



צילום: Adam Glanzman/בלומברג

הסוד בקרנות הפנסיה חוסכים שיש להם בתיק נכסים לא סחירים, יכולים לנצל זאת לרווח

אסא ששון 22

בעיית הנכסים הלא סחירים בקרנות ובקופות: "יש מעבר עושר בין עמיתים"

ההשקעה של המוסדיים בנכסים לא סחירים גדלה והולכת • הבעיה: חוסכים שנותרים במסלולי השקעה לא סחירים עלולים לסבסד חוסכים שעוברים למסלול אחר • גיא לקן, האוניברסיטה העברית: "לא הגיוני שאותו חוסך ייהנה מפרמיית אי-סחירות, אם הוא יכול לעזוב"

אסא ששון

הגביע הקדוש של מנהלי השקעות הוא רווח ארביטראז' – רווח ודאי וללא סיכון. לצד ערם של מנהלי ההשקעות, רווח כזה כמעט שאינו קיים. לעתים הוא מבליח בפער בין מניה שני-סחרת הן בישראל והן בארה"ב, אבל ריבוי מכונות המסחר שעו"קבות אחרי פערים אלו מבטיח שהוא ייסגר כהרף עין.

רווחים כאלה צצים לפעמים במקומות צפויים פחות, למשל בקרנות פנסיה וקופות גמל. אחד מסוגי ההשקעות האהובות על המוסדיים הוא נכסים לא סחירים. מדובר במגוון של נכ"סים – החל כאחזקה ישירה בנדל"ן, דרך קרנות נדל"ן ותשתיות, עובר בקרנות גידור ומסד תיים בקרנות השקעה פרטיות. הייחודיות של נכסים אלו היא שהקורלציה שלהם לתנודתיות של מדדי המניות בבורסה נמוכה, והיא מאפשרת להם להניב תשואה יציבה יותר.

אחת הסיבות ליציבות היחסית בתשואות מגיעה מהשעור כיס. מאחר שנכסים אלו אינם סחירים, אין להם בורסה שתקבע את מחירם ושויים. שוויים נקבע באמצעות הערכת שווי – מכשיר בעייתי, שבו למצב הרווח של המעריך יש משקל לא מבוטל.

במחקר של גיא לקן מהאוניברסיטה העברית, לש"עבר מנהל המחלקה הכלכלית ברשות שוק ההון, ביטוח וחס"כ, שהוצג בכנס של שווי הוגן באוניברסיטת רייכמן, הוא מעלה את הנקודה הבאה: בשני העשורים האחרונים, עם ירידת הריבית, חל גידול משמעותי

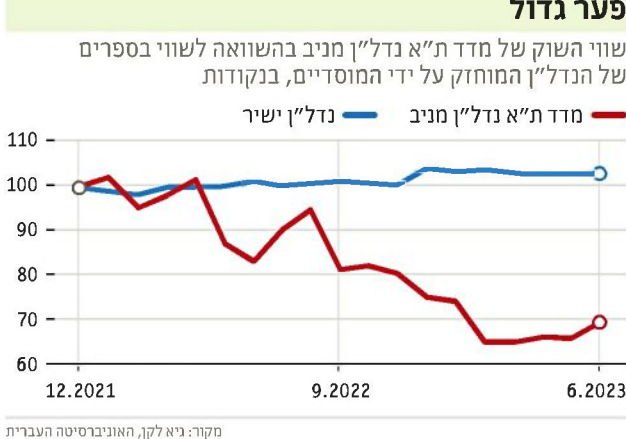


צילום: CEPR Paris Symposium

גיא לקן: "האקוויטי הלא סחיר אינו משוער ברמה יומיומית, ובסוף 2022 הוא היה כמעט פי שניים בסדר הגודל מהחוב הלא סחיר"



נדל"ן מסחרי בבוסטון. השוק נפגע עקב קפיצת הריבית צילום: Adam Glanzman/בלומברג



לפני כשנתיים הגענו ל-70 יוניקור רנים בישראל, וכל שבוע הוספנו 3-4. הייתה שם בועת יוניקורנים חסרת פרופורציות שניפחה מחז"רים בערך פי 10.

היו השקעות שבוצעו ב-2021 על ידי קרנות הון סי"כ ומוסדיים בסטארט-אפים מהסוג הזה שלא הספיקו להגיע לשוק ההון ולהנפיק. מי שנותר לא סחיר בסוף 2022 הציג את אותם ערכים דולריים בסוף 2022 כמו המחיר ששולם לסחירות, אם הוא יכול לעזוב".

בועת יוניקורנים חסרת פרופורציות

גם יאיר לפידות, מנכ"ל ומייסד בית ההשקעות ילין לפידות, רואה בפערים אלו בעיה אמיתית, שיוצרת רווח ארביטראז' למי שנודדים בין המסלולים: "שני ענפים התגלו עוד לפני כשנה וחצי כבעייתיים בעניין השיעורים מול מצב תמחור השוק. הענף הראשון, סטארט-אפים וקרנות הון סיכון



יאיר לפידות צילום: רמי זרנגר

במשקעות של הגופים המוסדיים בנכסים לא סחירים, גם חוב לא סחיר (למשל, הלוואות) וגם אקוויטי לא סחיר (למשל, מניות). לקן אומר: "נפריד בין החוב לא-קוויטי, משום שהחוב משוער ברמה יומית, ולכן נניח שהוא נמצא בשווי הוגן. לעומת זאת, האקוויטי הלא סחיר אינו משוער ברמה יומית, ובסוף 2022 הוא היה כמעט פי שניים בסדר הגודל מהחוב הלא סחיר".

לדבריו, בפנסיה, בגמל ובתי לק מביטוחי החיים קיימים מע"ברים יומיים של חוסכים בין אסטרטגיות השקעה ובין גורפים מנהלים. כשהנכסים הלא סחירים אינם משוערכים ברמה יומית, נוצר מצב של מעבר עושר בין עמיתים. למשל, בקרונה. במרץ 2020 ראינו נהירה של חוסכים ממסלולים שיש בהם נכסים לא סחירים למסלולים סחירים לחלוטין בעלי סיכון נמוך. החוסכים החליטו להקטין את הסיכון שלהם. כל-כיתת, הם מימשו את הנכסים הלא סחירים שלהם בשווי גבוה מהותית מהשווי ההוגן, בהנחה

היחסי בתיק. גם הייעוץ הבנקאי האובייקטיבי הטעה פה בגדול בהקשרים הללו. הוא דחף את הציבור למקומות האלה, יועצים הראו ב-2022 שהמסלולים הלא סחירים לא יירדו הרבה, ודווקא בזמנים האלה הוכנסו הלקוחות לתוך התיק הכי גרוע שיכול להיות, כש'מובטחים' בו הפסדים בחלקים הלא סחירים".

שוק המשרדים נפגע הכי קשה

לפידות מוסיף: "ההחזקות הישירות בסטארט-אפים הלא סחירים וקרנות ההון סיכון הן העולם הכי בעייתי, אך לא היחיד. הענף השני הוא הנדל"ן המניב בארה"ב. השוק שחטף יותר מכ"ל, בין היתר כתוצאה מקפיצת הריבית, הוא שוק המשרדים. למשל, בווינגטון שיעור התפ"ר סה בפועל מגיע לכ-40%".

לדברי לפידות, "שני הגופים שמובילים בתשואות לאורך זמן בישראל בעולם הגמל הם אני ליסט ואנחנו. שנינו לא מחזיקים כמעט בנתח של אקוויטי לא סחיר, סוג של אקוויטי נדל"ן, קרנות פרייבט אקוויטי, כל הדברים הללו. הרגולטור יצר ועדה שתתמודד עם הנכסים הללו ותמליץ מה לעשות בעולם של גמל ופנסיה עם הנתח הלא סחיר, כיצד לטפל בו, אם להגביל את שיעור רי החזקה בנכסים הלא סחירים ואם לטפל בצד השערוך. בסופו של דבר לא נעשה דבר עם ההמ"לצות שהתקבלו, ולא נוצרה כל מגבלה מצד הרגולטור".

לפידות לא אוהב את המודל שיצר הרגולטור. הוא מכנה זאת מודל היברידי, שבו נכסים שונים משוערכים כשיטות שונות. יש נכסים סחירים שמשוערכים לפי שווי השוק שלהם, ויש נכסים לא סחירים שמשוערכים לפי שיטת שיעור כלשהי שפתוחה למניפולציות. "לא שמעתי על אף מנהל השקעות שפוטט בגלל שערוכים יצירתיים בתיק הלא סחיר. בתיק הסחיר שמעתי על כאלה שפוטטו". לקן הציג כפתרון להגביל את המעבר בין מסלולים עם שיעור גבוה של נכסים לא סחיריים למסלול עם שיעור נמוך של נכסים לא סחיריים. מי שא"מור לתת לכך מענה הוא הפיקוח על הביטוח. ואולם, כיום בלשכה בירושלים יושב ממלא מקום – ויומנו גם ככה עמוס. לכן נראה כי פתרון לבעיה כזו ייקח עוד זמן.