הזרים בישראל, ישנן קרנות אשר פעילות בחו"ל בתחום מסוים ובישראל בתחום אחר. כך קרן יורק שפועלת בתחום של קרנות גידור, אך בישראל פעילותה היא בתחום של קרן השקעה. דוגמא אחרת היא קרן אייפקס שהינה קרן גלובלית אשר בתחילת דרכה בארץ עסקה בהון סיכון, אך בהמשך החלה לפעול כקרן רכישה. קרנות אחרות, במיוחד קרנות שניוניות מחו"ל, ביצעו עסקאות בודדות. אחרות רכשו חברות ישראליות, כמו דפי זהב בידי חברת Babcock and Brown מאוסטרליה. קרן גדולה אחרת, TPG, רכשה את פעילותה הבינלאומית של חטיבת הקפה של שטראוס. בספטמבר 2007 רכשו קבוצת Swarth וקרן Ashmore את חברת ECI טלקום, והפכו אותה מחברה ציבורית לפרטית. קבוצת Gores מארה"ב רכשה, באפריל 2008, את גילת לוונינים יחד עם משקיעים מקומיים, וגם במקרה זה הכוונה הייתה

והגביר את המודעות אצל בעלי השליטה למשמעות של אפשרות ההשקעה של קרנות אלה בחברות שלהם.

- **הגברת הפעילות של קרנות זרות בישראל**, וביצוע כמה עסקאות בהן היו מעורבות קרנות זרות (רכישת בזק, רכישת תנובה, רכישת דפי זהב). עם התגברות זרם הגיוסים של קרנות בחו"ל, החל גם ניסיון לאתר הזדמנויות חדשות להשקעה במשקים ובשווקים מתעוררים. הדבר הביא לעלייה בהשקעות באסיה, באמריקה הלטינית, וגם בישראל, שהיא בעלת מאפיינים של מדינה תעשייתית, עם מערכת חוקים ואכיפה, מערכת פיננסית יציבה ומדיניות נוחה כלפי היוזמה הפרטית.
- **הגברת המודעות בקרב משקיעים מוסדיים ישראלים** לאפשרות להגדיל תשואות באמצעות השקעה בקרנות השקעה בעקבות הניסיון שנצבר בחו"ל. גם פה, המודעות לאפיק ההשקעה החדש התגברה לאחר הופעת יועצים חיצוניים במשק הישראלי, אשר שימשו חונכים לחלק מאנשי ההשקעות אשר עסקו בקרנות השקעה.
- **הרפורמות הגדולות בשוק ההון**, החל מ-2003, שיצרו הזדמנות עבור קרנות זרות לרכוש גופים פיננסיים בישראל (קופות גמל, קרנות נאמנות).

גלובליזציה מתעצמת

גורמים אלה ימשיכו להשפיע לאורך זמן על תעשיית קרנות ההשקעה בישראל, ויביאו לגידול ניכר בפעילותה. כדאי ראשית להבהיר למה הכוונה כאשר מדברים על גידול. במציאות שהולכת ומתהווה בשנים האחרונות, המשמעות של תעשייה מקומית של קרנות השקעה הולכת ומצטמצמת, והיא הופכת להיות יותר ויותר גלובלית, כאשר קרנות ותיקות מתחילות לפעול באסיה, בהודו, במזרח אירופה ובאמריקה הלטינית. גם גיוס של שותפים מוגבלים נעשה בקנה מידה גלובלי, וזו תהיה המציאות עבור קרנות ישראליות לאורך זמן. לכן, המושג גידול מתייחס לסך הפעילות של הגורמים השונים בתחום זה במשק, מבלי שפעילות זו תתבצע, בהכרח, בישראל. קשה להניח, כי בעתיד לא יתפתחו, לצד קרנות רכישה, קרנות בתחומים נוספים, וכפי שצוין, חלקן אף החלו להופיע במשק הישראלי. לגבי קרנות שניוניות – לפחות על פי טענות בספרות התאורטית – ההיגיון מחייב כי הן יתפתחו כדי לאפשר למשקיעים מקומיים בקרנות רכישה להקטין את הסיכון הכרוך בהשקעה לא נזילה. תיאורטית, קרן שניונית יכולה לרכוש את חלקם של שותפים מוגבלים בקרן, בדיסקאונט מסוים, ולכן גוף מוסדי יכול, באופן עקרוני, לקחת זאת בחשבון בעת שהוא משקיע.

עם זאת, מדובר בשיקול עקרוני או תיאורטי, ולא ברור עד כמה קיומן או אי קיומן של קרנות שניוניות אכן מסייע בישראל להחלטה של

אי.סי.איי - היא עוד תשוב לנאסד"ק?

טק הישראלי ב-2007, נמחקה החברה מהמסחר בניו יורק ושובה להיות חברה פרטית, מוגנת מעינם הבוחנת של המשקיעים, האנליסטים והתקשורת.

החברה שבה אולי להיות פרטית, אבל סידרת מהלכים שביצעה ההנהלה, בברכת בעל הבית החדש, הקשתה לשמור על דממת אלחוט. מדובר בסגירת המפעל הוותיק בירושלים במסגרת איחוד פעילויות עם המטה שבפתח תקווה, ובנוסף שרשרת האספקה, הייצור והאינטגרציה הוצאה למיקור חוץ. חלק ממחיר ההתייעלות שולם על ידי כמעט 900 עובדים אשר מצאו עצמם לפתע מחוץ ל-ECI.

"המיקוד שלי יהיה עכשיו אחר. החברה לא תהיה תחת זכוכית מגדלת, ששופטת אותה על הכנסות ותחזיות ברזולוציה של ימים", מסר, סמוך להשלמת העסקה, מנכ"ל ECI. השאלה המעניינת - מתי תחזור אי.סי.איי לבורסה ובאיזה מתכונת - עדיין פתוחה.

הסיפור של חברת אי.סי.איי טלקום (ECI), מי שנחשבה במשך שנים רבות לאחת מספינות הדגל של ההיי-טק הישראלי, נשזר בסיפורה של תעשיית קרנות ההשקעה, בדרך אשר מדגימה לא מעט מדפוסי הפעולה של תעשייה זו. ב-1961 הוקמה החברה שלימים הפכה ל-ECI טלקום, ב-1970 נרכשה בידי קונצרן כלל וב-1982 ביצעה הנפקה ראשונה לציבור (IPO) בנאסד"ק.

החברה ידעה ימים יפים יותר ויפים פחות, וחצי יובל לאחר הנפקתה, ב-2007, מכר קונצרן אי.די.בי את ענקית ציוד התקשורת לקרן ההשקעה הפרטית Swarth, בראשות שאול שני וקרן Ashmore, בתמורה ליותר מ-1.2 מיליארד דולר. כמיליארד דולר שילמו הבעלים במזומן, ועוד כ-200 מיליון דולר נלקחו כהלוואה מסינדיקט בניהול קרדיט סוויס; הלוואה אשר הועמסה על החברה, וחלק ממנה חוסל ביולי השנה. כמקובל, מיד עם השלמת העסקה, הגדולה מסוגה בעולם ההיי-

איתה חברה למכור את השליטה בחברה תסלול את הדרך לאפשרות של השקעה בידי קרן השקעה⁴.

צריך גם לזכור, כי הפיכת חברה מציבורית לפרטית מצריכה לא רק את מכירתה בידי חברת אחזקה, אלא גם אפשרות קניית יתרת המניות המוחזקות על ידי הציבור על ידי קרן ההשקעה⁵. הניסיון בישראל מצביע על קושי לא מבוטל העומד בפני מי שמבקש למחוק מהמסחר מניות של חברת ציבורית, והדבר מהווה מכשול שני בפני דרך הפעולה ה"מסורתית" של קרנות השקעה.

לבסוף, אחד ההבדלים שהיה קיים עד לפני שנה בין קרנות ישראליות לבין קרנות זרות היה **ברמת המינוף הפיננסי**. בעוד שבקרנות ישראליות

להפוך את החברה לפרטית.

מאפיין נוסף של הקרנות הזרות הוא נכונותן לרכוש גופים פיננסיים, בגלל ההזדמנויות שנוצרו במגזר זה בישראל. קרן הגידור יורק, באמצעות זרוע של קרן השקעות שלה, רכשה את פסגות, ולאחר מכן את קופת הגמל גדיש. מרקסטון, שהיא מן הגדולות שבקרנות הישראליות, רכשה קופות וקרנות נאמנות ויצרה לפני כשנתיים את פריזמה. קרן סרברוס-גבריאל ניסתה לרכוש את השליטה בבנק לאומי ב-2007.

הקרנות הישראליות נבדלות מאלה מחו"ל לא רק בגודלן, אלא גם באופי הרכישות שלהן. בעוד שהקרנות הפעילות בשוקי חו"ל מתנות, פעמים רבות, את הרכישה בהעברת לפחות רוב מניות החברה הנרכשת לידיהן, הרי שקרנות ישראליות מסתפקות, לא פעם, באחזקה של פחות ממחצית המניות, אם כי לעתים קרובות הן דורשות רוב בדיקטטוריון של כל חברה בה הן משקיעות.

יתר על כן, הבדל בולט נוסף בין קרנות השקעה בחו"ל לבין אלה בישראל - לדעת רבים בשוק - היא העובדה שבשוק המקומי **קשה יותר להביא להעברת חברה ציבורית לבעלות פרטית**. הסיבה לכך היא, כמובן, מבנה השליטה של חברות ציבוריות בישראל. מדובר בריכוז גבוה מאוד של שיעורי שליטה בידי גוף בודד, בין אם מדובר במשקיע פרטי או בחברת אחזקות. בתנאים אלה רק ההחלטה של

⁴ כפי שצוין, זה היה המקרה של רכישת ECI טלקום בידי קבוצת משקיעים בראשות קרן Ashmore הבריטית וקבוצת Swarth הישראלית, ושל חברת גילת לוויניים בידי קרן Gores מארה"ב, אבל אין הרבה דוגמאות נוספות.

⁵ על פי חוק, בעל שליטה לא יוכל לרכוש יותר מ-90% ממניות של חברה, אלא אם הוא פונה לציבור בהצעת רכש מלאה. אם פחות מ-5% מבעלי המניות האחרים מסרבים למכור את מניותיהם, החוק קובע כי עליהם למוכרן לבעל השליטה. ברור, אפוא, שמספיק שבעלי מניות המחזיקים 5% של המניות יתנגדו להפיכת החברה לפרטית, כדי למנוע את המהלך.

2 הקרנות בישראל - רקע / התחלה עם פוטנציאל

אסטרטגיית ההשקעה של הקרן, וההערכה לגבי הזדמנויות מימוש אותה אסטרטגיה. לא לכל משקיע פרטי או מוסדי יש אותן העדפות ביחס לפיזור ענפי או גיאוגרפי של ההשקעה, והתאמת הקרן להעדפות אלה הופכת להיות אחד השיקולים בבחירתה. לצד זה יש לבחון, כמובן, עד כמה מנהלי הקרן יכולים להוציא אל הפועל אותה מדיניות מוצהרת. בנוסף לכל אלה, העלויות הכרוכות בהשקעה, דמי הניהול והאחוז מהרווחים שיגרוף מנהל הקרן, אמורים להשפיע בצורה משמעותית על בחירתם של המשקיעים. אחת המשימות הקשות שעומדת בפני ועדות השקעה של גופים מוסדיים, של מלכ"רים או של אנשים אמידים המשקיעים בקרן השקעה היא להבין את מבנה העלויות של הקרן. יתר על כן, מסמכי ההתקשרות בין המשקיעים לבין מנהל הקרן, הגובה עמלות ודמי ניהול, הוא כמעט תמיד מסמך משפטי מורכב למדי, המצריך בקיאות בדרך פעולתן של הקרנות והמבנה המשפטי שלהן.

יועצים כמסנני קרנות

רשימת השיקולים לעיל אינה ממצה, אך היא משרטטת בצורה כללית את הבסיס לתהליכי בדיקה שמשקיעים שונים מבצעים בטרם החלטה על קרן מסוימת. לעתים קרובות, למשקיעים ישראלים אין יכולת ממשית לבצע בדיקת נאותות ממצה על פי קריטריונים אלה. צריך לזכור, כי בחו"ל פועלות אלפי קרנות השקעה במגזרים רבים ומגוונים, מקרנות ניהול קטנות ועד לקרנות רבות אשר עוסקות באזורים שונים, בפלחים שונים של השוק ובסוגים שונים של חברות. לכן, למשקיעים רבים בעולם, מוסדיים או פרטיים, יש לא פעם צורך בסיוע של יועצים חיצוניים אשר יפעלו כמסנני קרנות, ו"שומרי סף". כפי שצוין, בישראל פעילים כמה גופים כאלה, ופעילותם תלך ותגבר ככל שייכלו ויגדלו הסכומים המושקעים בקרנות.

מכיוון שמרבית הקרנות הישראליות הן צעירות למדי, עם כמה יוצאים מן הכלל, לא ניתן לייחס להן היסטוריה של תשואות אשר יכולה לשמש כלי לבחירתן. במקרה זה מה שעומד למבחן היא זהות מנהלי הקרן, אשר בדרך כלל מוכרת וידועה למשקיעים מקומיים פוטנציאליים. במקרים מסוימים, ניתן לבסס בדיקת נאותות של קרן ישראלית על בדיקת החברות שבתיק של כל קרן וקרן.

בדיקה כזו, יכולה לספק משקיעים ישראלים, אך לאורך זמן ספק אם ניתן יהיה לבסס עליהם בלבד את צמיחת התעשייה המקומית של הקרנות. כבר היום יש לאותם מסנני קרנות זרים תפקיד בהצגת הקרנות הישראליות למשקיעים בחו"ל. במקרה זה, היתרון של הקרנות הישראליות יהיה בהכרתן את המשק והחברות המקומיות, דבר אשר יכול לקרוץ למשקיעים אשר יהיו מעוניינים לתת משקל לקרנות שמשקיעות בישראל.

המינוף לא עולה על 50% מהמקורות העצמיים שלהן, הרי שעד לפרוץ המשבר הנוכחי בשוק האשראי, רשמו הקרנות הזרות, לא פעם, רמות מינוף גבוהות הרבה יותר.

דווקא מאפיין זה של הקרנות הישראליות אמור להקנות להן יתרון מסוים, בתנאים ההולכים ומתפתחים בשווקים הפיננסיים, במקרה שהן יתחרו על כספיהם של גופים מוסדיים מקומיים. נוכח התנאים בשוק, עליית הסיכונים והצמצום בזמינות האשראי, תקטן מאוד האפשרות להשתמש במינוף גבוה, או ב"הנדסה פיננסית", כדי להגדיל את שיעור התשואות. **ההערכה היא, שרק עסקאות בעלות פוטנציאל גבוה במיוחד, וסיכון נמוך, יוכלו להשתמש במינוף גבוה.**

עבור קרנות גדולות רבות בחו"ל, אשר נהגו בעבר לעשות שימוש במינוף האשראי כדי להגדיל את הרווחים, עשיית הרווחים תדרוש מומחיות גדולה מאוד בניהול נכון של חברות שנרכשות על מנת להגיע לרמת התשואות ההיסטוריות. לעומת זאת, עבור קרנות ישראליות, אשר פעלו מלכתחילה במציאות של מינוף יחסית נמוך, המצב החדש לא יהווה שינוי לעומת העבר, ומשמעות הדבר היא שלא ניתן לצפות שתנאי השוק יאטו בצורה ניכרת את קצב רכישת החברות על ידי קרנות אלה.

אין מזהים קרן מוצלחת?

מה יהיו הגורמים אשר יתרמו להפיכת קרן השקעה למצליחה? עבור משקיעים פוטנציאליים זו השאלה החשובה ביותר, מכיוון שההבדלים בתשואות בין קרן לקרן יכולים להיות עצומים, והקריטריון להצלחה הוא התשואה. יש פער מאוד גדול בין החברות הנמצאות בחלק העליון של טבלת התשואות, לבין אלה הנמצאות מתחתיהן וזה יכול להיות ההבדל בין גריפת רווחים מעבר לממוצע במשק, לרישום של הפסד בהשקעה.

הניסיון שהצטבר בשנים האחרונות מצביע על מספר תכונות אשר הופכות קרן למושכת משקיעים. **התכונה הראשונה, והחשובה ביותר בתחום זה, היא זהות המנהלים.** המונית האישית של מנהלי הקרן הוא שקובע, פעמים רבות, את ההתייחסות אליה מצד משקיעים רבים. האם מדובר במנהל אשר משיג עסקאות טובות, האם הוא מצטיין בניהול, האם יצר רווחים עודפים בעבר? עזיבה של מנהל מוצלח תגרו, בדרך כלל, בעיות אפשריות בגיוס כספים בעתיד, או ניסיון מצד משקיעים קיימים לבחון אפשרויות של יציאה מההשקעה באמצעות מכירה לקרן שניונית. תשואות גבוהות קודמות של מנהל מסוים בקרן הן אינדיקציה למה שניתן לצפות ממנה בעתיד. שיקול זה נכון כיום בעיקר לגבי קרנות זרות, אך עם צמיחתן של קרנות ישראליות הוא יהיה רלבנטי יותר ויותר לקרנות המקומיות.

שיקול נוסף המשפיע על ההחלטות של משקיעים פוטנציאליים היא

בחסות:

פרופימקס השתתפה עם Paredim Partners LLC, בין יתר השקעותיה, ברכישת מקבצי דיור בקונטיקט, ארה"ב, הכוללים קרוב ל-500 בתים והשבחתם, בשווי כולל של \$35,472,000



צמיחה בעלת השפעה

תוואי גידול פעילות קרנות
ההשקעה בישראל יושפע
מההתפתחויות בתחום מימון
החברות, המגבירות את
אטרקטיביות האפיק. בכיוון ההפוך,
ישפיעו הביקורת על מימוש
אחזקות בפרק זמן מוגבל והעדר
שקיפות. בכל מקרה, השפעת
צמיחת תעשיית הקרנות על המשק
הישראלי עמוקה וארוכת טווח



3 הקרנות בישראל - עתיד / צמיחה בעלת השפעה

מצביעה על ריכוז שליטה בידי חברות אחזקה, או תאגידים גדולים, עם מיעוט של החזקות בידי הציבור, במקרה בו מדובר בחברה ציבורית. לצד אלה ישנן לא מעט חברות פרטיות; משפחתיות, קיבוציות או אחרות. למעשה, חלק גדול מהחברות הרשומות למסחר בבורסה בתל אביב הן בשליטה של משפחה אחת או קבוצת בעלים מצומצמת. השאלה העולה ממצב עניינים זה היא, האם למשק הישראלי נגרמים הפסדים במונחים של יעילות של חברות אשר נובעים ממבנה השליטה שלהן. מחקרים רבים שנערכו בחו"ל מצביעים על עלייה בפריון וביעילות של חברות ציבוריות אשר הפכו להיות פרטיות תחת הבעלות של קרנות השקעה. הסיבה לכך היא המוטיבציה של קרן ההון לממש בבוא היום את ההשקעה, תוך הוספת ערך לחברה, והעובדה שהדבר יכול להיעשות כאשר המנהלים החדשים יכולים לחשוב על טווח הזמן הארוך, בלי צורך בדיווחים כל שלושה חודשים. שאלה נוספת היא, עד כמה ניתן להגביר את היעילות של חברות המוחזקות על ידי חברות אחזקה, אם השיקולים של מימוש השקעה והוספת ערך היו מופעלים עליהן.

קרנות השקעה: התרחיש המקומי

הסוגיה העיקרית, מנקודת ראות צמיחת הפעילות של קרנות השקעה, היא מה יהיה זרם העסקאות שיירשם בעתיד, והאם המודל של מימון ופעילות שאפיין את המשק עד עתה יימשך בעתיד. בעניין זה צריך להודות, כי ישנן התפתחויות בתחום מימון החברות, אשר יוצרות תנאים חדשים.

ראשית, הממשלה חדלה, כבר שנים לא מעטות, להוות מקור עיקרי של הון עבור חברות, בעיקר נוכח השינויים העוברים על מערכת העידודים למגזר העסקי. חברות עדיין יכולות למצוא מימון, באמצעות חוק עידוד השקעות הון, או חוק המחקר ופיתוח, אך חברה לא יכולה להסתמך על מקור ממשלתי כדי לממן את התרחבותה.

גם הבנקים שינו מן היסוד את גישתם למתן אשראי למגזר העסקי, הן בשל מגבלות של מערכת ההסדרה, והן בגלל שיקולים של טיוב תיק האשראי. מסיבה זו, עבור חלק לא קטן מהחברות הבינוניות והקטנות במשק, הבנק יהיה רק מקור נוסף של מימון לטווח ארוך.

במשק התפתח בשנים האחרונות, ובמהירות גדולה, אשראי קונצרני לא בנקאי, אך נראה שלנוכח ההתפתחויות בשוק העולמי, גם תחום זה ייצב בפני מגבלות אפשריות.

התפתחויות אלו מגדילות את הסיכויים שבשנים הבאות יגבר זרם העסקאות בהן יהיו מעורבות קרנות ההון, אך כדאי לאפיין את סוג העסקאות להן ניתן לצפות. במשק הישראלי, כמות העסקאות הגדולות

ת עשיית קרנות ההשקעה בישראל, כפי שצוין, ניתנת לניתוח כמשולש, אשר כל אחת מצלעותיו משפיעה על האחרות ומושפעת מהן, דבר אשר יוצר דינמיקה של צמיחה. שלוש הצלעות הן: הפעילות של הקרנות עצמן והאסטרטגיות אותן הן מפעילות, התגובה של החברות המקומיות כלפי פעילות קרנות אלה, והיחס של המשקיעים, במיוחד אלה המוסדיים, אל הקרנות כאפיק השקעה, ונכונותם לממן את פעילותן.

על הקשר שבין משקיעים מוסדיים לבין קרנות השקעה תורחב היריעה בפרקים הבאים של המחקר. בשלב זה כדאי להעיר כמה הערות לגבי הצלע השלישית של המשולש: החברות, ובעלי השליטה בהן, אשר אמורים לראות בקרן השקעה רוכש פוטנציאלי. גם בתחום זה כמות העסקאות גדלה רק בשנים האחרונות, אך כיום, לאחר כניסתן של כמה קרנות לפעילות, ולאחר כמה וכמה עסקאות, ניתן לומר שקיימת מודעות לאפשרות זו.

מצב העניינים היה שונה עד לפני כמה שנים. ראשית, מול החברות עמדו שלוש אפשרויות למציאת מימון לטווח קצר וארוך. המקור הראשון, והמסורתי יותר, הייתה הממשלה, אשר הזרימה כספים באמצעות תוכניות עידוד השקעות ותעסוקה למיניהן. המקור השני היו הבנקים, אשר עד לפני כמה שנים אימצו מדיניות של הגדלת תיק האשראי העסקי שלהם, לעתים על חשבון האיכות. מקור המימון השלישי, אשר התפתח בשנים האחרונות, היה שוק האג"ח הקונצרני, בין אם מדובר באג"ח סחיר או לא סחיר. בנוסף לכך, שוק המניות שימש גם הוא מקור לגיוס הון, אם כי, לרוב, שיעור החזקות הציבור בחברות הציבוריות נותר נמוך, ובעלי השליטה עדיין מחזיקים בחלק המשמעותי ביותר של המניות בחברות אלה.

תנאי יסודי לצמיחת שוק קרנות השקעה בישראל הוא קיומו של שוק הון מפותח, אשר יבטיח אפשרות של מימוש השקעה בבוא היום. במקביל, קיומן של הקרנות הוא אחד הגורמים שיכולים לדחוף לשכלול משמעותי של שוק ההון

כאמור, ערוצי מימון אלה אפשרו לחברות ישראליות, פרטיות וציבוריות, לגייס הון לצורכי מימון והתרחבות. תאגידים וחברות אחזקה עשו שימוש במימון בנקאי, או בשוק האג"ח, לממן רכישות ומיזוגים; למעשה, במקרים רבים ברקע העסקאות של קניית חברות עמדה חברת אחזקה כזו. תמונת המצב המאפיינת את המגזר העסקי הישראלי עדיין

בחסות:

3 הקרנות בישראל - עתיד / צמיחה בעלת השפעה

מקרנות הון אשר יציעו מחיר מסוים עבור כל מניה ומניה. במקרים דומים בחו"ל, היוזמה באה מצידם של חלק מבעלי השליטה בחברות, אשר מעוניינים למכור את חלקם, ויוצרים את התנאים להפיכת החברה מציבורית לפרטית.

לא כולם אוהבים את הקרנות

הניסיון שהצטבר בחו"ל יכול להצביע לא רק על אפשרויות של צמיחה מהירה של פעילות קרנות השקעה, אלא גם על קשיים בהבנת פעולתן, ואף התנגדות להן, בקרב חלקים של הציבור וקובעי המדיניות. באירופה, במיוחד בגרמניה, עוררה הפעילות של קרנות ההשקעה התנגדות, אשר התבססה על הכוונה המוצהרת של כל קרן להביא למימוש אחזקות כעבור זמן מוגבל.

מצבת העובדים בחברות שעברו לבעלות PE (משווה לחברות דומות שלא עברו לבעלות PE)

קטגוריה	השפעה על התעסוקה 5 שנים לאחר המעבר
ייצור	-2.4%
קמעונאות	-9.6%
שירותים	-9.7%
פיננסים, ביטוח ונדל"ן	גדולה מאוד
כל הסקטורים	-10.3%

מקור: Harvard/WEF 2008

טענה נוספת אשר מושמעת לא פעם, עם דרגות שונות של קשר למציאות, נוגעת למה שנתפס כ"העדר שקיפות" של קרנות השקעה. אך כלפי מי צריכה הקרן להיות שקופה? האם מדובר במתן דיווחים שוטפים לשותפים באחריות מוגבלת, או שמא לעובדים ולמחזיקי עניין אחרים של חברות נרכשות? הסודיות והחתירה לפרטיות שאופפות קרנות השקעה יצרו, לא פעם, מתיחות בקרב עובדים ובעלי עניין

האפשרויות, אשר יכולות להתאים לקרנות גדולות בחו"ל, היא מטבע הדברים מוגבלת מאוד. קרנות אלה השקיעו אומנם בחברות ישראליות, אך מדובר היה ברכישות בסכומים חריגים למדי לגבי המשק הישראלי. לכן, ההנחה המקובלת הייתה, ועודנה, שרוב העסקאות שיתבצעו בשנים הקרובות יהיו בסכומים קטנים עד בינוניים. הנחה זו מתחזקת נוכח התנאים הקיימים בשווקים הפיננסיים בעולם. עם זאת, תהיה זו טעות לחשוב שאופי זה של פעילות יתאים אך ורק לקרנות ישראליות, שכן בהחלט אפשר לחשוב על מצב בו קרנות בינוניות, ואף קטנות, באירופה או בארה"ב, יביעו עניין בחברות ישראליות על רקע התחרות הגוברת בין קרנות על עסקאות בעלות פוטנציאל. מדובר, בעצם, על קבוצה גדולה מאוד של חברות בינוניות, חלקן משפחתיות, חלקן חברות פרטיות וחלקן קיבוציות, אשר יהפכו להיות, בשנים הקרובות, מקור אפשרי של עסקאות. חלק מחברות אלה נמצאות גם בבעלות של תאגידים אחרים, או חברות אחזקה גדולות. ההנחה המקובלת בקרב מנהלים מקומיים של קרנות השקעה היא, שהפוטנציאל בתחום זה, המכונה Mid market, הוא גדול מאוד.

למעשה, חייבים להביא בחשבון שהגורם אשר יניע כל אחד מבעלי השליטה בחברות אלה למכור אותן, או את חלקן, לקרנות ההשקעה יהיה שונה ממקרה למקרה. במקרה של חברות משפחתיות, ייתכן שיהיה מדובר בשלב של העברת הניהול בחברה לדור הבא. במקרים אחרים, הבעלים יכולים להגיע למסקנה כי אין ביכולתם למצוא מקורות מימון לצורך התרחבות החברה, והיא הגיעה למיצוי מלוא הפוטנציאל שלה. במקרה כזה, הפנייה לקרן ההשקעה תהיה, לעתים, במטרה למכור את מלוא השליטה, ובמקרים אחרים ליצור שותפות בשליטה. אפשרות נוספת היא של מכירת חטיבה או חברה בת של תאגיד אחר, או של חברת אחזקות, כדי למצוא מימון לפעילות התאגיד כולו, הן כדי לממן את התרחבותו, הן כדי למכור יחידה אשר אינה בליבת העסקים של התאגיד, והן כדי למצוא מקורות מימון לתאגידים אשר מתמודדים עם קשיי נזילות¹.

אלה הם, אם כן, המקורות האפשריים של עסקאות בעתיד הקרוב. אליהם צריך, אולי, להוסיף מקרים של הפיכת חברות ציבוריות לפרטיות באמצעות הצעת רכש לכל בעלי המניות. כפי שכבר הוסבר לעיל, סוג זה של פעילות מתקיים בישראל – לא רק על ידי קרנות רכישה – אך במינון נמוך מהמקובל במדינות אחרות. עם זאת, ייתכן שהתדירות של הצעות כאלה תגבר בעתיד, במיוחד עם צבירת ניסיון בעסקאות בהן מעורבות קרנות השקעה. במקרה זה אפשר יהיה לראות מקרים של חברות ציבוריות אשר הופכות לפרטיות. צריך לזכור, כי רבות מאותן חברות רשומות למסחר נמצאות, בעצם, בשליטה של המשפחה, או הקבוצה, המייסדת. היוזמה לכך לא צריכה לבוא בהכרח

¹ ספק אם ניתן יהיה בעתיד למדוד באופן מדויק את היקף המכירות של חברות, או חברות בנות, הנובעות מקשיים אליהם הן או חברת האם שלהן נקלעו. יש להניח שלחפות חלק מהמקרים האלה יוצגו בעתיד כפעילות רגילה של מכירת חברות לקרן רכישה, ולא כמכירה שנבעה ממצוקת נזילות.

בקביעת המבנה וההתנהגות של המגזר העסקי, במקרה זה ענפי הטכנולוגיה העלית בישראל, המאופיינים בשילוב בכלכלה הגלובלית, בגיוס הון בחו"ל ובניהול אשר צריך לעמוד בתקנים של התעשייה המקבילה בארה"ב.

כאשר מדברים על ההשפעה העתידית של קרנות רכישה על המשק כולו, ניתן להשליך מדוגמא זו על מה שצפוי בתחומים רבים של המגזר העסקי. מדובר בירידה, לאורך זמן, במשקלן של פירמות משפחתיות וותיקות, בעלייה בדרישות הניהול של חברות רבות, במתן עדיפות להגברת היעילות, ובסופו של דבר לעלייה במשקל של חברות ציבוריות בעקבות מימוש ההשקעה באמצעות הנפקות.

שינוי בכללי המשחק בשוק ההון הישראלי. נקודה זו הודגשה בניתוח לעיל, אך כדאי לשוב ולציין את ההשפעה העמוקה שיהיו לקרנות ההשקעה על השוק המקומי, אם מימוש ההשקעה ייעשה באמצעות הנפקה בבורסה לניירות ערך בתל אביב. למעשה, תנאי יסודי הדרוש לצמיחת שוק קרנות ההשקעה בישראל הוא קיומו של שוק הון מפותח, אשר יבטיח אפשרות של מימוש ההשקעה בבוא היום, בדרך של הנפקה. במקביל, קיומן של קרנות ההשקעה הוא אחד הגורמים שיכולים לדחוף לשכלול משמעותי של שוק ההון, בשל הדחיפה שכל הנפקה יוצרת לפיזור מניות בין הציבור והקטנת חלקם של בעלי שליטה.

שינוי בגישת משקיעים מוסדיים לניהול נכסים. אין זה סוד שעבור משקיעים מוסדיים רבים בישראל, החיפוש אחרי תשואה עודפת הובילה לאסטרטגיות השקעה אשר הדגישו, לא פעם, נטילת סיכונים מעבר לסיכוני השוק, בערוצים המסורתיים של מניות ואגרות חוב. תוכנית אפקטיבית של השקעה חלופית, במיוחד בקרנות ההשקעה, תאפשר להקטין את התלות בבחירת מניות או אג"ח בודדות, ולהגדיל את המשקל של השקעות חלופיות ביצירת תשואה עודפת. הדבר יקטין את הצורך בנטילת סיכונים גדולים יותר בניירות ערך סחירים, ועשוי לתרום לשינוי בדפוסי ההשקעה של גופים מוסדיים בישראל.

הגברת השילוב של ישראל בשווקים גלובליים. קרנות זרות החלו לרכוש בשנים האחרונות חברות ישראליות גדולות, וקרנות שניוניות מחו"ל כבר הופיעו בישראל כרוכשות של תיקים של כמה מחברות האחזקה הגדולות במשק. בעתיד אפשר יהיה לראות גם רכישות של חברות בינוניות, במיוחד כאלה שיש להן פוטנציאל ייצוא גדול. במקביל, משקיעים מוסדיים ישראלים, המנהלים את נכסיהם של רוב אזרחי ישראל, יהיו פעילים יותר בהשקעה בקרנות זרות, ובעקיפין, יביאו לפיזור גיאוגרפי גדול יותר של סיכונים.

בחברות שונות, במיוחד באירופה, על רקע חששות מפני פיטורים או העברת שליטה בחברות גדולות לידי חברות אשר לא מרבות להיחשף, אשר מטרתן המוצהרת היא למכור את החברות הנרכשות תוך פרק זמן מוגדר.

שאלות אלה יופיעו בישראל, ולמעשה יתכן שקו מחשבה כזה כבר ישפיע על עסקאות עתידיות. עם זאת, סביר להניח שככל שהפעילות של גופים אלה תגבר, כך תקטן מידת החששות בקרב עובדים, בעלי עניין אחרים וגם קובעי מדיניות.

שקיפות כלפי השותפים

נשאלת השאלה, מה מידת השקיפות הנדרשת ומה היקף הדיווחים שהשותפים בקרנות השקעה אמורים לקבל על כל חברה וחברה. אין ספק שיש פה פוטנציאל להתנגשות בין האינטרס של מנהל הקרן הבודדת לבין אינטרס המשקיעים, שהם קבוצת השותפים המוגבלים בקרן. אלה האחרונים, במיוחד אם הם משקיעים מוסדיים, מעוניינים בשקיפות גדולה ובדיווחים תקופתיים מפורטים על הנעשה בכל חברה שבתיק. השותף הכללי, לעומת זאת, מעוניין, מטבע הדברים, בקרן אשר יכולה לפעול לטווחים ארוכים, בלי הלחץ של דיווח רבעוני, על פי שיקולים של חברה פרטית.

גם במקרה זה, יש לשער שהפוטנציאל להיווצרות של ניגוד עניינים כזה בישראל ילך ויגדל עם הזמן, בגלל "תרבות התשואות" אשר התפתחה בשוק המקומי. תרבות זו דוחפת להתמקדות בהישגי הטווח הקצר, ויוצרת לחץ על המשקיעים המוסדיים. גורם לחץ נוסף הן הדרישות הגוברות מצד מערכת ההסדרה הפיננסית לדיווחים שוטפים מצד המשקיעים המוסדיים לעמידתם.

סיכום ביניים: השפעת הקרנות על המשק הישראלי

הניתוח מציג מספר ערוצים בהם תעשיית קרנות ההשקעה משפיעה, ועתידה להשפיע עוד יותר, על המשק הישראלי. מדובר בהשלכות ארוכות טווח ובעלות חשיבות גדולה מאוד:

שינוי עמוק ויסודי במבנה המגזר העסקי. ניסיון תעשיית ההון סיכון מראה עד כמה יכולה להיות חזקה ההשפעה של קרנות ההשקעה

פרופימקס השתתפה עם OA Development, בין יתר השקעותיה, ברכישת קרקע לפיתוח פארק משרדים
בצפון קרוליינה, ארה"ב, בשווי כולל של \$9,700,000





סיכוי מול סיכון

המשקיעים המוסדיים, בעידוד האוצר, הולכים ונחשפים לעולם קרנות ההשקעה • פוטנציאל השקעה אדיר, עד 40 מיליארד שקל, מצד אחד, ו"מלחמת תשואות" מצד שני, הופכים את ההחלטה של מנהלי החיסכון לטווח ארוך - האם להשקיע בקרנות, ואם כן כמה כסף - לקריטית

האוצר מתקן את התקנות

במסגרת הליברליזציה בשוק ההון, פירסם אגף שוק ההון באוצר, במהלך השנים האחרונות, סדרה של שינויים לתקנות ההשקעה של גופים מוסדיים שאפשרו להם להקצות מקורות לנכסים לא סחירים. בזכות שינויים אלה החלו קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח להשקיע בנכסים לא סחירים – בעיקר אג"ח קונצרניות לא סחירות, וחלק קטן גם בהשקעות חלופיות, ובכלל זה בקרנות השקעה.

כאמור, במשך הזמן ננקטו צעדים אשר עודדו את ההשקעה בקרנות השקעה. הצעד המשמעותי ביותר בוצע ב-2003, אז בוטלה הדרישה לפיה תשלום דמי ניהול למנהל הקרן ייגבה מתוך דמי הניהול שנגבים מהעמיתים של גופים מוסדיים, כאשר מאותה השנה, דמי הניהול לקרן הון שולמו מתוך נכסי הקרן, ולא מתוך דמי הניהול ששולמו לגוף המוסדי הישראלי. המהלך הפך את ההשקעה בקרן לכדאית, והשתלב עם מהלכים אחרים אשר עודדו את צמיחת תעשיית קרנות ההשקעה בישראל.

ביולי 2008 פירסם משרד האוצר את תקנות ההשקעה החדשות לגופים מוסדיים, אשר מבקשות להסדיר את הנהלים השונים הקיימים בגופים מוסדיים ולהסיר מכשולים אחרים בדרך להשקעה בקרנות השקעה.

כך, למשל, התקנות החדשות מבטלות את הדרישה מחברות הביטוח לקבל אישור מוקדם מהמפקח על הביטוח לכל קנייה של יחידות בשותפות מוגבלת, כגון יחידות בקרן השקעה. בשנים האחרונות אישור כזה ניתן לכל חברות הביטוח ללא בעיות, כך שקיומה של הוראה זו הפך להיות מיותר, והתקנות החדשות באות לתקן מצב זה.

התקנות החדשות מבטלות גם את הדרישה לפיה כל חוזה של השקעה בשותפות מוגבלת יכול סעיף מפורש שקובע שהגוף המוסדי הישראלי יכול למכור את היחידות שלו בכל רגע נתון. כפי שצוין בגוף המחקר, ההשקעה בקרן מתנהלת בדרך ייחודית, ולכן קיומה של דרישה כזו לא תאם את המציאות.

לבסוף, התקנות החדשות מתירות למשקיע מוסדי ישראלי להחזיק עד 40% מקרן השקעה בודדת, בניגוד לשיעור אחזקה של כ-20% בעבר, והדבר יאפשר גמישות גדולה יותר לגופים מוסדיים מול קרנות השקעה מקומיות או קרנות השקעה קטנות.

השקעה בקרנות השקעה אינה דבר חדש עבור חלק מהמשקיעים המוסדיים בישראל – קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח. כבר לפני שנים החלו חלק מאותם גופים לפתח יכולות בכל הקשור להשקעה באפיקים חדשים, במסגרת ניסיונם לגוון את ערוצי ההשקעה ולהביא להעלאת התשואה מהתיק המנוהל. ההשקעה בקרנות השקעה היא חלק ממה שמכונה השקעה חלופית (Alternative Investments), אותם אפיקי השקעה אשר אינם נכללים בהשקעה בפיקדונות, באג"ח או במניות, וכוללים גם השקעה בקרנות גידור, בנדל"ן, בסחורות ובמיזמים בתחום התשתיות.

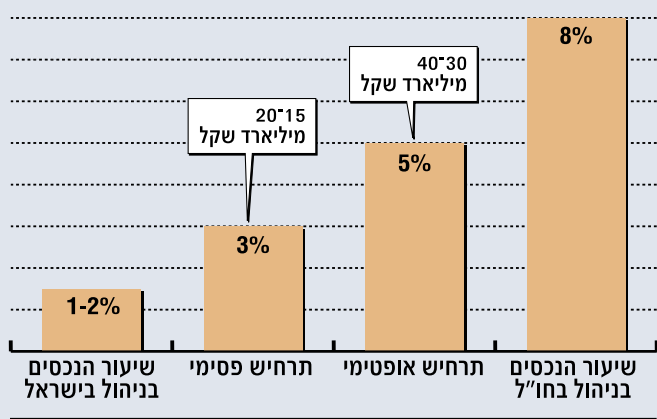
באופן עקרוני, הגורם אשר סלל את הדרך בפני משקיעים מוסדיים להשקיע בקרנות אלה הייתה מערכת ההסדרה, ובמיוחד אגף שוק ההון במשרד האוצר, מאז תחילת העשור. שורה של שינויים בתקנות השקעה, שהתקבלו החל מ-2001 ו-2002, אפשרו השקעה של גופים מוסדיים בנכסים לא סחירים, לרבות קרנות גידור, קרנות נדל"ן, קרנות מימון ביניים (מזנין), קרנות רכישה ואגד קרנות. כללים לשערוך של השקעות קופות גמל בקרנות השקעה פורסמו על ידי האוצר ב-2004. בהמשך הלכו והתרחבו אפשרויות ההשקעה, במיוחד בכל מה שנוגע לקרנות זרות, במסגרת השינויים במיסוי רווחים מחו"ל.

נכונות מערכת ההסדרה לאפשר השקעות של גופים מוסדיים בקרנות השקעה שיקפה תופעה בינלאומית. בגלל התכונות המיוחדות של הקרנות – הגברת היעילות של פירמות, הגברת כוח התחרות של המשק וגיוון אפשרויות השקעה – ממשלות וארגונים שונים בעולם ראו לנכון לעודד השקעת גופים מוסדיים באפיק זה. הסיבה לכך היא, שגופים מוסדיים נחשבים כאחד ממקורות המימון העיקריים של קרנות השקעה, לצד בנקים, קרנות של מוסדות ללא כוונות רווח ופרטים אמידים מאוד.

יתר על כן, גם אם מדובר בקרנות העוסקות ברכישת חברות פרטיות, או בהפיכת חברות ציבוריות לפרטיות, הרי שבמקרים רבים, מימוש ההשקעה של הקרנות נעשה על ידי הנפקה בבורסה של כל מניות החברה, או מרביתן. הדבר מסייע לפיזור חלקים גדולים יותר של מניות החברות הציבוריות בקרב הציבור. במקרה של ישראל, יש לכך חשיבות הטמונה באפשרות לצמצם את שיעור ההחזקות של בעלי שליטה בסך המניות של חברות ציבוריות, ובדרך זו לשכלל את פעילות שוק ההון הישראלי. בנוסף, מנקודת הראות של אגף שוק ההון באוצר, ההשקעה בקרנות השקעה מסייעת לפיזור של סיכונים שוק, במיוחד בכל הקשור להקטנת התלות בשוק המקומי והגדלת ההשקעה בחו"ל. לבסוף, השקעה בקרנות עשויה להיות גורם שמעלה את התשואה שמקבלים העמיתים של המשקיעים המוסדיים, בשל התשואה העודפת המושגת באמצעות השקעה בהן, אם הדבר נעשה באופן מיטבי.

בחסות:

שיעור הקצאה של משקיעים מוסדיים לקרנות השקעה - תרחישים אפשריים



מקור: נתונים ותחזיות גלובס מחקרים

החלטות להגדיל בצורה ניכרת את ההשקעה בקרנות השקעה, לעתים אפילו עד כדי שיעור של כ-5% או יותר מתיק הנכסים. אלא שדרוש זמן לא קצר כדי לממש החלטה זו, מכיוון שדרושה מיומנות בתחום הקרנות כדי לעשות כן בצורה מיטבית תוך בחירת קרנות טובות.

צריך גם לזכור את ההבדל בין הבטחה להשקיע כסף לבין השקעה בפועל, כפי שהוסבר לעיל. לכן, גם גוף מוסדי בעל יכולות בתחום הקרנות לא יכול להציג אלא השקעה יחסית מוגבלת בפועל בקרנות השקעה - כ-1% בקירוב מסך נכסיו - אך שיעור זה יגדל בהתמדה בשנים הבאות. לעומת זאת, ישנם גופים עם הקצאה נמוכה לקרנות אלה, אשר סביר להניח שיישארו באותו מצב גם בעתיד הקרוב.

התיאור לעיל מסביר מדוע, על פי ההערכות הקיימות בקרב חלק מהגופים המוסדיים בישראל, היקף ההשקעות בקרנות השקעה עומד לגדול בצורה משמעותית בשנים הבאות. נכונות זו אינה תופעה ישראלית בלעדית. סקר שבוצע לאחרונה עבור PricewaterhouseCoopers¹ מגלה, כי כ-40% מהגופים המוסדיים באירופה ובארה"ב צפויים להגדיל בעתיד הקרוב את השקעותיהם בקרנות השקעה, ורק 14% צופים שיקטינו השקעה זו.

כדי להבין את הפוטנציאל הטמון בכסף מוסדי ישראלי להשקעה בקרנות השקעה, צריך להתייחס לנתונים הקיימים בחו"ל, ולהקיש מהם לגבי

המוסדיים הרימו את הכפפה

נכונות מערכת ההסדרה לאפשר השקעות בקרנות השקעה הייתה תנאי הכרחי, אך לא מספיק, להפניית משקיעים מוסדיים להשקעות חלופיות בכלל, ולקרנות השקעה בפרט. תנאי נוסף לכך הוא **פיתוח של רצון ויכולת מצד המשקיעים המוסדיים** עצמם לעסוק בהשקעות אלה. בהקשר זה כדאי לציין, כי קצב התפתחות ההשקעה בקרנות לא היה אחיד על פני כל המשקיעים המוסדיים. חלקם החלו להתנסות בסוג זה של השקעה כבר לפני מספר שנים, חלקם החלו להקצות לכך משאבים רק לאחרונה וחלק אחר עדיין בעמדת התחלה.

מבין קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח אשר החלו להשקיע בקרנות השקעה לפני מספר שנים, רק חלק קטן השקיע בקרנות זרות, כך שחלק לא קטן מההשקעות הקיימות הוא בקרנות ישראליות. למעשה, פעילות ההשקעה של גופים מוסדיים עקבה אחרי ההתפתחות של קרנות השקעה ישראליות. כפי שהודגש בפרקים הקודמים, בתחילה הקרנות הישראליות היו בעיקר קרנות הון סיכון; הקרן הראשונה שלא נכללה בקטגוריה זו הייתה קרן מזנין, ורק בהמשך הדרך, ובהדרגה, החלו להופיע קרנות רכישה. מסלול התפתחות זה אפשר למשקיעים המוסדיים המקומיים היכרות הדרגתית עם סוג זה של השקעה.

יודגש שוב שתמונת מצב ההשקעה של גופים מוסדיים בקרנות השקעה הינה מורכבת. בין הגופים השונים ניכרים הבדלים משמעותיים בכל הקשור להיקף ההשקעה בקרנות, לשיעור ההשקעה מסך הנכסים, לפיזור בין קרנות ישראליות לחו"ל, ולייעוד הקרנות בהן משקיעים הגורמים המוסדיים, על פי ענפים, סוג של פעילות ופיזור גיאוגרפי. כפי שיודגש להלן, הבדלים מהותיים קיימים גם בידע ובמיומנויות מנהלי ההשקעות של גופים מוסדיים שונים, העוסקים בהשקעות בקרנות וחשיבות תופעה זו תלך ותגבר עם הזמן.

כסף מוסדי ישראלי: הפוטנציאל עצום

בטרם ישורטט מעין מתווה של התפתחות ההשקעה של גופים מוסדיים בקרנות השקעה, כדאי להבהיר את תמונת המצב בנוגע להקצאת המקורות של גופים מוסדיים להשקעה בקרנות. כפי שתואר לעיל, הזינוק הממשי של פעולת קרנות השקעה בקרב גופים מוסדיים מקומיים, ובמשק הישראלי בכלל, התרחש רק לפני שלוש או ארבע שנים. עם זאת, לא כל הגופים המוסדיים החלו את היערכותם באותו מועד, ובאותה מידה של מחויבות. הגופים המוסדיים אשר החלו ראשונים להקדיש משאבים לנושא גיבשו, בהמשך הדרך ובסיוע היועצים החיצוניים,

¹ Transparency versus returns: The institutional investor view of alternative assets
 PricewaterhouseCoopers – March 2008

בשלב מאוד התחלתי של השקעתם. סייג נוסף נובע ממגבלה חמורה של כוח אדם הבקיא בתהליכי השקעות בקרנות, בקרב חלק מהגופים המוסדיים. סייג שלישי מתייחס לתנאים המיוחדים של השוק בעידן שלאחר משבר ה"סאב-פריים", כאשר יש רתיעה מנטילת סיכונים חדשים.

קיימת השפעה הדדית בין גידול שיעור הנכסים המוקצה לקרנות השקעה, לבין המעבר לשלבים מתקדמים של השקעה בידי מוסדיים. השפעה זו עשויה ליצור דינמיקה אשר מביאה לשינוי בדפוס הפעולה, בד בבד עם הגדלת ההשקעה



לכן, ייתכן כי צריך להעלות השערה חלופית, לפיה היקף ההקצאה לקרנות השקעה של גופים המנהלים חיסכון לטווח ארוך יהיה מצומצם יותר. גם תחת ההנחות הפחות אופטימיות, אפשר עדיין לדבר על גידול יחסית מהיר בשיעור הנכסים המושקע בקרנות, אשר יוכל לעומת השיעור הקיים. כלומר, הגידול יהיה לכ-3% מסך הנכסים ויגיע לכ-15 עד 20 מיליארד שקל³.

שלבי התפתחות ההשקעה המוסדית בקרנות

הניתוח לעיל התייחס באופן כללי להתפתחות הכמותית של ההשקעה המוסדית בקרנות השקעה, ולגורמים המניעים אותה, אך לא לתוואי ההתפתחות האפשרי במשק הישראלי. למעשה, תוואי זה מעוצב, במידה רבה, על ידי השינויים בתקנות ההשקעה, השינויים בתוך הגופים המוסדיים והשינויים בענף קרנות ההון, בישראל ובעולם.

ניתן לזהות בישראל שלושה שלבים בהתפתחות ההקצאה לקרנות השקעה על ידי גופים מוסדיים:

בשלב הראשון, המשקיעים המוסדיים נמנעו מהשקעות כאלה, בין אם כתוצאה ממגבלות של תקנות השקעה ובין אם מחוסר היכרות עם התחום. למרות הסרת מגבלה זו, חלק קטן מהמשקיעים המוסדיים בישראל עדיין נמצאים בשלב זה.

בשלב השני, לאחר השינויים בתקנות השקעה על ידי מערכת ההסדרה, החליטו חלק מהגופים המוסדיים להיכנס לתחום, כדי לגוון

היקף אפשרי של השקעות גופים מוסדיים ישראלים בקרנות אלה. על פי הערכות שונות, היקף ההשקעה של גופים מוסדיים בחו"ל באפיק זה מגיע לכ-8% מסך התיק המנוהל. במקרים מסוימים מדובר בשיעור השקעה גדול אף יותר, כמו במקרה של קרנות של אוניברסיטאות בארה"ב. לעומת זאת, בישראל שיעור הנכסים בניהול המושקעים בקרנות השקעה מגיע לפחות מ-1% מהנכסים בניהול במקרים לא מעטים, ולכ-1.5% עד 2% בקרב הגופים שהקדימו את תהליך הקצאת משאבים לקרנות.

אם מניחים עלייה בשיעור ההקצאה לקרנות השקעה, בדומה לזו שהתרחשה בחו"ל, במיוחד בשנות ה-90, הרי שניתן להגיע תוך מספר שנים להיקפים גדולים הרבה יותר, ובאמצע העשור הבא עשויה ההשקעה של משקיעים מוסדיים ישראלים להגיע לכ-5% מסך התיק, שיעור יעד שעומד ביסוד התוכניות של חלק מהגופים המוסדיים בישראל, אך עדיין מתחת לממוצע הבינלאומי. מדובר בסכומים אשר עשויים להתקרב לכ-30 עד 40 מיליארד שקל תוך מספר שנים.

מה יניע את התהליך

גורמים התומכים בהנעת תהליך הגידול:

- המאמץ להביא להגדלת התשואות של כל גוף מוסדי, במסגרת התחרות הקיימת בשוק החיסכון לטווח ארוך².
- הפעילות בקרנות השקעה הפכה להיות מוכרת בקרב גופים מוסדיים, ומספר מנהלי ההשקעות בעלי רמת בקיאות סבירה בתחום הולך ועולה.
- העניין שיש, ויגבר, בקרב חברות המנהלות קרנות לגייס כספים בישראל. המשק הישראלי תעשייתי ומפותח, והוא מהאחרונים להצטרף לשוק קרנות השקעה, כאשר פוטנציאל ההשקעה כאן יכול להגיע עד כדי 40 מיליארד שקל.
- עם זאת, כדאי מאוד להביא בחשבון סייגים שונים, וחשובים, לאפשרות שההשקעה המוסדית אכן תתפתח לממדים שצוינו. הסייג החשוב ביותר נוגע לאותו חוסר אחידות בהתייחסות לקרנות השקעה בין גופים מוסדיים שונים, ולעובדה שחלק לא קטן מהם נמצא עדיין

² בהקשר זה חייבים לציין, כי התחרות באמצעות השוואת תשואות בפרקי זמן קצרים היא גורם אשר מפריע מאד להתפתחות של השקעה בנכסים כמו קרנות השקעה, אשר מטבען מתייחסות לטווח ארוך.

³ מדובר באומדן גס, המבוסס על ההנחה, כי במהלך השנים הקרובות חלק מהנכסים עליהם התחייבו משקיעים מוסדיים בישראל אכן יוקצו לקרנות השקעה.

השקעות נוספות כאלה. מצד שני, ככל שישנה נכונות גדולה יותר להקצות חלק מהנכסים לקרנות השקעה, כך גדלים הסכומים המופנים למטרה זו. השפעה הדדית זו עשויה ליצור דינמיקה אשר מביאה לשינוי בדפוסי הפעולה של המשקיעים המוסדיים, בד בבד עם הגדלת היקפי ההשקעה.

שיקולי השקעה של המוסדיים

השקעה של גופים מוסדיים בקרנות השקעה היא חלק מאסטרטגיה כוללת, עליה מחליטה ועדת ההשקעות בבואה לקבוע את הקצאת המשאבים בין אפיקי השקעה שונים. כמובן שהשיקולים העיקריים במקרים אלה הם של תשואה מול סיכון, ואלה מהווים את הרובד הראשון של החלטת ועדת ההשקעות. מזווית ראייה זו, ההקצאה לקרנות, כחלק מהשקעות חלופיות – אפיקי ההשקעה אשר אינם נכללים בהשקעה בפיקדונות, באג"ח או במניות – מהווה נדבך חשוב במאמצי מנהלי השקעות להשיג תשואה עודפת, במסגרת התחרות מול גופים אחרים, בפרט בשוק הישראלי, בו התפתחה "תרבות של תשואות" בשנים האחרונות.

באופן סכמטי ניתן להגיד, על סמך הניסיון שהצטבר בעולם בעשרות השנים האחרונות, כי מנהלי השקעות בגופים מוסדיים יכולים לצפות לתשואה חד ספרתית, בשיעור של כ-5% ואף פחות, מהשקעותיהם באג"ח, ובפרט באג"ח מדינה.

ההשקעה במניות מניבה, בממוצע רב שנתי, תשואה גבוהה יותר, שעשויה להגיע, בתקופות טובות, לרמות דו ספרתיות, אך בגבולה התחתון עומדת על כ-10%. לעומת זאת, מהשקעה בקרנות השקעה הציפייה היא לקבל תשואה רב שנתית אשר יכולה להגיע, על פי הניסיון ההיסטורי ב-30 השנים האחרונות, ל-15% עד 20%, זאת לאחר ניכוי דמי ניהול ועלויות אחרות, אשר הן, בדרך כלל, גבוהות למדי במקרה של השקעות חלופיות.

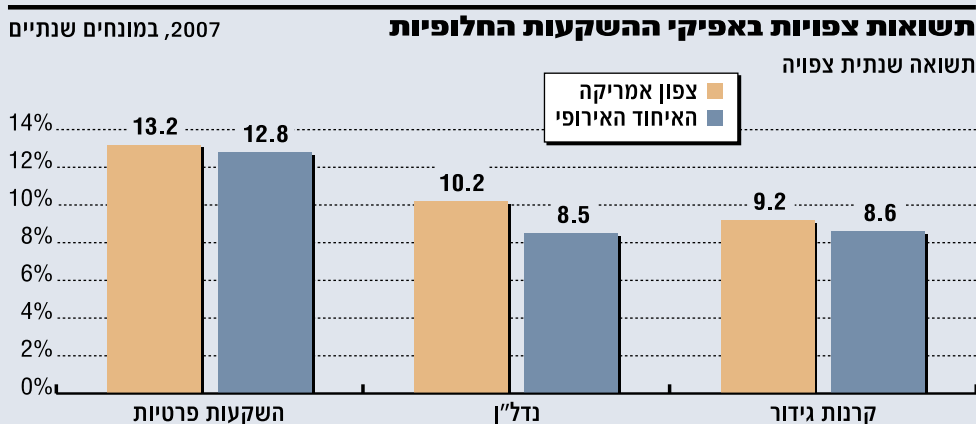
חשוב לזכור, כי שיעורי התשואה באפיקי ההשקעה האלה מייצגים ממוצעים רב שנתיים, על פני מספר רב של קרנות השקעה, ומטבע הדברים ההבדלים בין קרן לקרן גדולים למדי, בכל הקשור לרווחיות. כדאי גם לציין, כי התשואה הגבוהה קשורה, מטבע

את אפיקי ההשקעה ולהגדיל את התשואה, אך הדבר נעשה על בסיס של הזדמנויות שנקרות בדרך, ולא על סמך תוכנית אב יסודית. על פי ההערכה הכללית, זהו השלב המאפיין, עדיין, לא מעט גופים מוסדיים בישראל.

בשלב השלישי, ההשקעה בקרנות השקעה היא חלק מתוכנית כוללת, אשר מגדירה תכונות וקריטריונים לבחירת קרנות – כמו למשל התחומים בהם הקרן משקיעה, העלויות השונות, מידת השקיפות של הקרן כלפי השותפים באחריות מוגבלת, ההיסטוריה של מנהלי הקרן, הפיזור הגיאוגרפי של ההשקעה ועוד. במילים אחרות, לא מדובר עוד בהשקעות מזדמנות – לעתים על פי הצעות שמתקבלות מקרנות המבקשות לגייס משקיעים – אלא על חיפוש פעיל של קרנות על ידי המשקיע המוסדי על פי התוכנית שהותוותה מראש. באותם גופים אשר גיבשו תוכנית כזו, הדבר נעשה לא פעם בעזרת היועצים החיצוניים, אשר סייעו בגיבוש השקפה לגבי השיעור הרצוי של הקצאת מקורות לקרנות השקעה, וקביעת הקריטריונים להקצאה בין סוגי הקרנות.

למעשה, ליועצים החיצוניים יש תפקיד של מעין חונך עבור העובדים של גופים מוסדיים העוסקים בקרנות השקעה. אך בחונכות לא די, שכן, כמו בתחומים רבים אחרים בהם פעילים הגופים המוסדיים, ההקצאה לקרנות כרוכה ב"לימוד תוך כדי עשייה", כאשר הולך ומצטבר ניסיון, בדרך כלל בקרב קבוצת מנהלים אשר התמחתה בכך במהלך השנים.

אפשר לומר, כי קיימת השפעה הדדית בין גידול שיעור הנכסים המוקצה לקרנות השקעה, לבין המעבר לשלבים מתקדמים של השקעה בידי גופים מוסדיים. מצד אחד, ככל שעולה התחכום והניסיון של גופים מוסדיים, כך גוברת המוטיבציה, וקטנים החששות לבצע



באדיבות הפניקס

מקור: The 2007-2008 Russel Survey on Alternative Investing

בחסות:

שאינה בלעדית לישראל. הסקר של PwC, שכבר צוטט, מצא, כי רבים מהמשקיעים המוסדיים בעולם שמים דגש הולך וגובר על הדרישה לשקיפות בכל הנוגע לקבלת החלטות על סיכונים וניהולם. הדרישה לשקיפות מתייחסת גם לתשתית התפעולית של כל קרן ולגיוס של מנהלים חדשים. לגבי משקיעים מוסדיים ישראלים, אשר כבר ביצעו השקעות בקרנות, לממצאים אלה יש חשיבות מיוחדת, שכן, על פי הסקר, סוגיות אלה הן שיקבעו את ההחלטות של גופים מוסדיים באירופה באשר להשקעה חוזרת בקרנות.

ממצאי הסקר מצביעים על גורם נוסף בעל חשיבות רבה עבור משקיעים מוסדיים. ישנם פער גדולים, גם בחו"ל, ביכולות של משקיעים מוסדיים "לשאול את השאלות הנכונות" את מנהלי הקרנות בהן השקיעו בעבר או שוקלים להשקיע בהן בעתיד. מנהלי קרנות לא תמיד מנדבים מידע לגבי המתודולוגיות לניהול סיכונים או להערכת שווי חברות. אם אכן לא קיימת יכולת עצמאית לשאול שאלות רלבנטיות בתחומים אלה, ולהעריך את התשובות, ברור כי המשקיע המוסדי יהיה חשוף לסיכונים גדולים יותר.

בעיות אלה מתקשרות לחוסר יכולת להגדיר, בצורה ברורה, קריטריונים להשוואה בין קרנות שונות, מה שגורר, לעתים קרובות מאוד, תלות גדולה ביועצים אשר אמורים להכיר את הקרנות השונות. תלות זו יוצרת הבחנה בין אותם גופים עם יכולות הערכה משלהם, לבין גופים אשר מסתפקים בשירותים של יועצים חיצוניים, כפי שיודגש להלן.

הדברים, לרמת סיכון גבוהה למדי ברמת הקרן הבודדת. בנוסף, צריך לזכור, כי גופים מוסדיים אמורים להשקיע בקרן אשר אינה סחירה, ולעתים עלול להיות קשה לממש את ההשקעה, לפני תום תקופת הקרן - בדרך כלל עשר שנים - אלא רק בדרך של מכירה למשקיע אחר או לקרן שניונית במחיר נמוך מהשווי ההיסטורי. גורם זה הופך את ההשקעה בקרן השקעה למסוכנת ולמורכבת למדי, מנקודת ראות מקבלי ההחלטות בתחום ההשקעות בגופים מוסדיים. כפי שיודגש להלן, הדבר עלול ליצור מגבלות על היקפי הסכומים אשר יוקצו על ידי גורם מוסדי, גם אם הוא גדול, בקרנות בודדות.

הסיכונים בהשקעה בקרנות

ככל השקעה אחרת, גם הקצאת כספים לקרנות השקעה כרוכה בנטילת סיכונים. אולם בניגוד להשקעה בנכסים סחירים, קשה להגדיר קריטריונים ברורים למידת הסיכון המקובל. הקושי מתעצם בשל ההיכרות המוגבלת של המשקיעים עם כל קרן וקרן, מידת היצמדות הקרנות למדיניות השקעות מוצהרת ומידת יכולתן להפיק רווחים מתיק החברות שברשותן.

בנוסף לכך, גופים מוסדיים מתקשים לעתים להבין בצורה מדויקת את מבנה והיקף העלויות שישולמו למנהל הקרן. מעבר לכך, ולעתים זו הבעיה המרכזית, מתקשים המוסדיים להעריך את הרלבנטיות של ביצועי הקרנות בעבר לגבי התשואה בעתיד. אחת הסיבות לכך היא, שמאחורי כל קרן השקעה עומדים מנהלים ספציפיים, אשר מגלמים את הידע, המיומנות והניסיון בביצוע העסקאות. לגוף מוסדי

ישראלי אין תמיד את היכולת לעקוב אחרי תנועות של מנהלים בין קרנות, ומה משמעותן לגבי הביצועים שלהן בעתיד.

כלומר, מזווית הראייה של הגוף המוסדי, הסיכונים בהשקעות בקרנות השקעה גוברים נוכח מה שנתפס בעיניו כחוסר שקיפות של הגופים המנהלים קרנות. למעשה, שקיפות מרבית בכל הנוגע לקבלת החלטות, וניהול סיכונים, מחפה, לפחות במידת מה, על חוסר היכולת להעריך עד כמה ביצועי העבר מלמדים על העתיד. כמו בתחומים אחרים, מדובר בבעיה

סקר מוסדיים בחו"ל - הערכות לגבי הקצאות לאפיקי השקעה חלופיים

(מתייחס להערכות לגבי שלוש השנים הקרובות)

סה"כ	לא ידוע	הקצאה קטנה יותר	לא שיוני	הקצאה גדולה יותר	
100%	12%	16%	39%	33%	קרנות גידור
100%	4%	11%	46%	40%	השקעות פרטיות
100%	2%	21%	36%	41%	נדל"ן
100%	9%	10%	46%	35%	תשתיות
100%	13%	15%	37%	35%	קומודיטיז

מקור: PricewaterhouseCoopers/EIU survey, January 2008

במקומות שונים בעולם. הדבר יוצר יתרון מסוים למשקיעים מוסדיים, בשל האפשרות להשקיע, בצורה עקיפה, בתחומים בהם לא יכלו לעשות זאת בדרך ישירה.

עם זאת, היעדר רגולציה מגביר את הבעיות הקשורות לחוסר שקיפות, חוסר ודאות וחוסר יכולת להשוות בין קרנות שונות. אין לקבוע מראש מה תהיה ההעדפה של כל משקיע מוסדי בעניין זה. לעתים, עבור גופים מוסדיים עם יכולות ומשאבים, ניתן להתגבר על הבעיות הקשורות לאי ודאות באמצעות מערך מתאים של כוח אדם מיומן או באמצעות ייעוץ איכותי. בדרך זו ניתן להפיק יתרונות מהשקעה בגוף עם פחות מגבלות

היעדר רגולציה מגביר את הבעיות הקשורות לחוסר שקיפות, חוסר ודאות וחוסר יכולת להשוות בין קרנות השקעה שונות. אין לקבוע מראש מה תהיה ההעדפה של כל משקיע מוסדי בעניין זה



מטעם מערכת הפיקוח, לצד אפשרויות של השגת תשואה גבוהה יותר. לעומת זאת, גופים מוסדיים קטנים יותר עלולים לגלות שעלויות הקמת מערך כוח אדם מיומן, אם יוכלו בכלל לבנות מערך כזה, הן יקרות מדי, כשם שהייעוץ החיצוני כרוך בהוצאה כספית ניכרת, ביחס לסך הנכסים שבניהול או ביחס לתשואה הצפויה. במקרה כזה תהיה עבור משקיעים אלה עדיפות ברורה למערכת הסדרה, אשר תכפה על קרנות השקעה דיווח שקוף, המבוסס על תקנים אחידים, שיאפשרו השוואה בין קרנות, הן לגבי העבר והן לגבי ניהול הנכסים.

בהקשר זה כדאי לציין, כי ייתכן שמנקודת ראותם של לפחות חלק מהמשקיעים המוסדיים בישראל, הקושי של קרנות בהעברת חברות מסטטוס של חברות ציבוריות לסטטוס של חברות פרטיות דווקא מהווה יתרון, למרות הבעיות שהוא יוצר למנהלי הקרן. יתרון זה נובע מהשקיפות הגדולה יותר שיש לחברות ציבוריות, הנאלצות לפרסם דו"חות תקופתיים, ולאפשרות שהדבר מעניק למשקיעים מוסדיים לקבל תמונה ברורה יותר של ביצועי הקרן.

שונות רבה בתשואות הקרנות

חוסר האחידות בין המשקיעים המוסדיים בכל הנוגע להשקעה בקרנות השקעה בא לידי ביטוי בהבדלים, לעתים מהותיים, בין התשואות שמושגות על ידי גופים שונים.

מחקר אשר פורסם ב-2007⁴, ובדק את התשואות מהשקעות בקרנות השקעה במהלך שנות ה-90 בארה"ב, מצא פערים גדולים בין התשואות שהושגו, גם בין קבוצות שונות של משקיעים כאלה וגם בתוך כל קבוצה וקבוצה⁵. חלק מהבדלים אלה נובע מפרופילים שונים של סיכון ותשואה, כאשר חלק מהמשקיעים העדיפו אפשרות של תשואה גבוהה יותר, במחיר של הגדלת הסיכון בהשקעה.

המחקר האמור מדגיש, עם זאת, שחלק מההבדלים בין התשואות שהושגו מוסבר על ידי שני גורמים נוספים, אשר יכולים להיות בעלי חשיבות גם במקרה של המשקיעים המוסדיים בישראל. הגורם הראשון הוא בחירה סלקטיבית של השותפים באחריות מוגבלת (LP) בידי הקרנות. משקיעים מוסדיים עם ותק של השקעות כאלה בנו במהלך הזמן קשרים עם הקרנות השונות ומנהליהן, ועל כן יש להם גישה יותר נוחה אל הקרנות המוצלחות יותר, הם זוכים לפניות מצד הקרנות המוצלחות יותר לפני משקיעים מוסדיים שרק עתה נכנסו לתחום, או זוכים ליחס מועדף על ידי קרנות צעירות של גופים מוצלחים, כאשר יש ביקוש יתר להימנות על המשקיעים בהן.

הגורם השני נעוץ בשוני בגישה של המשקיעים המוסדיים לנושאים הקשורים למאמצים פעילים להשגת מידע על ביצועי הקרנות, וגם בנכונות לעשות שימוש באותו מידע על מנת לבצע השקעות חוזרות בקרנות השקעה. ממצא זה מצביע על החשיבות של תהליך הלימוד תוך כדי עשייה של המשקיעים המוסדיים, אך גם מעמיד תהליך זה באור חדש, שכן כדי שיהיה יעיל הוא חייב להיות מלווה בכלים וברצון לפתח יכולות הקשורות להשקעה בקרנות אלה. זהו למעשה התנאי למעבר מאותו שלב של השקעות מזדמנות למצב בו ישנו חיפוש פעיל אחרי קרנות השקעה מתאימות, על פי קריטריונים שנקבעו מראש על ידי ועדת ההשקעות.

מערכת ההסדרה והקרנות

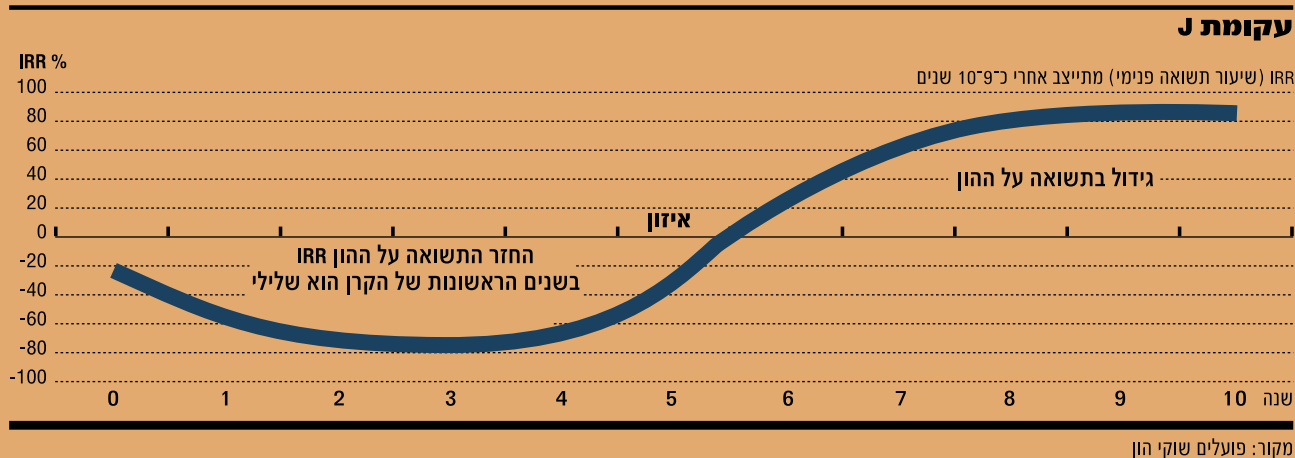
אחד ההיבטים המרכזיים המתעוררים בהקשר של סוגיית השקיפות, והיכולת של משקיעים מוסדיים להעריך את הקרנות השונות, נוגע לאותם הסדרים ותקנות אשר מקלים על ההערכה וההשוואה בין קרנות השקעה שונות.

סוגיה נוספת הקשורה ליכולת ההשוואה בין הקרנות היא אופן ומידת ההשפעה של גופי ההסדרה. צריך לזכור כי הקרנות, כמו קרנות גידור, הן שותפויות מוגבלות, ועל כן, בדרך כלל מחוץ לסמכות הרגולטורים

Lerner, J., A. Schoar, and W. Wongsunwai. (2007). "Smart institutions, foolish choices: The limited partner performance puzzle. The Journal of Finance, 62

⁵ הקרנות של מלכ"רים, בעיקר אוניברסיטאות, היו המוצלחות ביותר, ואילו קרנות הפנסיה נשארו מאחור. התשואות הנמוכות ביותר הושגו על ידי הבנקים.

זהירות, עקומת J לפניך



"להחליק" את שיעור התשואה הכוללת מהשקעה חלופית. לעומת זאת, גופים מוסדיים אשר רק עתה נכנסים לתחום, יתקשו, בשלב המוקדם, להציג תשואות חיוביות מאפיק השקעה זה. לכן יש משמעות מיוחדת לאור "תרבות השוואת התשואות" עליה מתבססת באופן בלעדי התחרות בין הגופים המוסדיים; תופעה שיוצרת לחץ להשיג תוצאות בטווח הקצר. הגופים המוסדיים בישראל נמצאים, על פי רוב, בשלב הראשון של הקצאת מקורות לקרנות השקעה פרטית. לכן סוגיית עקומת J רלבנטית במיוחד עבורם, ועבור מנהלי השקעות אשר צריכים להצדיק החלטה להיכנס לתחום של קרנות השקעה בפני הממונים עליהם, ולעתים בפני דירקטוריון התאגיד. הדבר מעלה סימני שאלה לגבי טיפול מערכת ההסדרה בנושא, ונשאלת השאלה האם לא היה מקום לשקול חישוב נפרד של תשואות, ללא ההשפעה של הפסדים של תחילת הדרך בהשקעות לא סחירות.

חברי ועדת השקעות של גוף מוסדי חייבים להביא בחשבון, כי בתחילת תהליך הההשקעה בקרנות השקעה פרטית, כמו גם בסוגים אחרים של השקעות חלופיות, יירשמו הפסדים, לעתים לא קטנים, בשל העלויות הכרוכות בתחילת פעולתן של הקרנות. **חייבים לזכור, כי על פי רוב, גוף מוסדי נחשף בצורה המירבית לקרן מסוימת, במונחים של סכומים מושקעים, לאחר כחמש שנים, אך מתחיל להקצות כספים מהרגע הראשון.** לעומת זאת, זרמים של כספים מהקרן מתחילים, בדרך כלל, בשנה השלישית או הרביעית, ומגיעים לשיאם, בדרך כלל, בשנה השמינית. פער זמן זה יוצר מעין "בטן" של הפסדים עם כניסת המשקיעים לקרנות השקעה פרטית, המכונה בספרות המקצועית J-curve. לגבי גופים מוסדיים בעלי ותק בתחומי ההשקעה, קיים "תיק" של קרנות, בשלבים שונים של התפתחותן, מה שמסייע

השקעה שמחייבת ידע

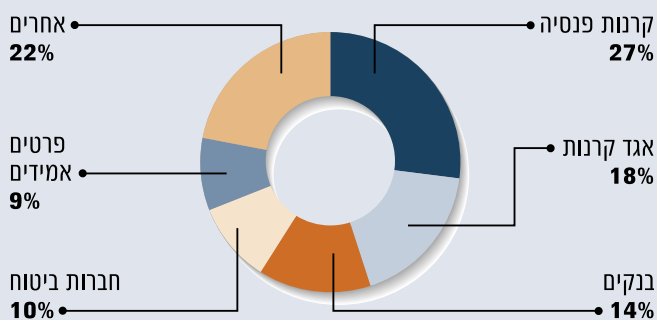
גופים מוסדיים, לאחר שקיבלו החלטה אסטרטגית להקצות מקורות לקרנות השקעה, מבקשים למקסם את התשואה • כיצד עושים זאת? באמצעות "שומרי סף"? באמצעות מערך ייעוץ עצמאי? או אולי בכלל דרך אגד קרנות? • המציאות בישראל מראה שכל התשובות נכונות

של קרנות, במיוחד קרנות זרות בינוניות או קטנות, יכולה להיות עניין מורכב, ואף בלתי אפשרי עבור מרבית המשקיעים המוסדיים בישראל.

הסתמכות על "שומר הסף"

לכאורה, החלופה לבניית מערך עצמאי של כוח אדם על ידי גוף מוסדי הוא השימוש ביועצים חיצוניים. כפי שכבר צוין, בשוק הבינלאומי ישנה קבוצה לא גדולה של יועצים המכונים "שומרי סף", אשר מספקים לגופים מוסדיים שירותים שונים הקשורים לקרנות השקעה. אלא שלא תמיד השימוש ביועץ חיצוני הוא חלופה למערך עצמי של מקבלי החלטות, ובמקרים רבים מדובר בגוף שמשלים את המערך של הגוף המוסדי. במקרים רבים, היועצים החיצוניים לא רק בוחרים קרנות עבור לקוחותיהם, אלא משתפים את מנהלי ההשקעות של הלקוחות בתהליך, ומשמשים להם כמעין חונך. משמעות הדבר היא, שגם גוף מוסדי אשר יבחר לבנות מערך עצמי, יאלץ לעבוד תחילה עם יועצים חיצוניים, והדבר יהיה חלק חיוני בהכשרתו.

מקורות של הון מגויס חדש בתעשיית ה-PE
 אירופה (כולל בריטניה) 2006



מקור: EVCA, BVCA

למעשה, לא מעט גופים מוסדיים, בישראל ובעולם, נעזרים ביועצים חיצוניים במהלך גיבוש אסטרטגיית ההקצאה שלהם לקרנות השקעה. היועצים החיצוניים ישתתפו באופן פעיל בהגדרת שיעור היעד של נכסים אשר יוקצה לאפיק קרנות השקעה, ובהגדרת סוג הפיזור הרצוי של ההשקעות, על פי ענפים, מיקום גיאוגרפי או סוגי חברות בהן הקרנות משקיעות. היועצים החיצוניים יכולים להיות לעזר גם בניסיון למתן את ההשפעה של תופעת "עקומת J" שהוזכרה בפרק הקודם.

ניתוח עד כה התייחס להקצאות גופים מוסדיים להשקעות בקרנות השקעה, בלי לפרט את האופנים בהם נעשה הדבר. למעשה, דרכי ההשקעה של גופי החיסכון לטווח ארוך בקרנות השקעה, מהוות סוגיה חשובה לכשעצמה, אשר יכולה להשפיע על התוצאות המושגות על ידן, כלומר על התשואות שהן ישיגו לאורך זמן.

באופן טבעי, ניתן לשער, כי גופים מוסדיים שונים ישאפו לפתח יכולות של השקעה ישירה בקרנות, בשל העלויות הגבוהות הכרוכות בייעוץ חיצוני. הדבר מחייב, כפי שכבר צוין, פיתוח של כוח אדם מיומן שיכול להתייחס לטיב הקרן המועמדת להשקעה, ובדרך זו להקטין את עלויות העסקה. כך תזכה ועדת ההשקעות לדרגות חופש גבוהות יותר בבואה להחליט על הקצאת מקורות לקרנות שונות.

מצב עניינים זה ייצור תחרות בין המשקיעים המוסדיים על כוח אדם מיומן הבקיא בנעשה בתחום הקרנות. זוהי אינה תופעה ישראלית בלעדית, והיא קיימת בעולם כולו, ולמעשה, הציפייה היא שהתחרות על כוח אדם בעל מיומנות זו תגבר בשנים הקרובות.

כאמור, התפתחות זו לא תפסח על ישראל, והיא תתרחש במקביל לעלייה בהיקף הסכומים שיוקצו לקרנות השקעה, לצד נכסים אחרים של השקעה חלופית. אך לא רק בכוח אדם מדובר, אלא גם בצורך לבנות מערכים ומאגרי ידע על הקרנות, אשר יהוו תשתיות נחוצות עבור מקבלי ההחלטות בנושא ההשקעות.

בניית מערך ייעוץ עצמאי ומיומן

כיצד נגדיר "בקיאיות" בתחום קרנות השקעה? לכאורה, מדובר בידע ובניסיון בדרכי ההשקעה של הקרנות השונות, בהיכרות עם התחומים השונים בהם הן פעילות, ובאפשרות לנתח את מבנה העלויות של כל קרן וקרן על מנת לערוך השוואה ביניהן.

אך בכך לא די. כפי שצוין, התוצאות שמושגות על ידי קרנות השקעה נקבעות, במידה רבה מאוד, על ידי אנשים ספציפיים, המנהלים את הקרן. משקיעים מוסדיים צריכים לפתח תשתית אנושית, אשר יכולה להעריך את תפקוד האנשים המנהלים כל קרן וקרן, את יכולתם לייצר את התשואות הנדרשות, לקיים ערוצי תקשורת עם המשקיעים השונים ולשתתף במידע רלבנטי. צריך להדגיש, כי יכולות אלה מצד עובדים בגופים מוסדיים מתייחסות לא רק להיכרות עם השוק הישראלי, אלא גם עם השוק בחו"ל.

ספק רב אם מרבית המשקיעים המוסדיים הישראליים יכולים לעמוד במשימה זו, במסגרת אילוצי התקציב הקיימים. בדיקת נאותות

באשר להקצאת כספים לקרנות השקעה, ואת ההתאמה של מדיניות ההשקעה של הגוף המוסדי ליכולות של היועץ. **שיקול אחר, בעל משקל לא קטן, נוגע לעלויות.** ההתקשרות עם יועץ חיצוני אינה זולה, שכן הייעוץ כרוך בתשלום של דמי ניהול,

גם כאשר גוף מוסדי מפתח מערך עצמי שמטפל בהקצאת כספים לקרנות השקעה, הייעוץ החיצוני לא ייפסק, וימשיך להשלים את עבודת הצוות הפנימי. היתרון הבולט בשימוש בייעוץ חיצוני הוא החיסכון במערכים של כוח אדם



אשר יכול להגיע לשיעור של 1%, בנוסף לדמי ניהול בשיעור של 2% למנהלי קרן ההון בה הם משקיעים¹. עלויות אלה עלולות להפוך את השימוש ב"שומרי הסף" לעניין יקר, במיוחד עבור משקיעים מוסדיים קטנים יותר.

שיקול נוסף בבחירת היועץ הוא ההיסטוריה שלו, המוניטין בטיפול בסוגים מסוימים של גופים מוסדיים והנכונות שלו להגיע להתקשרות אשר תבטל את האפשרות של ניגוד עניינים. מנקודת ראות חלק מהגופים המוסדיים בישראל, קיים צורך להבטיח, כי חובת הנאמנות של היועץ נשמרת, ואין מקום להיווצרות של ניגוד עניינים, כאשר היועץ מתחשב יותר באינטרסים של גופים מוסדיים גדולים מאד.

דרך מקובלת למנוע ניגוד עניינים מעין זה, היא לבצע השקעה בקרנות על פי החלק היחסי של כל גוף, כפי שצוין לעיל. פיתרון נוסף, אשר מקבל ביטוי בהתקשרות בין היועץ לגוף המוסדי, הוא לקבוע מראש קריטריונים לפעולה של "שומר הסף", ודיווח מטעמו אשר חייב לכלול, על פי רוב, נתונים על ההשקעה של כספי אותו גוף מוסדי בהשוואה להשקעות של גופים אחרים, והסבר מפורט לסיבות מדוע ההשקעה מסוימת לא בוצעה, לעומת מה שנעשה עם כספים של גופים אחרים.

הדבר יכול להיעשות על ידי רכישה של אחזקות ממשקיע אחר או מקרן שניונית, או באמצעות השקעה בקרנות עם תקופות החזר קצרות, כמו קרנות של חברות במצוקה.

עם זאת, התפקיד העיקרי של היועצים החיצוניים הוא חיפוש אחרי קרנות מוצלחות, ועריכת בדיקת נאותות לקרנות שונות, על מנת לסייע ללקוחות לבחור בקרנות המוצלחות ביותר. יש שני סוגים של יחסים בין הלקוח (הגוף המוסדי) לבין היועצים החיצוניים. בסוג הראשון, המקובל יותר בעולם, מדובר בייעוץ טהור (Advisory), כאשר "שומר הסף" מביא רשימה של קרנות אפשריות, אך ההחלטה הסופית מתקבלת על ידי הגוף המוסדי. בסוג השני, אשר רווח בשוק הישראלי, ליועץ החיצוני מוענקים שיקול דעת וסמכות לרכוש קרנות עבור הלקוח (Discretionary).

חייבים להדגיש, כי גם כאשר גוף מוסדי מפתח מערך עצמי שמטפל בהקצאת כספים לקרנות השקעה, הייעוץ החיצוני לא ייפסק, וימשיך להשלים את עבודת הצוות הפנימי. לצוות של המשקיע המוסדי תהיה, במקרה זה, היכולת להורות ליועץ החיצוני לא להקצות כספים לקרן מסוימת, או להודיע מראש באיזה קרנות ישקיע הצוות באופן ישיר, כך שהיועץ החיצוני יביא זאת בחשבון. בתנאים אלה, המשקיע המוסדי הישראלי יכול לצמצם את מספר העובדים המועסקים בניהול תיק קרנות ההשקעה שברשותו, ולהיעזר במחלקת המחקר והפרסומים של היועץ החיצוני אודות קרנות שונות.

ניצוד לבחור יועצים חיצוניים

היתרון הבולט בשימוש בייעוץ חיצוני הוא החיסכון במערכים של כוח אדם, והיכולת לנצל את מאגרי המידע והניסיון של גוף בעל היכרות אינטימית עם השוק הבינלאומי. זו הסיבה שבישראל נעשה שימוש נרחב בשירותים של יועצים כאלה על ידי משקיעים מוסדיים. השאלה המתעוררת היא דרך בחירת יועצים חיצוניים מתאימים. מדובר בבעיה הרבה יותר מצומצמת מבחירת קרנות, כי ישנו רק מספר קטן יחסית של יועצים כאלה. בשל החשיבות שיש לאותם יועצים, תהליך הבחירה הוא חשוב למדי. למעשה, שאלה זו רלבנטית לגופים מוסדיים ישראלים רק בשלוש השנים האחרונות, כאשר כמה יועצים חיצוניים מחו"ל החלו להופיע בשוק הישראלי.

בתנאים אלה, כל גוף מוסדי יכול לשאול מה טיב השירותים שיקבל מהיועץ החיצוני. בדרך כלל, מדובר בחבילה של שירותים אשר מורכבת על פי מידותיו של המשקיע המוסדי וצרכיו, וכוללת: חניכת הצוות של הפירמה, זמינות של אנשי הגוף המייעץ, תדירות מפגשים ודיווח, זמינות של מחקר וכיב'. זהו קריטריון אחד, וחשוב, בבחירת יועץ. הדיונים עם היועצים יכללו גם את מידת שיקול הדעת שלו

¹ סוג ההתקשרות בין היועץ החיצוני לגוף מוסדי שונה בכל מקרה ומקרה. יתכן שבכמה מקרים, בנוסף לדמי ניהול, תשולם גם עמלה על רוחיים, בנוסף לעמלה של 20% שמשולמת למנהלי הקרן.

בעיית הגישה לקרנות מוצלחות

אחת הבעיות המבניות של המשקיעים המוסדיים הישראלים, בכל הקשור לקרנות השקעה, הוא גודלו הקטן יחסית של המשק, המכתיב גודל מצומצם של משקיעים מוסדיים ביחס למצוי בארה"ב ובאירופה. הדבר מתורגם להקצאה נמוכה, בקנה מידה בינלאומי, של משאבים להשקעה בקרן בודדת.

גם במקרה של המשקיעים המוסדיים הגדולים ביותר בישראל, לעתים קרובות ההקצאה לקרן אחת לא עולה על 10 עד 15 מיליון דולר. הדבר יכול להגביל, מראש, את כניסתם אל אותן קרנות גדולות, ומוצלחות יותר, המגייסות, לעתים קרובות, סכומים הרבה יותר גבוהים מהמועמדים להימנות על השותפות המוגבלת. במקרים של קרנות

בעקבות משבר ה"סאב־פריים" והשלכותיו ישנה נכונות לגיוסם קטנים יותר, בצל העלייה בסיכון מאז הרבעון השלישי של 2007. הדבר מגביר את העניין של הקרנות בגיוסם במקומות שונים בעולם, כולל בשוק הצומח של ישראל



של פירמות בעלות מוניטין טוב, עם היסטוריה של קרנות מוצלחות, קיימת, לעתים קרובות, הרשמת יתר ובמקרה כזה הקרן בוחרת את השותפים שלה.

יתר על כן, בגלל הדגש החזק על קשרים עסקיים וחברתיים שנוצרים במהלך שנות ההשקעה, לגוף מוסדי שהינו חדש בתחום, בעיית הגישה יכולה להיות רלוונטית אף יותר. משקיע אשר נכנס למעגל המשקיעים באחת הקרנות הצעירות והמוצלחות, יזכה ליחס מועדף בהשקעה בקרן נוספת, או אחרת, של אותה פירמת ניהול קרנות. לכן, הכניסה למעגל המשקיעים של קרן מוצלחת מביאה גם לצבירת מוניטין, ידע וקשרים.

גם במקרה זה, היועץ החיצוני עשוי להיות פיתרון נוח לגוף המוסדי הישראלי, בשל יכולתו לפעול מול הקרנות המוצלחות, עם ריכוז גבוה של כספים בידו. במקרים רבים, כאשר קיימת הרשמת יתר, הגוף המוסדי הבודד יקבל אחזקה בשיעור שווה לשיעור של כספו מסך הכסף שהיועץ השקיע באותה קרן עבור לקוחותיו. שיעור זה עלול להיות קטן מאוד, כך שזהו פיתרון חלקי בלבד לבעיית הגישה לקרנות מוצלחות, אך הוא מאפשר למשקיע המוסדי הישראלי לחדור לתחום

הקרנות הגדולות, כבר בראשית הדרך של הקצאה לקרנות השקעה. לגבי קרנות שיעדיפו להשקיע חלק מהנכסים שבניהול בצורה ישירה בקרנות השקעה, הרי שטווח סוגי הקרנות אשר יהיה פתוח בפניהן, פעמים רבות, עדיין רחב מאוד. מדובר בקרנות קטנות או בינוניות בגודלן, אשר יכולות להציע אפשרויות השקעה בעסקאות פחות גדולות. מדובר גם באפשרות של השקעה בקרנות של פירמות או של מנהלים בראשית דרכם. בחירת קרנות כאלה מצריכה נטילת סיכונים נוספים, והיא תהיה אפשרית רק בכפוף לקיום מערך עצמי של מנהלי השקעות המתמחה בקרנות אלה.

כדאי לציין, שישנה הסכמה בקרב גופים מוסדיים ישראלים, כי ישנם הבדלים בגישה לקרנות של הפירמות הגדולות ביותר לניהול קרנות. עם זאת, שתי התפתחויות של השנתיים האחרונות מצביעות על שינוי ביחס של קרנות זרות למשקיעים מוסדיים קטנים יחסית בעולם.

ראשית, בעקבות משבר ה"סאב־פריים" והשלכותיו ישנה נכונות לגיוסם קטנים יותר, בצל העלייה בסיכון מאז הרבעון השלישי של 2007. הדבר מגביר את העניין של קרנות השקעה בגיוסם במקומות שונים בעולם, ומכיוון שישראל היא שוק צומח, כפי שכבר צוין, יש גם לקרנות יחסית גדולות עניין לבחון את השוק הישראלי.

הגורם השני אשר משפיע באותו הכיוון נוגע, בשנים האחרונות, לתופעה של ריבוי קרנות. בעקבות הגאות אשר שררה בענף קרנות ההון, לפחות עד לאמצע 2007, החלו פירמות המנהלות קרנות השקעה להיכנס לתחומים חדשים, דבר שעשוי לאפשר למשקיעים ישראלים לקבל הזמנה להשקיע באחת הקרנות של הפירמות הגדולות.

התפתחויות אלה יצרו מצב בו עבור חלק מהגופים המוסדיים הישראליים הגישה אל חלק מקרנות הענק פתוחה, אך לא לכולן, כמובן. עם זאת, במקרים לא מעטים הפיתרון האפשרי, ואף המיטבי, היא השקעה באמצעות יועצים חיצוניים עם סמכויות ושיקול דעת. כפי שיודגש להלן, לגבי גופים מוסדיים אחרים, קטנים ובינוניים, הדרך האפשרית והמיטבית היא לעשות שימוש בערוצים אחרים, כגון אגד של קרנות, כפי שיוסבר להלן.

השקעה באגד קרנות

חלק מהבעיות והדילמות שהוצגו עד כה לא מתאימות לקבוצה של גופים מוסדיים בישראל. הכוונה היא לאותם גופים בינוניים וקטנים, אשר סכומי הכסף אשר עומדים לרשותם לא מאפשרים להם פיזור בין מספר קרנות השקעה, דבר אשר היה הופך את ההקצאה לגופים אלה לבעלת סיכון מופחת.

השקעה, במיוחד ישראליות. בנוסף לכך נעשה שימוש נרחב ב"שומרי סף", ובנוסף ישנה גם השקעה באמצעות אגד של קרנות. צמיחתו של השוק הישראלי מלווה בהופעה של גורמים מישראל ומחו"ל, אשר מציעים את שירותיהם, או את הקרנות שהם מייצגים. לצד נציגים של "שומרי סף" מחו"ל, קיימות גם פניות להשקעה בקרנות או באגד של קרנות. בנקים להשקעות מחו"ל יכולים להציע פתרונות בכל הרמות האלה.

פעמים רבות הפנייה למשקיע מוסדי נעשית על סמך גודלו, כאשר השירותים המוצעים לקופת גמל קטנה יחסית יהיו שונים מאלה המוצעים לחברות הביטוח.

בפועל, מה שעלול להיווצר במשק הישראלי הוא מערך מאוד לא שוויוני של גישה והזדמנויות למשקיעים מוסדיים על פי גודלם. הדבר עשוי להיות בעל משמעות על רקע מלחמת התשואות המתקיימת באופן קבוע בשוק החיסכון לטווח ארוך בישראל.

הערה אחרונה זו מעלה את הצורך בהגברת המודעות בקרב בעלי פוליסות ועמיתים של קרנות פנסיה וקופות גמל לנעשה בתחום ההשקעה החלופית, ובפרט בתחום ההשקעה בקרנות. אין ספק שאחד ההיבטים החשובים של התפתחות ההשקעה החלופית בתיקיהם של המשקיעים המוסדיים, היא המודעות הנמוכה מאוד בקרב העמיתים של אותם גופים לקיומו של אפיק זה.

העמיתים לא תמיד יודעים מה כוללת אותה השקעה חלופית של קרן הפנסיה, מה הם הקריטריונים לבחירת השקעה בנכס לא סחיר, ומה הם הסיכונים הכרוכים בה. יתר על כן, העמיתים אף לא מודעים שקיימת כלל השקעה כזו.

הבעייתיות הכרוכה ברמת המודעות הנמוכה גוברת נוכח האפשרות שבשנים הבאות יגדל, כפי שתואר לעיל, היקף ההשקעה בקרנות השקעה.

פיתרון אפשרי לסוגיה זו הוא שימוש באגד קרנות (Fund of funds), כלומר קרן אשר מגייסת כספים ומשקיעה אותם בחלוקה בין קרנות השקעה שונות, על פי שיקוליה. כמו במקרה של היועצים החיצוניים, גם במקרה זה מדובר בגוף אשר יש לו היכרות עמוקה עם תחום הקרנות, ומסוגל לקבל מידע על הביצועים שלהן, על מעבר של מנהלים ועל החלטות מהותיות אחרות.

גם באפיק זה נאלצים המשקיעים המוסדיים לשלם דמי ניהול למנהלי אגד הקרנות, ובנוסף יעבירו את דמי הניהול ואת עמלת הרווחים לקרנות השונות, כך שמדובר בפיתרון אשר אינו זול. אלא שבמקרה זה, סף ההשקעה המינימלית נמוך בהרבה ממה שמצריכה השקעה ישירה בקרנות השקעה, והדבר מאפשר לגופים מוסדיים קטנים גישה לקרנות רבות. החיסרון של אגד קרנות הוא, שהמשקיע המוסדי אינו יכול לקבוע את מדיניות ההשקעה של כספו, אם כי הוא מקבל מידע לפני השקעתו באשר למדיניות אגד הקרנות הספציפי, הפיזור הגיאוגרפי, סוג הקרנות בהן ישקיע וכיו"ב.

עם זאת, ההקצאה לאגד של קרנות אינה צריכה להיות מוגבלת לגופים מוסדיים קטנים. גם גופים גדולים יותר יכולים לעשות שימוש בערוץ זה, הן כדרך של השקעה בפני עצמה, והן כדרך של קביעת אמת מידה (Benchmark) להקצאה אחרת לקרנות.

בישראל מאמצים את שלוש הגישות

בישראל ניתן למצוא, למעשה, את שלוש הגישות להשקעה בקרנות השקעה. גופי החיסכון לטווח ארוך, במיוחד הגדולים שבהם, החלו לפתח, כבר לפני שנים, מערך אנושי אשר עוסק בהשקעות בקרנות

מיסוי בתהליכי שינוי

שאלת המס המושת על משקיעי תעשיית הפרייבט אקוויטי, פרמטר המשפיע מאוד על רווחיות ההשקעה באפיק, טרם נחתמה • סוגיות השוואת תנאי המס בין אפיקי השקעה פרטית לבין תעשיית ההון סיכון ובין משקיעים מחו"ל לבין משקיעים מישראל, נותרו פתוחות • רו"ח (משפטן) אבי נוימן, שותף מחלקת מסים, קסלמן וקסלמן, PwC ישראל; רו"ח (עו"ד) ורד קירשנר, שותפה מחלקת מסים, קסלמן וקסלמן, PwC ישראל



6 השקעה פרטית: היבטי מס/ מיסוי בתהליכי שינוי

כבדות משקל, כגון: האם משרדיה של הקרן בישראל מהווים "מוסד קבע" של הקרן הזרה בישראל? האם יראו את רווחי הקרן כרווחים מעסקים או כרווחי הון? האם המשקיעים הזרים של הקרן הינם חייבים במס ובדיווח בישראל?

הוויכוח "הנצחי" באשר לסוגיות אלה בין הקרנות הזרות הפועלות בישראל לבין רשויות המס הניע את הקרנות הזרות האמורות להגיע להסדר מיסוי עם רשויות המס, מתוך מטרה להבטיח ודאות מס למשקיעים בקרן.

המסגרת הנורמטיבית להקלה במס בגין פעילותם של גופים זרים בישראל נקבעה בפקודת

מס הכנסה; שר האוצר האציל סמכות זו למנהל רשות המסים. יחד עם זאת, במשך שנים רבות, סמכות זו פורשה ונקבעה על ידי מנהל רשות המסים באופן מוגבל, ולא תמיד עלתה בקנה אחד עם השאיפה האמיתית לעודד את צמיחת תעשיית הקרנות הזרות שפעלו בישראל.

פיתרון ביניים דרך אישורים מקדמיים

את "מלחמת ההתשה" בעשור האחרון אל מול רשויות המס ניהלו קרנות ההון סיכון הזרות שפעלו בישראל. שנים רבות נדרשו קרנות אלה לתשלום מס בישראל על רווחי הקרן, עד להצהרתו הדרמטית והמשמעותית של שר האוצר, בספטמבר 2001. כתולדה מהצהרה נקבע בישראל פטור ממס, באופן גורף, לכלל המשקיעים הזרים בקרנות הון סיכון הפועלות בישראל, ובכללם למשקיעים שהם חייבי מס במדינת מושבם. הפטור האמור, מוענק כיום באמצעות אישורים מקדמיים אשר מונפקים על ידי מנהל רשות המסים, בכפוף ובהתאם לתנאים שנקבעו באותם אישורים.

ואולם, בעוד תעשיית ההון סיכון הפועלת בישראל זכתה להכרה ולפטור גורף ממס בעבור משקיעיה הזרים, תעשיית קרנות ההשקעה עדיין נמצאת כמה צעדים מאחור. רשויות המס מעניקות, באמצעות אישורים מקדמיים, פטור מוחלט ממס על הכנסתה של הקרן המיוחסת לחלקם של המשקיעים הזרים הפטורים, בעוד שלגבי הכנסת הקרן המיוחסת למשקיעיה החייבים נקבעו שיעורי מס מופחתים הנעים בין 15%-25% על הכנסותיה של הקרן.

האישורים המקדמיים, שמונפקים על ידי רשויות המס, כוללים מגבלות

עשיית קרנות ההשקעה בישראל צברה, כמתואר בפרקים הקודמים, תאוצה רק בשנים האחרונות, עם כניסתן של מספר קרנות השקעה גדולות אשר הטביעו את חותמן על המשק באמצעות

רכישת גופים עסקיים גדולים. במקביל, עם התעצמותה של תעשיית קרנות ההשקעה הפרטית בישראל, התעורר הצורך לקבוע הסדרי מס ייחודיים לאותן קרנות, אשר יתאימו לאופן פעילותן בישראל. חלקו הראשון של פרק זה ידון בהסדרים אלו. בחלקו השני יידונו היבטי

המס הכרוכים בהשקעה בקרנות מזויות המבט של הגופים המוסדיים בישראל.

ככלל, המבנה המשפטי לצרכי מס, של אותן קרנות השקעה הפועלות בישראל, דומה למבנה המשפטי בה פועלת תעשיית ההון סיכון בישראל. כלומר, בצורה של התאגדות הקרן דרך שותפויות מוגבלות אשר מאוגדות מחוץ לישראל ומיועדות למשקיעים מוגבלים זרים, ולצידן שותפויות ישראליות המיועדות למשקיעים תושבי ישראל.

ההתאגדות המשפטית במסגרת שותפויות מוגבלות נועדה, בין היתר, לאפשר נוחות ושקיפות מיסויית למשקיעי הקרן, שכן על פי דיני המס בישראל השותפות עצמה אינה נחשבת כנישום לצרכי מס, כי אם השותפים בשותפות. השותף הכללי בשותפויות הקרן הינו, לרוב, תאגיד (שותפות או חברה) המוקם על ידי יזמי הקרן והוא, בדרך כלל, מתקשר בהסכם עם חברת ניהול של מייסדי הקרן לשם ניהול שוטף של פעילות הקרן. אורך חיי קרן ההשקעה נע, בדרך כלל, בין שבע לעשר שנים עם אפשרות לתקופות הארכה נוספות.

כאמור, משקיעי קרן ההשקעה צפויים לכלול הן משקיעים זרים והן משקיעים ישראלים. תמהיל המשקיעים הזרים של הקרן כולל משקיעים חייבים במס במדינת מושבם, לצד משקיעים פטורים ממס, כגון גופי פנסיה או מוסדות ציבור. באופן דומה, תמהיל המשקיעים הישראלים כולל משקיעים חייבים במס (יחידים או חברות), לצד משקיעים פטורים ממס (קרנות פנסיה, קופות גמל ומוסדות ציבור). כמו כן, בין יתר משקיעי הקרן ניתן למצוא גם קרנות שניוניות (Secondary funds) וקרנות מרכזות או אגד קרנות (Fund of funds).

קרנות ההשקעה הפועלות בישראל מבצעות את השקעתן בפורטפוליו החברות המושקעות באמצעות משרדים הממוקמים בישראל (חברת הניהול). פעילות זו כשלעצמה עוררה ועדיין מעוררת שאלות מס



רשויות המס מעניקות, באמצעות אישורים מקדמיים, פטור מוחלט ממס על הכנסתה של הקרן המיוחסת לחלקם של המשקיעים הזרים הפטורים, בעוד שלגבי הכנסת הקרן המיוחסת למשקיעיה החייבים נקבעו שיעורי מס מופחתים

משתתפות ברווחים), ולגופים מוסדיים פטורים – קרנות פנסיה וקופות גמל הפטורות ממס על הכנסותיהן בכפוף להוראות השונות בפקודת מס הכנסה.

פעילות קרנות ההשקעה הזרות בישראל מלווה גם בהיבטי מע"מ מורכבים. בדומה לאישורים המקדמיים המונפקים על ידי רשויות המס, נקבעים הסדרים לעניין מס התשומות ומס העסקאות. הסדרים אלו נבחנים כיום מחדש



קרנות פנסיה וקופות גמל פטורות ממס בישראל על כלל הכנסותיהן, בין אם הופקו ונצמחו בישראל (למשל דרך קרנות הון ישראליות) ובין אם הופקו ונצמחו מחוץ לישראל (למשל דרך קרנות הון זרות), ובלבד שההכנסה אינה נובעת מפעילות עסקית, מעסק בשליטתן (מעל 25% מאמצעי השליטה) או מגוף בו קיימת החזקה מהותית (מעל 10%) של קרן הפנסיה או קופת הגמל. חברות ביטוח המנהלות פוליסות ביטוח משתתפות ברווחים נהנות ממסטר מס מיוחד, לפיו הכנסותיהן משוערכות כנגד התחייבויותיהן לבעלי הפוליסות בניכוי דמי ניהול, ומשום כך באופן מעשי הן גם פטורות ממס על כלל הכנסותיהן. המכנה המשותף של אותם גופים מוסדיים הוא היותם "משקיעים ברוטואיסטיים".

ותנאים רבים לגבי סוגי ההשקעות של הקרן¹, דרכי השקעת הקרן², דרכי ניהול הקרן והדיווחים הנדרשים ממשקיעיה. פטור גורף ממס לכלל המשקיעים הזרים בקרן, לרבות משקיעים חייבים, ניתן רק במקרים מיוחדים לקרנות השקעה בעלות גיוס הון גדול במיוחד – היינו בהיקף של מאות מיליוני דולרים. מן הראוי לציין, כי האישורים המקדמיים אף קובעים הוראות והסדר מס מיוחדים הנוגעים ליזמי הקרן ומנהליה, המושפעים, בין היתר, מתמהיל משקיעי הקרן – זרים לעומת ישראלים ופטורים לעומת חייבים.

כאמור, הקלות המס לקרנות השקעה פרטיות ניתנות באמצעות אישורים מקדמיים על ידי רשויות המס אך ורק למשקיעים זרים, בעוד שלגבי משקיעים ישראלים לא נקבעה הקלה כלשהי ולגביהם יחולו הוראות דיני המס הרגילים על רווחים שינבעו מהשקעתם בקרן. עם זאת, כפי שיורחב מיד, גופים מוסדיים פטורים או "ברוטואיסטיים" (קרי משקיעים המקבלים את החלטת ההשקעה שלהם על בסיס ברוטו, כלומר הכנסה לפני מס), ייהנו ממעמד המס המיוחד המוקנה להם ולכן יהיו לרוב אדישים, מהיבט המס.

פעילותן של קרנות ההשקעה הזרות בישראל מלווה גם בהיבטי מס ערך מוסף מורכבים. בדומה לאישורים המקדמיים המונפקים על ידי רשויות המס, נקבעים הסדרים מיוחדים לעניין מס התשומות – תשלומי מס ערך מוסף בהם נושאת הקרן בעת תשלום ליועצים ותשלום דמי הניהול למנהל הקרן, ומס העסקאות – תשלום מס ערך מוסף בו נושא השותף הכללי או מנהל הקרן בגין פעילותו על ניהול הקרן, הכרוכים בפעילותה של הקרן. חשוב לציין, כי הסדרים אלו נבחנים כיום מחדש על ידי שלטונות מס ערך מוסף.

הזווית המוסדית

מיסוי השקעות מוסדיים ישראלים בקרנות

ההתעניינות ההולכת וגוברת של גופים מוסדיים בקרנות השקעה בחו"ל ובישראל, ובכלל זה בקרנות פרייבט אקוויטי, בקרנות הון סיכון ובקרנות גידור, בשילוב ההוראות החדשות של אגף שוק ההון באוצר בדבר שערוך אותם נכסי השקעה, מחייבת בחינה מעמיקה של היבטי המס החלים על רווחי הגופים המוסדיים מהשקעה בקרנות ההון. ככלל, הגופים המוסדיים בישראל פועלים תחת שני משטרי מס אפשריים, אשר יוצרים חלוקה לגופים מוסדיים חייבים – בנקים, בתי השקעות וחברות ביטוח (ובכללן כאלה המנהלות פוליסות ביטוח

הרווחיות שבשקיפות

בשל היות המוסדיים משקיעים ברוטואיסטיים לצרכי מס, מבנה ההתאגדות השכיח של קרנות הון הוא באמצעות גופים שקופים לצרכי מס, קרי באמצעות שותפויות מוגבלות. לעיתים ניתן למצוא קרנות הון המאוגדות כחברה במדינות בעלות משטר מס נמוך, כלומר מדינות

¹ הכוונה לפורטפוליו החברות המושקעות של הקרן; קרי האישורים המקדמיים מחייבים השקעות בחברות ישראליות – פרטיות או ציבוריות – שאינן, בהכרח, השקעות הון סיכון. כלומר בחברות תעשייה, חברות מסחר, חברות תשתיות ועוד.

² סוגי המכשירים הפיננסיים בהם תשקיע הקרן – מניות, אג"ח, שטרי חוב ועוד – דרישה לאחוז מסוים של השקעה ישירה ולא בדרך של רכישה. שיעור המינוף ואופן התרת הוצאות המימון על המינוף של אותן השקעות.

6 השקעה פרטית: היבטי מס/ מיסוי בתהליכי שינוי

שניתן בנכסי הקרן, הרי שאין הדבר, בהכרח, זהה ככל שמדובר בקרנות פרייבט אקוויטי, קרנות Buyout וקרנות Distress, שכן מודל מימוש נכסי הקרן עשוי להיות מורכב יותר במקרה הכולל מבנים עתירי מס עד למועד חלוקת רווחי המימוש לבעלי יחידות הקרן, בעיקר בשל אופי ההשקעה של קרנות אלו. זאת משום שקרנות אלה נאלצות, בדרך כלל, לבצע את השקעתן בנכסי ההשקעה, שלא במישרין אלא בעקיפין דרך חברות אחזקה או דרך תאגידים שעברו שינוי מבנה, בשל אופי פורטפוליו השקעותיהן. כאמור, הכנסתם של הגופים המוסדיים מהשקעה בקרנות הון עשויה להתקבל ממכירה או מפדיון של יחידות הקרן, או מחלוקת רווחי הקרן. ככלל, מכירה או פדיון של יחידות הקרן תיחשב כרווח הון הנובע מהחזר השקעה לגופים המוסדיים,

ואילו חלוקת רווחי הקרן תיחשב כחלוקת דיבידנד או הפחתת הון. בעוד שעל פי רוב מובטח לגופים המוסדיים פטור ממס בעת מימוש או חלוקת רווחי הקרן הנוגעים לקרנות הון הפועלות בישראל, הרי שלגבי קרנות הון זרות הסוגיה מורכבת יותר. לגבי האחרונות, יש חשיבות רבה לבחינה כוללת של מבנה התאגדות הקרן, לרבות בחינת היבטי המס החלים על תאגיד השקעות הקרן במדינת מושבו (מס מקומי, מס בולים ועוד) וכן הוראות ניכוי המס במקור החלות על חלוקה או מימוש רווחי הקרן בידי אותם גופים מוסדיים.

חשיבות הייעוץ המקצועי

לא אחת ניתן למצוא קרנות הון בעלות מבני מס מורכבים המצריכים ייעוץ מקצועי לשם הבנת מודל המס הבינלאומי של הקרן, וזאת על מנת להבטיח תשואה נטו מרבית לגוף המוסדי המתעתד להשקיע באותה קרן. כמו כן, לעיתים נדרש הגוף המוסדי להצהיר ולחתום על טפסים מיוחדים (כגון W8, W9 כמקובל בארה"ב), על מנת ליהנות מהקלות או מפטור ממס בעת מימוש או חלוקה של רווחי הקרן.

השקעה בקרנות הון זרות לעומת השקעה בקרנות הון ישראליות - היבט מס

קרנות הון זרות	קרנות הון ישראליות	הכנסה הנובעת ממימוש יחידות הקרן
בהתאם למעמד המס של הקרן במדינת התושבות. לרוב ניתן פטור ממס, אך חשוב לבחון את משטר המס של הקרן	פטורה ממס ובלבד שאינה נובעת משליטה או החזקה מהותית של הגוף המוסדי בקרן	
בכפוף להוראות הדין הפנימי של מדינת התאגדות הקרן. בחינת הוראות ניכוי מס במקור במדינת המושב של תאגיד הקרן	פטורה ממס ובלבד שאינה נובעת משליטה או החזקה מהותית של הגוף המוסדי בקרן	הכנסה הנובעת מחלוקת רווחי הקרן
מבני מס מורכבים העשויים לכלול הן תאגידים שקופים (כגון: שותפויות מוגבלות) והן תאגידים הנישומים בנפרד ממשיקיעי הקרן	לרוב מדובר במבנה טיפוסי של שותפויות מוגבלות ולכן נשמר עקרון השקיפות בהיבט המס	שקיפות מס של הקרן
לא קיים הסדר מול רשויות המס בישראל, שכן מדובר בקרנות הפועלות מחוץ לישראל	מוסדר באישורים מקדמיים מול רשויות המס	שלילת סיווג ההכנסה מהשקעות הקרן כהכנסה עסקית
במרבית המקרים לא קיימת בעיית מע"מ	קיימת בעיית מע"מ. לא ניתן לניכוי על ידי הגוף המוסדי	תשלום מע"מ על דמי ניהול למנהל הקרן

מקור: קסלמן וקסלמן PwC

שיש בהן משטר מס נמוך לכלל סוגי ההכנסות של התאגיד ולא דווקא לרווחי הון – ריבית, דיבידנד וכדומה.

מדובר במדינות בהן חוק החברות המקומי מאפשר את הקמתם של תאגידים ייעודיים מיוחדים לצורך קרנות השקעה ואשר נהנים ממעמד של פטור או מס נמוך. מדינות אלו אינן ממסות את רווחי הקרן על אף שמבנה ההתאגדות נעדר שקיפות.

השוואת התשואות בין הגופים המוסדיים על בסיס ברוטו מעלה את חשיבות ההשקעה במבני התאגדות שקופים לצרכי מס או נטולי מס, שכן כל תשלום מס, בין אם על ידי קרן ההשקעה עצמה ובין אם על ידי ניכוי מס במקור מתשלום לגוף המוסדי, עשוי להקטין את התשואה נטו במבחן השוואת התשואות בין אותם גופים מוסדיים.

בעוד שמבנה ההשקעה הטיפוסי של קרנות הון סיכון וקרנות גידור הוא השקעה ישירה בפורטפוליו של חברות, הרי שבמקרה של קרנות פרייבט אקוויטי, קרנות Buyout וקרנות Distress, אופן ההשקעה עשוי להיות מגוון ומורכב יותר עם מבני השקעה שנובעים מפיצולים ומיזוגים של החברות המושקעות.

ניתן לומר, כי בעוד שבקרנות הון סיכון וקרנות גידור קיימת שמירה כמעט אבסולוטית על מעמד השקיפות של היבט המס הנוגע לקרן, על ידי מודל Exit ישיר (מימוש נכסי הקרן בעיסקה ישירה) ככל

6 השקעה פרטית: היבטי מס/ מיסוי בתהליכי שינוי

רשויות המס בישראל, אינו קיים לגבי קרנות הון זרות הפועלות מחוץ לישראל, אך ניתן לומר כי התוצאה אמורה להיות זהה, בייחוד לאור הפיזור הרב של המשקיעים ונתח השקעתם הנמוך של הגופים המוסדיים הישראלים באותן קרנות. זאת ועוד, מבנה ההשקעה הטיפוסי של קרנות הון טומן בחובו תשלום דמי ניהול ורווחי הצלחה למנהל הקרן. מן הראוי להדגיש, שתשלום כזה לגבי קרנות הון הפועלות בישראל עשוי לכלול גם תשלומי מע"מ, אשר אינם ניתנים לקיזוז בידי הגופים המוסדיים הישראליים, דבר אשר מייקר באופן יחסי את עלות השקעתם באותן קרנות הון.

בשל העובדה שקרנות ההון מנוהלות על ידי גופי ניהול עסקיים בעלי ידע ובקיאיות בתחום ניהול קרנות הון, ולאור מבני ההתאגדות השקופים לצרכי מס של אותן קרנות, קיימת חשיבות בקביעת סיווג הכנסתן כהכנסה שאינה עולה לידי הכנסה עסקית, שכן בהעדר קביעה כזו, הפטור ממס החל על גופים מוסדיים פטורים בישראל עלול להישלל.

לפיכך, בשנים האחרונות, ניתן למצוא מספר לא מבוטל של קרנות הון הפועלות בישראל אשר פנו לרשויות המס בבקשה לקבל אישור מקדמי, לפיו נקבע כי פעילות הקרן כשלעצמה לא תגרום לסיווג הכנסתם של המשקיעים בקרן כהכנסה עסקית. נוהל מקביל, מול

פוטנציאל לשינוי דרמטי



קרנות ההשקעה הולכות ומתהוות, גם בעידן ה"סאב־פריים", כמתחרה מהותי לבורסה ולשוק החוב • הקרנות יכולות להגביר את ההשתלבות של פירמות ישראליות במשק הגלובלי, וללמד משהו על מקסום יעילות •

עבור הגופים המוסדיים האפיק החדש מחייב מחשבה מחודשת באשר להקצאת מקורות, ובחינת השאלה האם התשואה העודפת תגיע מקרנות ההשקעה

סיכום: פוטנציאל לשינוי דרמטי

ערך עבור השותפים המוגבלים. אין לשכוח את הניסיון שכבר נצבר בישראל עם קרנות הון סיכון, אשר ודאי יכול לתרום להתפתחות של קרנות מסוגים אחרים. נכון הוא, שפעילות קרנות הון סיכון מתייחסת למקטעים אחרים של השוק – בעיקר חברות הזנק בתחום הטכנולוגיה העלית – אך חלק מהלקחים שהופקו שם יכולים להיות לעזר גם בעבור קרנות רכישה או בעבור קרנות של חברות במצוקה.

לקחים אלה נלמדו, ללא ספק, על ידי המנהלים של קרנות רכישה ישראליות, אשר הולכים והופכים לגורם בעל משמעות בנוף העסקי הישראלי. כפי שצוין בגוף המחקר, העברת השליטה לידי קרן רכישה מהווה חלופה חדשה בעבור בעלי שליטה בחברות רבות במשק הישראלי, אשר נאלצים, לא פעם, למצוא משקיעים או רוכשים לחברותיהם. אם בעבר חלק מחברות אלה היו מגיעות לבורסה, או, לחילופין, נמכרות לתאגיד או לחברת אחזקות, הרי שהחלופה של קרנות ההשקעה מאפשרת לחברה להמשיך להתקיים כחברה פרטית, תחת שרביט הניהול של גורם שכל המוטיבציה שלו מופנית להגברת היעילות ולשיפור הרווחיות.

הסיכוי תלוי בטיב הניהול

עם זאת, הניסיון במשק הישראלי עם חדשנות עסקית מראה, שלעתים קרובות מדי, ישנה נהירה של גורמים עסקיים לתחום פעילות חדש, כך שעובר זמן עד שהשוק מתייצב ורק שחקנים בעלי יכולת נותרים כדי להתחרות זה בזה. צריך לזכור, כי הפעילות במסגרת קרנות ההשקעה מצריכה לא רק היכרות עם שוק ההון, או עם תחום הניהול, אלא סידרה של תכונות וכישורים מתחומים שונים – מימון, היכרות עם שווקים מקומיים וזרים ויכולת משא ומתן מול בעלי עניין בחברות – המשתלבים כדי ליצור תנאים טובים יותר להצלחה.

בסופו של דבר, האיכות והמקצועיות של המנהלים הן שקובעות את סיכויי ההצלחה, והדבר בא לידי ביטוי בהבדלים הגדולים בין התשואות שמשיגות קרנות שונות בעולם. אין סיבה שתופעה כזו לא תתרחש בישראל.

אם להסתמך על הניסיון במשקים אחרים, יש להניח כי בעתיד הקרוב לא מספיק יהיה להצהיר על כניסה לפעילות של קרנות ההשקעה כדי לגייס כספים. על מנת לקבל כספים ממשקיעים, בעיקר מוסדיים, יהיה על הגוף המצהיר להוכיח שהוא בעל יכולת להביא לתוצאות טובות יותר בהשוואה לגופים אחרים, ובמיוחד בהשוואה לקרנות קיימות. משמעות הדבר היא, שיהיה צורך בהצגה של חזון ייחודי, היכול להיות מתורגם לתשואה עודפת, לאסטרטגיה ברורה למימוש אותו חזון,

תפתחות קרנות ההשקעה היא אחת התופעות החשובות בשווקים המתועשים בשנים האחרונות. אפיק זה מבטא לא רק שינוי בדרכי החשיבה לגבי השקעות, אלא הביא, במקרים רבים, לשינוי עמוק במבנה ובהתנהגות המגזר העסקי במדינות רבות. זה היה המצב, ללא ספק, בארה"ב, וגם באירופה, בשנים האחרונות.

ההתפתחויות בעולם מספקות קנה מידה לגבי חשיבותן האפשרית של קרנות אלה עבור המשק הישראלי. השפעת הקרנות על המשק טרם באה לכדי ביטוי מלא, שכן רק בשלוש או בארבע השנים האחרונות ניתן לדבר על צמיחה של ממש בפעילות תעשיית קרנות ההשקעה הפרטית (פרט לקרנות הון סיכון), גם אם כבר לפני עשור החלו קרנות אלה לפעול בישראל.

כפי שהודגש בגוף המחקר, פעילות קרנות ההשקעה עומדת להתרחב בצורה משמעותית בשנים הקרובות. כאשר מדברים על צמיחת תעשיית קרנות ההשקעה, מתכוונים להגברת פעילותן בשלושה מקטעים רלבנטיים במשק המקומי:

- **כניסה של יותר קרנות, מסוגים שונים, לפעילות כלכלית בישראל.**
 - **נכונות גדולה יותר של בעלי השליטה בחברות, בעיקר בינוניות ומשפחתיות, לשקול את מכירתן לקרנות ההשקעה.**
 - **הגדלת ההשקעה של גופים מוסדיים מקומיים בקרנות ההשקעה, בין אם ישראליות ובין אם זרות.**
- מחקר זה הוקדש לבחינת המגמות העיקריות הקיימות בשוק, והשלכותיהן על שלושת המקטעים לעיל.

הקרנות הזרות עושות עלייה

כניסתן לישראל של קרנות זרות ורכישת חברות ישראליות על ידי קרנות אלה מגבירה, ללא ספק, את השתלבות המשק המקומי בשווקים הבינלאומיים. לכאורה, המגזר העסקי הישראלי מחובר מאוד לעולם, אבל צריך לזכור כי המעורבות העמוקה במשק הגלובלי היא תופעה שמאפיינת את התאגידים הגדולים ופירמות טכנולוגיה עלית, כאשר עבור חברות בינוניות במשק הישראלי המצב אינו כזה.

קיים פן נוסף לפעילות זו של קרנות זרות. ההנחה היא, שקרן זרה תעדיף, לעתים קרובות, לחבור לגורם מקומי אשר מכיר את השוק ואת השחקנים העיקריים בו, ומתמצא בתהליכים העסקיים במשק. סוג זה של שילוב יוצר תנאים להתפתחותן של קרנות ישראליות גם בעתיד, שכן ישנו מרכיב של לימוד כאשר עוקבים אחרי דרך ההתנהגות של קרנות ההשקעה, הדרכים בהן הן נוקטות כדי להביא לייעול החברות הנרכשות, השיקולים לגבי מימוש ההשקעה ויצירת

סיכום: פוטנציאל לשינוי דרמטי

אך בטווח המידי, רכישה כזו מלווה בהפעלה של תוכניות הבראה, ולבעלי עניין באותן חברות ישנה סיבה טובה להתייחס בחשדנות לתהליך כולו. בעיות אלה מתגברות כאשר קרנות רכישה מעדיפות לשמור על פרופיל נמוך, או מנסות להקטין את חשיפתן ולא מרבות להשתמש בערוצי תקשורת עם בעלי עניין שונים. במקרה כזה של העדר תקשורת, אי הוודאות שחשים בעלי עניין יגבר. זהו הגורם העיקרי ללא מעט חששות ומשברים במדינות בחו"ל, וייתכן שדברים דומים יתרחשו בישראל כאשר יתחילו להתרבות עסקאות המכירה של חברות משפחתיות, או בינוניות, לקרנות השקעה.

בחשבון סופי, פעילות המגזר העסקי מול הקרנות תביא לשינוי עמוק במבנה הבעלות על חברות במשק הישראלי. צפויה ירידה במשקל של חברות משפחתיות ובמספר החברות הציבוריות אשר השליטה בהן מרוכזת בידי משפחה או תאגיד אחד



עם זאת, חשוב להדגיש כי המדיניות של ממשלות שונות בעולם הייתה לעודד פעילות של קרנות השקעה, בשל תוספת היעילות למשק ובגלל יתרונות שפעילות זו יוצרת בהגשמת יעדים אחרים של הממשלה, כמו פיתוח של שווקים פיננסיים, הגברת הנוכחות הבינלאומית במשק המקומי או כניסתם של משקיעים חדשים. דברים אלה חשובים נוכח רצונה של ממשלת ישראל להביא לשכלול נוסף של שוק ההון הישראלי. כפי שהודגש בפרקים קודמים, קיים קשר הדוק בין פעילות הקרנות לבין תהליך שכלול השווקים הפיננסיים. בעצם, התפקיד המיוחד שיש לקרנות אלה נעוץ בהשפעה הבר-זמנית על המגזר הריאלי והפיננסי כאחד.

מצד אחד, התנאי לכניסה של קרנות השקעה לחברה מסוימת היא האפשרות לממש את ההשקעה תוך פרק זמן מוגבל. קרן השקעה יכולה להתקיים פרק זמן מוגבל, בדרך כלל עשר שנים, ובתום התקופה עליה להחזיר את יתרת הכספים והרווחים לשותפים. השותפים המוגבלים מצפים להכנסות כבר החל מהשנה השלישית לקיום הקרן. לכן, השקעתה בחברות תלויה בקיומה של דרך למימוש ההשקעה, בדרך כלל שוק הון משובלל, או קיומן של קרנות אחרות. זו הסיבה ששוק מניות נזיל הוא כה חשוב לקרנות אלה.

ולכוח אדם ניהולי המכיר את השוק ואת מגזר הפעילות. נוכח תנאים אלה, ניתן לשער, כי רק חלק, ואולי אף חלק קטן, מכל אותם גופים אשר יודיעו על הכוונה להיכנס לתחום הקרנות באמת יצליחו בכך. גם קרנות ותיקות, אשר ירצו להשיק קרן שנייה, יצטרכו להוכיח עד כמה באמת ייצרו ערך למשקיעים, ובאיזה מידה הניבו תשואה עודפת. שוב, מדובר במימוש של תוכניות, ובכישורים של אנשים אשר אמורים לעשות זאת. לכן, כישורים אלה, של ניהול, יכולת גיוס כספים, והיכרות עם שווקים שונים, יהפכו לחיוניים עבור קרנות השקעה בישראל.

כפי שהודגש במחקר, המשבר בשווקים הפיננסיים בעולם יצר מצב בו קרנות השקעה לא יוכלו להשתמש במנוף אשראי גדול, ולכן הרווחים, אם ייווצרו, יהיו פרי של ניהול ולא של הנדסה פיננסית. קרנות ישראליות פועלות, מלכתחילה, במסגרת של מנוף אשראי נמוך בהרבה, ואמורות להיפגע פחות מאשר קרנות בחו"ל.

לא על הבורסה לבדה

הצמיחה במספר הקרנות הפעילות, והסכומים המושקעים בהן, הם שיביאו להגברת המודעות בקרב בעלי שליטה בחברות ישראליות לקיומן של הזדמנויות מכירה. האפיון הכללי של חברות שיעברו לשליטה של קרנות השקעה, בשנים הקרובות, על פי הערכות של פעילים בשוק, הוא של חברות בינוניות בגודלן בבעלות משפחתית או קיבוצית, בתחומים מגוונים של פעילות ולא דווקא בענף אחד.

לצורך העניין, אין זה חשוב אם מדובר בחברה פרטית או ציבורית. מה שחשוב הוא התחושה של החברה שאין לה יכולת להתרחב ללא גב פיננסי מתאים. לעתים זו התחושה של בעלי השליטה שיורשיהם אינם יכולים, או אינם רוצים, להמשיך בניהולה של החברה.

יש מקור אפשרי נוסף לעסקאות בשוק, כפי שצוין בגוף המחקר. התאגידים הגדולים בישראל, וחברות האחזקה, יוכלו לראות בקרנות דרך למימוש השקעות בחברות מסוימות, או דרך לצמצם קווי פעילות שלא שייכים לליבת העסקים שלהן במסגרת תוכניות התייעלות.

בחשבון סופי, הפעילות של המגזר העסקי מול הקרנות תביא לשינוי עמוק במבנה הבעלות על חברות במשק הישראלי, בדומה לתהליכים שעברו על משקים תעשייתיים אחרים. צפויה ירידה במשקל של חברות משפחתיות ובמספר החברות הציבוריות אשר השליטה בהן מרוכזת, רובה ככולה, בידי משפחה אחת או תאגיד אחד.

חייבים להדגיש, עם זאת, שאין מדובר תמיד בתהליך פשוט או חלק. אומנם מחקרים בחו"ל הראו כי, בסופו של דבר, התעסוקה, ההשקעה, במו"פ והתפוקה גדלו בחברות שעברו תהליך של מכירה לקרן השקעה,

סיכום: פוטנציאל לשינוי דרמטי

השאיפה צריכה להיות להגיע לתשואות מעל לשוק, גם בתיק ה"רגיל", גם אם פירוש הדבר נטילת סיכונים נוספים? שאלה נוספת, הקשורה לקודמתה, נוגעת לביצועים של מנהלי תיקים רגילים או מנהלי השקעות בתחומים של מניות ואג"ח, לעומת הביצועים של מנהלים בקרנות השקעה פרטיות. למעשה, השאלה היא מה הסיכוי שמנהל תיק השקעות בניירות ערך, אשר השיג תשואה עודפת על השוק בתקופה אחת, יחזור על אותם ביצועים גם בתקופות הבאות, לעומת הסיכוי שמנהל שהשיג תשואה עודפת בקרן אחת, יחזור ויעשה זאת בקרן נוספת. יש פעילים בשוק הקרנות המקומי אשר גורסים שהסיכוי להצלחה חוזרת הרבה יותר גדול אצל מנהלי קרנות, מאשר אצל מנהלי תיקים, ויש לכך משמעות לגבי אופן ההקצאה של מקורות, אופן נטילת סיכונים ואופן ההשקעה של משקיעים מוסדיים.

"שומרי סף": גם מייעצים וגם מלמדים

לבסוף, חייבים להקדיש תשומת לב לתפקיד שממלאים היועצים החיצוניים, אותם "שומרי סף" אשר עובדים מול המשקיעים המוסדיים. תפקידם, על פי הגדרה, הוא סינון קרנות. אך יש להם, בעצם, תפקידים נוספים, של הכשרה וחינוך אותם אנשים בגופים מוסדיים אשר עוסקים בקרנות השקעה. בתחילת הדרך צריכים אותם "שומרי סף" לסייע בגיבוש החלטות לגבי הקצאת מקורות וחשיבה מחודשת לגבי כל תיק ההשקעות. היועצים החיצוניים צריכים גם לסייע בגיבוש התפיסה של הגוף המוסדי לגבי התכונות הרצויות ביחס לקרנות ההשקעה.

יתר על כן, כפי שצוין, היועצים החיצוניים מקבלים על עצמם, לעיתים, לא רק תפקיד של יועץ, אלא גם של רוכש קרנות עם שיקול דעת עצמאי עבור גופים מוסדיים שהם לקוחותיהם. במילים אחרות, אותו שומר סף הופך להיות, בפועל, חלק חשוב ממערך קבלת ההחלטות בוועדות השקעה של גופים מוסדיים. זהו המצב כיום בגופים מוסדיים רבים בישראל, אם כי ישנם גופים שחשים שהם כבר יכולים להסתמך גם על עצמם.

ככל שיחלוף הזמן, התפקיד המייעץ של אותם מסנני קרנות צריך להתגבר, ושיקול דעתם ברכישת קרנות צריך להצטמצם. במציאות הקיימת בישראל, הגידול בהיקפי השוק מושך למשק המקומי יועצים כאלה, כך שהתחרות ביניהם תגבר, ומי שאמור ליהנות מכך הם המשקיעים המוסדיים.

מן הצד האחר, הצורך במימוש השקעות יוצר דחף גדול להנפקות ולהפיכת השוק לנזיל יותר. מכיוון שמדובר בצורך במימוש מלוא האחזקות של קרנות הון פרטי, הדבר מביא לדילול האחזקות של בעלי שליטה בשוק ההון המקומי, תופעה החיונית להמשך התפתחותו של השוק המקומי.

מוסדיים: נחוצה אסטרטגיית השקעה

סוגיה בפני עצמה היא מקום ההשקעה בקרנות במערך הכולל של השקעות גופים מוסדיים. כפי שהוסבר במחקר, אצל גופים מוסדיים רבים, כאלה הנמצאים בתחילת הדרך מבחינת היכרותם עם קרנות השקעה, הגישה היא, לעתים קרובות, של ניצול הזדמנויות, בלא שתהיה תפיסה כוללת מוגדרת, ובוודאי בלא תוכנית אסטרטגית מנחה לגבי הקצאת מקורות בין השקעות מסורתיות להשקעות חלופיות.

מצב זה אינו רצוי, כמובן, ואין הוא יכול לבוא במקום גיבוש של אסטרטגיה ברורה, אשר תהיה מובנת לכל הדרגים של מערך ההשקעות בגוף המוסדי. צריך להדגיש שהכוונה אינה נוגעת רק לאסטרטגיה בדבר הסכומים שיוקצו לקרנות, אלא לגבי כל תיק ההשקעות של גוף מוסדי, כלומר איך ההשקעה בקרנות משתלבת בתיק הנכסים הכולל.

הדבר מצריך, לעתים קרובות, שינוי תפיסתי לא פשוט, שכן מדובר בצעד המנוגד לרצון של מנהלי השקעות להציג תוצאות בטווח הקצר – תוצאה של מבנה התחרות ודרישות מערכת ההסדרה. הקרנות מניבות תוצאות בטווחים ארוכים של זמן, ההשקעה בהן אינה סחירה, והיא מבוססת על יכולתם של מספר מנהלים לעמוד בתחזיות שלהם לגבי מידת הצלחתם בנייהול חברות נרכשות. תופעות כמו "עקומת J" (שנידונה בפרק 4 במחקר) רק מגבירות בעיה זו.

עם זאת, ההסתכלות על טווחי הזמן הרלבנטיים לגבי הקרנות אינה ממצה את מלוא ההשלכות שיש להשקעה בהן לגבי גופים מוסדיים. האחזקה של גופים מוסדיים בקרנות, אמורה להיות המקור העיקרי של תשואות עודפות, ובעצם להשפיע על הדרך בה ועדות השקעה מסתכלות על התיקים אותם הן מנהלות. הכוונה היא לצורך לשקול מה הוא התפקיד של תיק ההשקעות הרגיל – מניות ואג"ח – ומה המשמעות של סיכונים עודפים בתיק זה. האם, למשל, ניתן להסתפק, בכל אחד מאפיקי ההשקעה הרגילים, בתשואה ובסיכון השוק, מתוך הנחה שהתשואה העודפת יכולה לבוא מהשקעות חלופיות? או האם

מיפוי פעילות הפרייבט אקוויטי בישראל

(מדגם נתונים לשנים 2008-2002)

מקור: גלובס מחקרים

שם הקרן: פימי (FIMI)			
על הקרן: הוקמה ב-1996 ונמצאת בשליטת ישי דוידי. משקיעה בעיקר בחברות בעלות מחזור מכירות של כ-50 מיליון דולר, לרוב מדובר בחברות מוטות יצוא. הקרן משקיעה בחברות באמצעות רכישת השליטה או באמצעות הלוואות מזנין.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת 70% מחברת חר גבעון	70 מיליון שקל	יוני 2008	
רכישת 20% מחברת אופיר אופטרוניקה	23.5 מיליון דולר	מאי 2008	
רכישת השליטה בתמי 4 (בנוסף ל-20% שהחזיקה)	8 מיליון דולר	מאי 2008	
רכישת 65% מאדפטרון הקנדית	6 מיליון דולר	פברואר 2008	
השתלטות עוינת על 12% ממניות ריטליקס	37 מיליון דולר	פברואר 2008	
רכישת 50% מאחזקותיה של אורדן בפעילויות התעשייה והמסחר	144 מיליון שקל	דצמבר 2007	
השתלטות על פעילות בגיר ועל פעילות הטקסטיל של פולגת	77 מיליון דולר	מאי 2007	מתווה העיסקה: העברת כל פעילות בגיר ופעילות פולגת טקסטיל לתוך חברה בשם בגיר שוויץ
השקעה בקבוצת שירותי הבריאות והביטוח דוידוף	25 מיליון שקל	מארס 2007	
השקעה בחברת מרחב, שבשליטת סמי סגול, בתמורה ל-35% מהון המניות	96 מיליון שקל	2006	
השקעה ביצרנית השבכים גמאטרוניק תמורת 52% מהון המניות	48 מיליון שקל	יולי 2006	
רכישת 40% מחברת אוריין המתמחה בשירותי לוגיסטיקה בינלאומית	10 מיליון דולר	מאי 2006	
רכישת 25% מחברת המתכת סקופ	147 מיליון שקל	פברואר 2006	
רכישת 37.2% מחברת גניגר לייצור יריעות פלסטיק לחקלאות	11 מיליון דולר	2005	הרכישה התבצעה יחד עם קרן שמרוק
מתן הלוואה לחברת ההייטק קמטק	5 מיליון דולר	אוגוסט 2005	
רכישת 16.5% מחברת פורמולה	36 מיליון דולר	דצמבר 2004	הוקמה שותפות עם דן גולדשטיין המחזיקה יחד 33% מפורמולה ויזן
רכישת 14% ממניות תאת טכנולוגיות		אוגוסט 2004	בפברואר 2007 מימשה אופציות לרכישת 500 אלף מניות של החברה תמורת 3.5 מיליון דולר והגדילה את אחזקותיה ל-22%
רכישה יחד עם מבטח שמיר של כ-31% ממניות חברת הטקסטיל תפרון	23 מיליון דולר	פברואר 2004	

נספח

רכישת כ-18% ממניות משווקת הציוד הרפואי מדטכניקה	31.6 מיליון שקל	2003	בדצמבר 2007 מכרה השליטה במדטכניקה לרוני שטרנבך תמורת 117 מיליון ש'
רכישת 5.1% מחברת ליפמן (כיום וריפון)	150 מיליון שקל	אוגוסט 2002	ביוני 2006 מכרה את אחזקותיה לוריפון תמורת 40 מיליון דולר. קודם לעסקה מימשה מניות בכ-35 מיליון דולר

שם הקרן: פייט			
על הקרן: בשליטת ישי דויד, רואי מכנס ומבטח שמיר ומתמקדת בחברות בהן יש צורך לבצע מהלכי מפנה (Turn-around).			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
השקעה בחברת EVC יחד עם מבטח שמיר כשכל אחת מחזיקה ב-28% מהון המניות	4.1 מיליון דולר	ינואר 2007	
רכישת השליטה, יחד עם מבטח שמיר, בחברת סולבר מקיבוץ חצור. חלקה של פייט כ-31.1%	80 מיליון שקל ועוד 20 מיליון שקל שגויסו באמצעות הלוואות	דצמבר 2006	הסכום הושקע יחד עם מבטח שמיר
רכישת 39.9% מחברת מלתא אינטר תעשיות מבעלי השליטה בחברה	5 מיליון דולר	נובמבר 2005	
קבלת אופציה לרכישת 32% מקידרון בתמורה להלוואה	5.3 מיליון דולר	אפריל 2005	
רכשה את כל נכסי מוליכי תבל שנמצאת בכינוס נכסים	11.7 מיליון דולר	פברואר 2005	

המשקיע: קונסורציום משקיעים ישראלי-אמריקני			
על הקונסורציום: כולל את קבוצת Gores, פרייבט אקוויטי מלוס אנג'לס; מבטח שמיר שבבעלות מאיר שמיר; חברות פרטיות בבעלות רועי בן ימי, עמי לוסטיג ואיתן סטיבה, בעלי קבוצת L.R. וכן את חברת Investment DGB.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת גילת לוויינים	475 מיליון דולר	יולי 2008	תיהפך לחברה פרטית

שם הקרן: יורק קפיטל (York Capital)			
על הקרן: קרן השקעות בינלאומית, שבסיסה בניו-יורק, ומנהלת נכסים בהיקף של כ-7 מיליארד דולר. נוסדה ב-1991 על ידי ג'יימס ג. דיינן ולה משרדים בניו-יורק ובלונדון. מתמחה בהשקעה בחברות איכותיות, ציבוריות ופרטיות גם יחד וכן באגרות חוב.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת פסגות	1.28 מיליארד שקל	ספטמבר 2006	בהמשך צורפו סנקא ופליינפילד
רכישת 20.4% ממניות גילת לוויינים	לפי מחיר של 6.3 דולר למניה	יוני 2005	

בחסות:

שם הקרן: קרן תשתיות לישראל (IIF)			
על הקרן: בשליטת חברת הביטוח הראל, עו"ד יהודה רווה וירון קסטנבאום. הקרן גייסה כ-300 מיליון שקל מגופים מוסדיים עם השקתה ב-2006 ובתחילת 2008 גייסה עוד כ-400 מיליון שקל.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישה של אחזקות (27.5%) פולאר השקעות בקבוצת סיטי־פס, זכיינית הרכבת הקלה בירושלים	4-40 מיליון שקל	יוני 2008	תרכוש 10% מהמניות תמורת 4 מיליון שקל, ותחזיק באופציה לרכישת יתרת המניות (17.5%) עד סוף 2008
רכישה של 16% ממסוף המטענים החדש של סוויספורט שבנתב"ג	ההשקעה הכוללת בפרויקט עומדת על כ-80 מיליון שקל	ינואר 2008	
הובלת קונסורציום לרכישת 8.6% ממניות ספקית הגז המצרית EMG	שווי החברה 3 מיליארד דולר	דצמבר 2007	
רכישת 20% מחברת דליה אנרגיה	ההשקעה הכוללת בפרויקט עומדת על כ-300 מיליון שקל	יוני 2007	דליה אנרגיה צפויה להקים תחנת כוח פרטית בהשקעה של כ-400 מיליון דולר

שם הקרן: בבקוק אנד בראון (Babcock & Brown)			
על הקרן: קרן השקעות אוסטרלית המנוהלת בארץ על ידי אייל גבאי.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת 75% מדפי זהב	125 מיליון דולר	אוגוסט 2007	

שם הקרן: שקד גלובל			
על הקרן: קרן שהוקמה על ידי אוהד שקד, בנו של אהרון שקד, מבעלי חברת ההימורים המקוונת 888.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
השקעה בחברת The Green Way (השביל הירוק)	20-15 מיליון דולר	יוני 2008	
רכישת אחזקות קיבוץ רמת רחל (20%) בחברת הקלינטק Blue-I	1.5 מיליון דולר	פברואר 2008	

שם הקרן: Och-Ziff OZ			
על הקרן: קרן השקעות מלוקסמבורג אשר מנהלת נכסים בהיקף של יותר מ־30 מיליארד דולר.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת 28% ממניות מי עדן הולנד, המרכזת את פעילות מי עדן באירופה	61 מיליון אירו	ינואר 2007	

שם הקונסורציום: Swarth Group בהובלת שאול שני וקרן Ashmore			
על הקונסורציום: Ashmore, קרן השקעות בריטית, המנהלת נכסים בשווי של כ־20 מיליארד דולר.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת ECI טלקום מידי קונצרן IDB	1.24 מיליארד דולר	ספטמבר 2007	הפכה לחברה פרטית

שם הקרן: אייפקס (Apax)			
על הקרן: הוקמה בבריטניה ב־1972 בידי סר רונלד כהן, שפרש בתחילת השנה, והוחלף על ידי ד"ר מרטין הלוסה. המשרד הישראלי נוסד ב־1994; במאס 2006 מותנה זהבית יוסף־כהן למנכ"ל אייפקס ישראל.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת תנובה	758.6 מיליון דולר	העסקה סוכמה בנובמבר 2006 והושלמה בינואר 2008	אייפקס מחזיקה כ־56.05% ומבטח שמיר כ־20.65%
רכישת בזק	4.2 מיליארד שקל	מאי 2005	קבוצת אייפקס־סבן־ארקין רכשה 30% מבזק (ואופציה ל־10% נוספים בחלוקה הבאה): חיים סבן 45%, אייפקס 45% וארקין 10%

שם הקרן: מרקסטון			
על הקרן: קרן אמריקנית־ישראלית בראשות אמיר קס, רון לובש ואליוט ברוידי.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת רשת התכשיטים מגנוליה	30 מיליון דולר	אוקטובר 2007	
השקעה באלרון נדל"ן	80 מיליון שקל	ספטמבר 2007	
הקמת פריזמה		2006	הוקמה כזרוע הפיננסית של מרקסטון על בסיס סולומון שוקי הון שנקנתה מאילן בן רב ועמית ברגר
רכישת 20% מנטפים	50 מיליון דולר	דצמבר 2005	
רכישת סטימצקי	200 מיליון דולר	אוקטובר 2005	

נספח

רכישת 20% מנילית	50 מיליון דולר	מאי 2005	
רכישת מלוא הבעלות בורעים גדרה	48 מיליון דולר	2005	נמכרה ביולי 2007 לענקית האגרוכימיה השוויצרית סינג'נטה לפי שווי של 90-100 מיליון דולר
רכישת 40% מחברת ההנדסה PRS	כ-100 מיליון שקל	נובמבר 2004	רכשה את מניות המייסד
רכישת 40% ברפי זהב	110 מיליון דולר	אוקטובר 2004	נמכרה

שם הקרן: טנא			
על הקרן: הוקמה ב-2004 על ידי אריאל הלפרין ומתמחה בהשקעות במפעלי קיבוציים.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישה של 50% מהמפעל לכבלי תקשורת, טלדור כבלים	23 מיליון דולר	פברואר 2008	
רכישה של 26% מכרומגן	5 מיליון דולר	נובמבר 2006	
הובלת סבב גיוס עבור חברת הקלינטק Blue-I	2 מיליון דולר	נובמבר 2006	
רכישה של 30% ממניות מפעל קוטלב של קיבוץ חניתה	8 מיליון דולר	יולי 2004	

שם הקרן: שמרוק			
על הקרן: הקרן, בניהולו של סטנלי גולד, נחשבת לאחד מגופי ההשקעה הוותיקים בצפון אמריקה. מצויה בשליטת משפחת דיסני, מבעליה של קבוצת המדיה והבידור דיסני. החברה משקיעה בישראל מזה 18 שנה.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת כ-17% ממניות חברת אהבה מגאון אחזקות	12.2 מיליון דולר	פברואר 2008	בנובמבר 2007 יצאה קבוצת שמרוק מחברת גאון אחזקות שאליה הצטרפה בסוף שנות ה-90. החברה דיווחה שבעלי המניות המרכזיים בגאון רכשו את חלקה שעמד על כ-4.5% לפי שווי של 93 מיליון דולר
רכישה של 33% מחברת קמזן סחר	100 מיליון שקל	נובמבר 2006	
רכישה של 25% מפולימר לוג'יסטיקס	12 מיליון דולר	דצמבר 2004	החברה רשומה בהולנד אך לה מרכז פיתוח בעפולה ויצור אאוטסורסינג בגשר הזיז

נספח

שם הקרן: קציר			
על הקרן: הוקמה בידי רמי מנדולה, מנכ"ל הקרן, בשיתוף עם קבוצת הראל השקעות, הבנק הבינלאומי ומשקיעים פרטיים נוספים. הקרן משקיעה בתאגידים ומיזמי נדל"ן קיבוציים.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישה של כ-15% ממניות חברת גלעם	12 מיליון דולר	דצמבר 2007	
רכישה של כ-5% מחברת אקסטרא פלסטיק מידי קבוצת דנשר	30 מיליון שקל	יוני 2007	תיצוק לחברה את פוליאון ברקאי
השקעה בחברת אורגניטק ארה"ב, לפי שווי של כ-45 מיליון שקל	15 מיליון שקל	פברואר 2007	
השקעה בקניית אג"ח של אידיאה מערכות ממשמר העמק תמורת 50% מהבעלות על החברה	1.5 מיליון דולר	דצמבר 2006	ביולי 2007 מכרה לאספרו את חלקה באידאה תמורת 6 מיליון שקל
רכישה של 50% מפסקל טכנולוגיות אגש"ח שבבעלות קיבוץ יראון וסטף ורטהיימר, מייסד ישקר	41 מיליון שקל	ספטמבר 2006	
רכישה של 50% מחברת תמוז-אגש"ח מקיבוץ יזרעאל	15 מיליון שקל	אוגוסט 2006	
רכישה של 50% מחברת פוליאון ברקאי	1.2 מיליון שקל	ינואר 2006	
שם הקרן: סנקה			
על הקרן: קרן גידור פרטית אמריקנית הרוכשת חברות, לרוב יחד עם קרן יורק.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכשה 4.9% מבית ההשקעות פסגות מדי קרן יורק		דצמבר 2006	מחזיקה כיום כ-3%~4% בבנק לאומי
שם הקרן: פליינפילד			
על הקרן: קרן השקעות אמריקנית שנוסדה בפברואר 2005 ומנהלת השקעות עבור גופים מוסדיים ובעלי הון פרטיים בארה"ב ומחוצה לה. בפליינפילד 80 משקיעים, רובם המכריע גופים מוסדיים בהם קרנות פנסיה רבות מארה"ב ומהעולם.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישה, בעיסקה מחוץ לבורסה, של כ-10% ממניות מיינרום ליין	8 מיליון שקל	יולי 2008	
הבנות בין פליינפילד ופסגות לפיהן גדיש תמוזג לפסגות ופליינפילד תקבל 20% מפסגות		ספטמבר 2007	
פליינפילד מגייסת חוב בהיקף 370 מיליון שקל למימון עסקת גדיש; ההנפקה נכשלת והחתמים רוכשים רק כ-200 מיליון שקל		יולי 2007	

שם הקרן: הרבורוסט (HarbourVest)			
על הקרן: חברת פרייבט אקוויטי אמריקנית ותיקה, שנוסדה ב־1986 בידי ברוקס צוג כזרוע השקעות של חברת הביטוח ג'ון הנקוק, והחלה להשקיע בקרנות הון סיכון וחברות ישראליות לפני כעשור.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישה של כ־39% מטלרד בשותפות עם קרן פורטיסימו וקרן פועלים ונצ'רס	העיסקה בוצעה לפי שווי של כ־43 מיליון דולר	אוקטובר 2004	

שם הקרן: פורטיסימו קפיטל			
על הקרן: קרן turn-around שהוקמה בידי יובל כהן ב־2003 וגייסה עד היום קרן אחת בהיקף של 80 מיליון דולר. בין המשקיעים בקרן: הפניקס, קרן הפנסיה של בנק דיסקונט, בנק יהב, מגדל קפיטל, קרן מקפת, לאומי גמל, בנק המזרחי־טפחות, פועלים שוקי הון ומבטחים.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת חברת הפרסום הדיגיטלי פסיאופ	30 מיליון דולר	ינואר 2008	
השקעה, באמצעות הלוואה, בסודה קלאב	22 מיליון שקל	דצמבר 2006	
השקעה בחברת עורב טכנולוגיות תמורת 23.5% ממניות החברה	8.8 מיליון דולר	יולי 2006	
רכישת השליטה בחברת רדוויו	2 מיליון דולר	ינואר 2006	
רכישה, עם שותפים, של כ־55% מחברת נור מאקרו־פרינטרס	12 מיליון דולר	דצמבר 2005	בינואר 2007 נמכרה החברה ל־PH תמורת כ־117 מיליון דולר
רכישה של כ־39% מטלרד בשותפות עם קרן הרבורוסט וקרן פועלים ונצ'רס	21 מיליון דולר	אוקטובר 2004	

שם הקרן: Sky			
על הקרן: הוקמה בסוף 2005 על ידי צבי יוכמן וניר דגן כקרן פרייבט אקוויטי להשקעה בחברות ישראליות בוגרות. גייסה כ־120 מיליון דולר ממשקיעים מוסדיים ישראלים וממשקיעים זרים.			
העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת 50% מהחברה הממוזגת שהוקמה בין החברות נטלי וסקויליף	60 מיליון שקל	מאי 2008	
השקעה תמורת 16% בחברת קרגל	50 מיליון שקל	מארס 2008	
רכישת למעלה מ־23% ממניות פילת הציבורית	2.5 מיליון דולר	ספטמבר 2007	
רכישת השליטה בחברת ההשמה, האבחון והייעוץ "אדם מילוא"	17-20 מיליון שקל	דצמבר 2006	

נספח

רכישת 30% מחברת ברק 013 שבהמשך מוזגה עם נטוויז'ן	20 מיליון דולר	מארס 2006	הומרו אח"כ למניות נטוויז'ן, תמורת 20 מיליון דולר, וביולי 7002 נמכרו המניות ל-IDB
השקעה בחברת אלספק באמצעות רכישת 6% ממניות החברה ואג"ח להמרה	3 מיליון דולר לרכישת מניות ו-6 מיליון דולר לרכישת אג"ח להמרה	דצמבר 2005	

שם הקרן: עילרב השקעות

על הקרן: חברת השקעות ציבורית בניהולו של רוני שטרנבך שהוקמה על בסיס השלד הבורסאי IFN לאחר שקבוצת משקיעים בראשות רוני שטרנבך הזרימה לחברה 69 מיליון שקל.

העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת 31.3% ממניות מדטכניקה (4.5 מיליון מניות) מפמי	117.1 מיליון שקל	דצמבר 2007	

שם הקרן: IEL

על הקרן: הוקמה ביוני 2003, במטרה להשקיע בחברות תעשייה ושירותים הפועלות בישראל או הקשורות לישראל. המשקיע העיקרי בחברה הוא מורטון מנדל מקליבלנד.

העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
רכישת חברת "ביקור רופא" מידי שח"ל	14.7 מיליון דולר	מאי 2005	
רכישת הבעלות המלאה על פניציה ירוחם מידי 3I	12 מיליון דולר	אוקטובר 2004	
רכישת 40.5% מחברת תדביק מידי אלרן השקעות	15.3 מיליון שקל	פברואר 2004	

שם הקרן: פלנוס מזנין

על הקרן: מקבוצת ויולה פרטנרס, המעניקה אשראי מזנין לחברות בשלות, בעיקר מתחומי התעשייה, המסחר והשירותים.

העיסקה	סכום העיסקה	תאריך	הערות
תעמיד לאורד מימון לרכישת א.פ.ס.ק	35 מיליון שקל	יולי 2008	
תעניק מימון לקבוצת התוכן לוגיה, חברת התוכן הסלולרי של סלקום	2.5 מיליון דולר	דצמבר 2007	
מתן אשראי מזנין לחברת EPRS	2 מיליון דולר	אוגוסט 2007	
הלוואה לארקו אחזקות	4.1 מיליון דולר	יולי 2007	מימשה הערבויות לעיסקה בטענה שהתבססה על נתונים שגויים

קסלמן וקסלמן, רואי חשבון, PricewaterhouseCoopers Israel

פירמת קסלמן וקסלמן, רואי חשבון PricewaterhouseCoopers Israel היא בין הפירמות הגדולות והמובילות בישראל במתן שירותים פיננסיים מקצועיים. הפירמה נוסדה בשנת 1924 ומונה כיום 44 שותפים וצוות של כ-850 עובדים מקצועיים בהם רואי חשבון, כלכלנים, משפטנים, מוסמכים במנהל עסקים אנשי תוכנה, מנתחי מערכות, מהנדסים ועוד. הפירמה עוסקת במתן שירותים פיננסיים מקצועיים ביניהם: ביקורת וחשבונאות, ייעוץ עסקי ופיננסי, תכנון וייעוץ בנושאי מיסוי ובינלאומי, ביקורת פנימית, ניהול סיכונים כולל, תמריצים, ממשל תאגידי ושירותי נאמנות. הפירמה הישראלית חברה ברשת היעוץ והשירותים המקצועיים הגלובלית הגדולה בעולם, PricewaterhouseCoopers, (PwC). לפירמה בישראל משרדים בתל-אביב (המשרד הראשי), ירושלים, חיפה ובאר-שבע. לקוחות הפירמה משתייכים לכל ענפי התעשייה, המסחר, השירותים, נדל"ן, חברות היי-טק בשלות וחברות הזנק, המגזר הפיננסי, המגזר הפרטי, הממשלתי והציבורי, וביניהם מספר רב של משקיעי חוץ וכן מוסדות להשכלה גבוהה וארגונים ללא כוונת רווח. יותר מ-140,000 עובדים ב-150 מדינות מאפשרים ל-PwC לספק לחברות מובילות בארץ ובעולם קשת רחבה של שירותים בתחומים הבאים:

ביקורת וחשבונאות

ביקורת חשבונות, עם התמחות מיוחדת בביקורת לחברות היי-טק ומדעי החיים;
מומחיות בתקני חשבונאות בינלאומיים (IAS/IFRS), בכללי החשבונאות המקובלים בארה"ב (US GAAP) ובכללי החשבונאות המקובלים בישראל; תקנות הרשות לניירות ערך בישראל; דרישות הרשות בארה"ב (SEC) ושירותי זרות בינלאומיות אחרות.

תכנון וייעוץ בנושאי מיסוי מיסוי ישראלי

סיוע בהכנת דיווחים לרשויות המס השונות;
משא ומתן עם רשויות מס הכנסה;
מיסוי רווחי הון;
הטבות ותמריצים;
מיסוי מקרקעין;
תכנון היבטי המיסוי הכרוכים בחבילות תגמול עובדים, לרבות תוכניות אופציות;
מסים עקיפים.

מיסוי בינלאומי

זיהוי, ניתוח, תכנון ואופטימיזציה של פתרונות מס בינלאומי;
בחינת השפעתן של אמנות למניעת כפל מס והטבות מיסוי בחו"ל;
בניית אסטרטגיית מס ארוכת טווח וגמישה, המאפשרת הטמעת רכישות חדשות ושינויי מבנה עתידיים;
בחירת סוגי התאגידים המתאימים לפעילויות בחו"ל;
מימון פעילויות והשקעות בינלאומיות;
השבת כספים לארץ ומיסוי הכנסות שמקורן בחו"ל.

שירותי ייעוץ

ייעוץ עסקי ופיננסי

יעוץ בביצוע עסקאות (Transaction Services);
הערכות שווי;
בדיקות כדאיות כלכלית;
יישוב מחלוקות עסקיות וכלכלת רגולציה;
גיוסי הון, ייזום עסקות, מיזוגים רכישות;
ייעוץ במימון פרויקטים;
תהליכי ייעול בחברות.

ביקורת פנימית

שירותי Out-Sourcing מלאים של הביקורת הפנימית;
סיוע לעמידה בהוראות חוק Sarbanes-Oxley;
סקרי סיכונים ועיצוב הבקורות בארגון;
ביקורת מערכות ממוחשבות;
ייעוץ ביישום תוכניות למניעת הונאות.

שירותי ממשל תאגידי ואחריות תאגידי

בניית תוכניות תגמול למנהלים בכירים
פיתוח קוד אתי והטמעת תוכנית אתיקה
בניית מסגרת לשיפור איכות הממשל התאגידי בהשוואה לסטנדרטים ולפרקטיקות מובילות בישראל ובעולם
בניית תשתית למדידה וניהול של הביצועים החברתיים-סביבתיים של הארגון וכן ייעוץ וסיוע בשיפורם של ביצועים אלו

שירותי נאמנות

נאמנות לקרנות נאמנות;
נאמנות לתעודות סל;
נאמנות לאגרות חוב;
נאמנות למניות ואופציות של עובדים.

ניהול סיכונים כולל

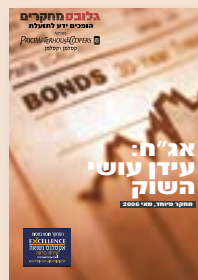
זיהוי סיכונים תפעוליים, טכנולוגיים ואסטרטגיים ובחינת השפעתם על תפקודן ועל הדוחות הכספיים של חברות, וכן גיבוש פתרונות ועיצוב תהליכי בקרה למזעור סיכונים אלה;
ביקורת מערכות מידע וסקירת בקורות בתהליכים עסקיים מתן פתרונות בניהול סיכונים במערכות ERP;
מתן פתרונות בניהול ובאבטחת מידע;
ביצוע סקרי סיכונים כוללים;
גיבוש ובניית תוכניות להמשכיות עסקית;
בדיקת התאמת מערכות מידע פיננסיות להוראות ניהול ספרים.



שוק ההון: הסיבוב הבא – אחרי ועדת בכר, לפני המהפכה הבאות
www.globes.co.il/research/markets



איגוח: מהפכת המימון – שכלול של שוק האשראי בישראל
www.globes.co.il/research/iguach



אג"ח: עידן עושי השוק – שוק איגרות החוב המתפתח
www.globes.co.il/research/agach



נאמנות משתנה – עוף קרונות הוואטסון בציפיה של התחדשות
www.globes.co.il/research/funds



זרים בזירה – מעורבות המוסדות הפיננסיים הזרים בישראל
www.globes.co.il/research/zarim



פנסיה: עתיד משתנה – המהפכה בשוק החיסכון לטווח ארוך
www.globes.co.il/research/pension



הרפורמה בקרנות – מדרך כנס העדויות לשינויים
www.globes.co.il/research/krant_new1



תעודות סל – צמיחה במסגרת מהפכת המכשירים הפיננסיים
www.globes.co.il/research/sal



רווח נקי – קליין טק: רואים רחוק, רואים ירוק
www.globes.co.il/research/cleantech



המפץ הפנסיוני: מדרך כנס השלכות תיקון 3
www.globes.co.il/research/mad-pens



הקרב על הכיס: התחרות בענף הקמעונאות הפיננסית
www.globes.co.il/research/retail



חושבים עתיד: גל ההתפכחות הבא בחיסכון לטווח ארוך
www.globes.co.il/research/bituch

המהפכות בשוק ההון: אתה יודע קודם!

סדרת מחקרים
מיוחדת של
גלובס מחקרים
בשיתוף PwC
קסלמן וקסלמן



www.globes.co.il/research