

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 04/03/2024

נושא המפגש: "קרנות ההשקעה הפרטיות: מהגדרת 'משקיע כשיר', דרך אופן שערך נכסיהן ועד לצורך בפיקוח על פעילותן"

לחומר הרקע למפגש [לחץ כאן](#) למצגת רשות ניירות ערך [לחץ כאן](#)

לרשימת המשתתפים [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: אמיר אטיאס, אליה ארז, נועה מאור, טל אטיאה, שיר אורן

שלומי שוב

בוקר טוב, אנחנו עוסקים היום בנושא המשמעותי של קרנות ההשקעה הפרטיות. חייב להגיד לכם שידעתי שיש בעיות ועיוותים במבנה הרגולציה על הקרנות, אבל ככל שהתעמקתי בנושא כחלק מההכנה למפגש הופתעתי מהחומרה של מצב הדברים. לכן גם ניסינו במסגרת חומר הרקע להקיף כמה שיותר. וזה האתגר שלנו היום לקיים דיון ענייני ועמוק בסוגיות הליבה בדיון רב משתתפים עם כל הגורמים הרלבנטיים – מנהלי קרנות מהסוגים השונים, רגולטורים, עורכי הדין המלווים את הקרנות שהתרשמתי שיודעים יותר מכולם וכמובן המומחים של הפורום שלנו מהאקדמיה ומהפרקטיקה.

אנחנו לא מקיימים את הדיון היום ב"חדר ריק" – יש שורה של פרשיות שהתגלו בשנה האחרונה שמאד ממחישות לנו ממש בפנים את חומרת הבעיה. מה שהציף את כל הפרשיות זה כמובן השינוי החד בסביבת הריבית, זה אירוע כלכלי חיצוני אבל הוא הציף בבת אחת בעיות וסכנות לא מעטות שגלומות בחולשת הרגולציה בנושא. כמו האמירה של באפט על כך שרק כשמגיע השפל ניתן לראות מי שוחה בלי בגד ים... להבדיל ממצבים שבהם הכל טוב וכולם מרוויחים. כמובן שיש תמיד חשש מרמאיות (fraud) ואנחנו יודעים שחלק מהפרשיות נמצאות בימים אלה תחת חקירה של רשות ניירות ערך בחשד להתנהלות לא תקינה, כמו החשש משימוש לקוי לכאורה במנגנון של ה-IRA כאשר החשש הוא שכספי הריטייל שהושקעו בקרן וולט'סטון המתמחה בהשקעות בתמ"א 38 כדי להימנע לכאורה

מתשקיף, ושווקו תוך ניגוד עניינים. מבלי כמובן לחרוץ את הדין, כמו שאנחנו מכירים את זה מתחומים אחרים – בסיס רעוע יוצר כר פורה לרמאויות והתפקיד של הרגולציה הפיננסית הוא בדיוק לא להשאיר את הפתחים האלה. ואנחנו יודעים שבשנים האחרונות השוק השתולל ולא הייתה ממש אכיפה, כאשר אנחנו לא רוצים לדבר על סיכון עסקי לגיטימי אלא על כשלים מובנים בהתנהלות. אני חושב שדווקא שורת אירועי הכשל האלה שהובילו לפגיעה בכספי ציבור החוסכים יוצרת זמן טוב לשינוי רגולטורי.

יש לנו כאן בבסיס הדיון היום שני וקטורים מרכזיים. האחד, נוגע לצורך להסדיר את פעילותן של קרנות ההשקעה בישראל - תוך התמקדות בנושא השערוכים, שזהו נושא מימוני-חשבונאי קרוב מאד לליבנו כאן בפורום. צריך גם להגיד שמעבר לבעיית שערוכים במספר קרנות, ראינו לאחרונה בעיית נזילות בקרנות פתוחות שנקלעו למצוקת פדיונות לאור פער המח"מ – משיכת כספים קצרה יותר ממח"מ הנכסים הלא סחירים.

הווקטור השני נוגע לאופן ההפצה ולרף של הגדרת המשקיע הכשיר שמחוברים ביניהם, שכאן למעשה נמצא החסם לכך שהשקעות שלא מתאימות למשקיעי ריטייל יימכרו ללא פיקוח רגולטורי מצד אחד ותחת לחץ שיווקי אינטנסיבי מצד שני. מי שקובע את הדברים האלה זה חוק הייעוץ הוותיק וכפי שאנחנו למדים מהפרסומים האחרונים בתקשורת הוא מאד משמעותי – לרבות בהקשר של סלייס שנמצאת כעת לצערנו חזק בכותרות ותיארנו את הפרשה הזאת במסגרת חומר הרקע.

לדעתי ואני כבר אומר אותה בתחילת דברי צריך להכניס פיקוח בסיסי לכל הספקטרום. אנחנו עד כה בישראל הלכנו יותר לכיוון של האמריקאיים שמעדיפים לתת לכוחות שוק לעבוד לפני שהרגולציה בכלל נכנסת לפעולה, להבדיל מהגישה האירופאית עם הרגולציה היותר נוקשה מלכתחילה. אבל בשנה האחרונה אנו רואים שלמרות שבמשך שנים רבות ה SEC נמנע מלהטיל רגולציה על שוק הקרנות הפרטיות הרי שלאחרונה הוא מגביר עליהן את הפיקוח באופן משמעותי.

במקביל אני חושב שצריך גם להוריד את הרף של המשקיע הכשיר שהוא היום גבוה מאד, גם בראיה עולמית. בהחלט אפשר להרחיב את ההגדרה ממה שקיים היום שזה להערכתי פחות יותר האלפיון. כלומר הפתרון טמון בנקודת איזון בין שני הווקטורים, שתהפוך את הרגולציה לאפקטיבית יותר, הרי אין ספק שרמת הפיקוח הנדרשת עבור כספים של משקיעים לא כשירים גבוה לאין שיעור.

אנחנו רואים שגם רשות נייע פועלת כיום בכיוונים האלה, והיא גם פרסמה בינואר 2024 תזכיר חוק שמאפשר הקמה של קרנות נאמנות מפקחות שישקיעו בנכסים אלטרנטיביים (השקעות לא סחירות ונכסים ריאליים) ולא מונע הקמה של קרנות פרטיות – ועוד מעט נשמע את ענבל מהרשות לניירות ערך בנושא.

דבר חשוב נוסף – אני מברך על הקמת הצוות לצמצום הפערים במכשירי השקעה בחיסכון לטווח קצר ובינוני בהשתתפות הרגולטורים הפיננסיים ובראשות מנכ"ל משרד האוצר. אני חושב שכבר לא מעט

שנים בפורום שלנו, לרבות במפגש האחרון שלנו אבל לא רק, אנחנו קוראים לעשות סדר בארביטראז' הרגולטורי הקיים בין פוליסות חסכון שנמצאות בסמכות רשות שוק ההון לבין קרנות נאמנות שנמצאות תחת חוק היעוץ ונמצאות בסמכות רשות ני"ע. בתכלס, פוליסות חסכון שמשווקות על ידי סוכני הביטוח, זה מוצר השקעה לכל דבר ועניין והוא למעשה יוצר מעקף, בחסות החוק, של חוק ניירות ערך ושל חוק היעוץ. גם צריך להשוות את נושא המס בין האפיקים הדומים הללו בראיית המשקיעים. אז גם המהלך הזה הוא קריטי ומבחינתי הוא בסיס חיוני לדיון שלנו היום. אני בכלל מאמין שפתרונות צריכים להתחיל בבסיס קוהרנטי וכשעובדים עקום אז הכל עקום.

כמו שאתם יודעים אנחנו פורום שווי הוגן, וכשמדובר בנכסים לא סחירים אנחנו יודעים את המורכבות של הנושא ועוסקים בו כבר הרבה שנים, ואני חייב להגיד שהופתעתי לרעה מעוצמת חוסר האחידות שיש בנושא בקרנות ההשקעה – יש וריאציות שונות של דיווחי שווי NAV בקרנות פתוחות, לרבות במקרה של קופות גמל IRA ודיווחי חשבונות הון (capital account) בקרנות סגורות, לרבות עלות מותאמת. כמובן שהבעיה חמורה יותר בקרנות הפתוחות כשמשקיעים נכנסים ויוצאים על פי ה-NAV וצריך לזכור שגם דמי הצלחה של מנהל הקרן הפתוחה נגזרים מהשווי המשוער. תחשבו רק על עמיתים שמנהלים את כספם בקופת גמל IRA המשקיעה בקרן חוץ וכאשר הם רוצים למשוך כספים מקופת גמל כזו, עשויים להיווצר פערי עיתוי בשערוך בין העלות המתואמת המדווחת במועד משיכת הכספים לבין השווי ההוגן של ההשקעה המדווח במועד מאוחר יותר. אני גם לא מקל ראש גם במידע שנמסר למשקיעים בקרנות הסגורות – שזה למעשה משתרשר לציבור דרך הגופים המוסדיים.

בדיוק לפני כמה ימים היה תחקיר מעניין בבלומברג, על נושא השערוך של נכסים לא סחירים בקרנות השקעה, בין היתר על בסיס ראיונות של מנהלי קרנות בעילום שם, והחשש שללא פיקוח ראוי למשקיעים כמו גופים מוסדיים וכמובן לקרנות עצמן יש אינטרס שלא לעדכן שווים כלפי מטה לאור עליית הריבית, מה גם שזה גם משדר למשקיעים לכאורה סיכון נמוך יותר קדימה. הם מכנים זאת בכתבה כ"קוד השתיקה" (The code of silence).

בשורה התחתונה, חייבים ליצור סטנדרטיזציה לשערוכים ולתכיפות שלהם – זה חייב להיות שווי הוגן לפי החשבונאות. יש היום תקן חשבונאי בינלאומי שלם בנושא, שאגב זהה לגמרי לתקן האמריקאי, שקובע את המסגרת של שווי הוגן. יבגני ואני אפילו כתבנו על הנושא ספר בינלאומי. אגב, לגבי נכסי חוב יש אפילו מודל שמאושר על ידי רשות שוק ההון והמוסדיים כבר מיישמים בדוחות שלהם.. כמובן שהשערוך בקרנות פתוחות צריך להיות מפקח יותר – בדומה לשערוך של מוסדיים כדי למנוע עיוותים במעברים של משקיעים על פי ה-NAV, אבל אני חושב שצריך לקבוע סטנדרט שערוך דומה גם לקרנות סגורות כמו קרנות פרייבט אקוויטי. אל תשכחו גם שכאשר גוף מוסדי משקיע בקרן סגורה, העמיתים שלו יכולים לנייד כל יום ולכן צריך לדרוש גם כאן תכיפות מינימאלית, כאשר היום הדרישה הרגולטורית היא לדוח מלא לפחות אחת לשנה - וגם אם בפרקטיקה המוסדיים עושים

את כל רבעון – השאלה מה באמת איכות השווי ההוגן עליו הם מסתמכים, אפרופו החשש מ"קוד השתיקה"...

צריך לשים לב שהגופים המוסדיים הישראליים, בהתאם למגמה בעולם, הגדילו באופן דרמטי במהלך העשור האחרון את השקעותיהם בקרנות השקעה פרטיות וראיתם את זה בתרשימים שצירפנו לחומר הרקע שהכין עבורנו גיא לקן מהאוניברסיטה העברית.

למרות שאין הבדל גאפ באופן המדידה עצמו, צריך לדעתי ככל האפשר להעדיף את כללי ה-IFRS לאור דרישות הגילוי הנחותות ב-USGAAP לגבי גופים פרטיים. רמת הגילוי בנושא שווי הוגן היא קריטית. כמו שכבר סיפרתי בדיון הקודם שהיה לנו אני זוכר את הדוחות הכספיים של קרן מרקסטון טרום הנפילה שלה, שהציגו לכאורה שוויים יפים אבל רמת הגילוי הייתה כזאת שלא אפשרה למשקיעים בכלל להסתמך על המידע הזה, הרי הערכות השווי לא מצורפות. אין ערך למידע על השווי ההוגן, שהגילוי על ההנחות ששימשו לחישובו הוא למשל רק שיעור ההיוון ששימש למדידת השווי הוגן בכלל ההשקעות הוא בין 7 אחוז ל-40 אחוז...אני חושב שככל שאנחנו יכולים לבחור הרי שעדיף IFRS וככל שמדובר בקרן אמריקאית אז אין לנו ברירה אלא לקבל את הדיווחים שלה כמו שהם..

מעבר לכך, בדומה לרפורמה האחרונה של ה-SEC אני חושב שצריך לחייב גם קרנות סגורות, כמו הפרייבט אקוויטי, לספק לפחות אחת לשנה לרגולטור דוחות כספיים חתומים. כלומר, לא מספיק להכין דוחות גם צריך פיקוח בסיסי על האיכות שלהם – זה רלבנטי במיוחד כשאנחנו מדברים כאן על אומדנים ותחזיות. כמובן שהרגולציה מתבצעת על פי מיקום של המשקיעים והמשווקים, כך שזה לא רלבנטי אם רושמים את הקרנות מחוץ לישראל וזה לכן גם לא אמור להבריא אותם מהארץ. אין מה לחשוש.

יש לנו היום דיון מרתק וחיוני, יחד עם שני הרגולטורים הרלבנטיים והתעשייה עצמה, וחשוב שנצל כל דקה בו כדי להיות אפקטיביים. אם יש משהו שעולה כחוט השני בכל הדיונים שלנו בפורום במהלך השנים, וזה כבר 13 שנים, זה הצורך לעשות חשיבה מחודשת על מבנה הרגולציה הפיננסית בישראל כי יש חפיפות ועיוותים רבים וזאת עוד הזדמנות שלנו כפורום לזעוק על כך. לפני כשנתיים היה ניסיון כזה של משרד האוצר אבל הוא לא צלח לצערי. בכל מקרה, כל עוד זה לא קורה, שני הרגולטורים הרלבנטיים לדיון היום, חייבים לעבוד בשיתוף פעולה הדוק כדי למנוע את המשך העיוותים.

אמיר ברנע

קודם כל ברצוני לציין שהופתעתי, כשנושא כמו השקעות פרטיות, בחברות פרטיות, יעורר עניין כזה. יש לי רק כמה הערות קצרות. לפי דעתי נתנו תשובות לרב השאלות בחומר הרקע המקיף ובדברי שלומי. רציתי לדבר על שלושה נושאים בלבד שהם הערכות שווי, שקיפות ורגולציה. אדגיש שקיים קשר הדוק בין הערכות שווי ושקיפות, הרי אין הערכות שווי בלי אפשרות לקורא לבוא ולחוות דעה על הערכת השווי. כלומר ללא שקיפות אין ערך להערכת שווי גם כשמדובר בחברות פרטיות. משקיעים

מוסדיים, שחלקם חברות ציבוריות כלומר מייצגים את הציבור, ואם משקיעים כשירים, שהם גם הציבור, רשאים להשקיע באופן ישיר או דרך מתווכים בחברות אלה, מתבקשת בדיקה של המשקיע, התייחסות וביקורת של הערכות השווי. אזכיר את דוח ברנע, שיש לי איזשהו קשר אליו, שהוא חסר פה. אבל אני אומר, הערכות שווי אינן תקיפות אם אין שקיפות, והשקיפות מחויבת אם אתה רוצה להתייחס באופן רציני, לדוחות התקופתיים, השנתיים, הרבעוניים, שמגישה לך הקרן הפרטית. להשקעה בחברה פרטית, על ידי גוף מוסדי, או על ידי משקיע כשיר, יש היגיון כלכלי מסוים. ראשית מתקבלת פרמיית אי סחירות, כלומר תוצאות יותר טובות, ממה שמקנה ההשקעה בבורסה. יש ניצול הזדמנויות יותר טוב, בגלל הגמישות של הנהלת הגוף הפרטי, למצוא frictions בשוק, ולנצל אותם. ולכאורה גם ההשקעה יציבה יחסית. היא לא כפופה לתנודתיות של מחירי שוק, ולפעמים משקיעים מוסדיים רוצים להציג תזרים יותר יציב שלכאורה הוא בעל סיכון נמוך. אמרתי לכאורה. קחו לדוגמה את נושא עליית הריבית שחשפה את נושא הערכת השווי בצורה חדה. היה שינוי מהיר בריבית, אתם כולכם יודעים, בשנה, שנתיים האחרונות. והשאלה היא, האם אותו שינוי, שהשפיע על ניירות סחירים, השפיע גם על ההשקעות הפרטיות בניירות לא סחירים. עכשיו, אומרים לך, המנהלים שם, ברור שאצלנו ההשפעה היא אחרת. היא יותר מאוזנת, כאילו. למה? השוק מגיב ביתר. גם בנקים אגב, להוציא את באור שווי הוגן, אינם משנים את שווי ההלוואות, או תנאי האשראי, על בסיס שינויי ריבית בשוק. יותר מזה אומרים לנו כי הערכת נכסים בחברות היא על ידי שמאים או מעריכי שווי אחרים. לשאלת השאלה למה צריך מעריכי שווי אם מחפשים את האקוויולנט בשוק הסחיר. לכאורה, הערכות השווי בעצם מבודדות את ההשקעות הפרטיות מתנאי השוק השוטפים. אינני מקבל הסברים אלה. אסור לשחרר את ההשקעות הפרטיות מהשפעות השוק. נתייחס לקרנות פתוחות. אם קרן פתוחה, מדווחת, על בסיס שהוא שונה מהערכת השוק, למשל של השפעת שינוי הריבית, שמשפיעה באופן חד על ניירות סחירים, נניח, של חברות אשראי, או אשראי חוץ-בנקאי, אז ברור שמעבר מהקרן לשוק, כדאי לכל משקיע כי הוא קונה את ניירות הערך במחיר הרבה יותר נמוך מהמחיר בו הוא פודה את השקעתו בקרן. לכן יש לחץ של פדיונות. אם יש לחץ על פדיונות יש בעיה של חלוקה בין העמיתים, שהיא בעיה קריטית, אתה לא יכול להשאיר עמיתים, שהם במצב יותר נחות, מעמיתים שמממשים. ומה לגבי קרנות סגורות? הרי כל נושא שוק ה-secondary, כשרואים פער גדול במחיר, בין השוק ה-secondary ובין אותו נייר ערך, שמוערך, נאמר, בקרן, מה אתה מסיק מזה? מה המחיר הנכון לך, כמשקיע מוסדי? מה לשים בדוח שלך? את המחיר משוק ה-secondary, או המחיר הזה שהקרן דיווחה עליו? שהוא נעשה על בסיס הערכת שווי שלא ראית את הפירוט שלה ואתה לא יודע על איזה הנחות היא הסתמכה.

אז מה לעשות? האם לקחת את המחיר בשוק ה-secondary כמחיר שוק שמבטא את שווי ההשקעה הזאת? או שגם אצל המשקיע המוסדי יהיה העיוות הזה בין משקיע פורש למשקיע שנשאר. אלה שאלות פתוחות והן חלק מהדיון. האם קרנות ההשקעה האלה שמייצגות גם משקיעים כשירים וגם גופים מוסדיים, האם חלים עליהם אותם תנאי הגילוי שישנם לחברות ציבוריות. כן או לא. הנושא

קשור לבעיית הנזילות בקרנות האלה. זה נובע מהלחץ למשיכות מהקרן כאשר ישנו פער בין השווי שהקרן מציגה לבין שווי השוק של השקעות אקוויולנטיות. זה הנושא הראשון. הנושא השני הוא נושא השקיפות. נושא השקיפות הוא מאוד בעייתי. עכשיו, יש כמה זוויות לדבר הזה. נתחיל באמת בדוח ברנע. אם חברות ציבוריות מגלות את דוחות ברנע, וכמובן שהם צריכים לעדכן אותם, וזו עבודה שעשינו לפני עשרים שנה והיא כבר אולי פחות אקטואלית. בעולם של ההייטק היא כבר לא כל כך תופסת, אבל הדוח הזה נותן ביטוי למה הדירקטור עושה, במה הוא משקיע, מה המדיניות שלו, מה הרגישות שלה. הדוח הזה איננו בקרנות הפרטיות. יותר מזה, לא יודעים אפילו על ניגוד עניינים. האם ההשקעה בחברה זו או אחרת של החברה הפרטית נבעה משיקולים זרים. למשל קחו אלמנט אחד פשוט בשיקולים זרים, דמי ניהול, כמה דמי ניהול משולמים. אם אני משקיע בחברה פרטית יש לי שלוש רמות של דמי ניהול: אני משלם למנהל ה-family office שלי או מי שמנהל לי את התיק, כאשר אינני יודע כמה מנהל הקרן עצמו לוקח ואפילו לא יודע כמה מנהל התיק שלי מקבל, החזר או חלק מדמי הניהול מהקרן הפרטית הזאת. אם אין גילוי מלא של הדברים האלה, כמה מקבלים, איך זה יעלה על הדעת שאני בתור משקיע שמשלם דמי ניהול בישירות ובעקיפין, לא מקבל דיווח מה היקף דמי הניהול הזה? איך אני יכול לבחור מנהלים אם אני רוצה להקטין את דמי הניהול שאני משלם? עכשיו האמונה הזו שמנהל תיקים שלך לוקח רק ממך היא לא קיימת, מנהל תיקים לוקח ממך ולוקח גם ממי שהוא משקיע אצלו ולך תדע מה מנהל הקרן עצמו מקבל כשהוא משקיע בחברה מסוימת. אז אני אומר, זה אספקט אחד של נושא השקיפות, אולי לא הכי חשוב, אבל רק לתת לכם מושג איך אנשים משקיעים בקרנות פרטיות ולא יודעים את הדברים האלה, שלא לדבר על נושא הגילוי והיכולת להעריך השקעות והיכולת לבקר או לנהל, לחוות דעה האם להשקיע בקרן א' או ב', לפי מה. והדבר האחרון שאני רוצה להתייחס זה נושא הרגולציה. נושא הרגולציה הוא מורכב. תראו, לכאורה, למה צריך פה רגולציה? לכאורה מדובר פה רק על משקיעים כשירים ומותר לאדם לבחור באיזו דירה הוא יגור, הוא לא צריך רגולציה. אדם משקיע כשיר, את ההון שנדרש בתקנות, 8 מיליון או 12 מיליון הון נזיל, יש לו יכולת ספיגת הפסדים אבל אינני חושב שזאת השאלה שקשורה לרגולציה. השאלה שקשורה לרגולציה, שאותה למדנו כבר לפני שנים היא האם קריסה של קרן הון כזו, קרן פרטית כזו, יש לה השפעות רוחביות, האם קריסה נניח של קרן כמו סלייס, האם היא מקומית או יש לזה השלכות רוחביות. בסך הכל הרגולציה הפיננסית נכנסה רק בגלל ההשפעות הרוחביות. הרגולציה לבנקים באה מתוך הנחה שאם בנק קורס יש לכך השלכות רוחביות על כל שוק האשראי. האם, יש כאן השפעות רוחביות, זו השאלה שהטרידה אותי, האם נדרוש חובה דמות תשקיף. גילוי בנוסח כזה. שאלה פתוחה. אבל לפחות האלמנט הזה של ארביטראז' רגולטורי, הוא קיים. לגבי משקיע כשיר, הלוא כשאתה מציע לו באמצעות מתווך, יכול להשקיע בהשקעות סחירות או לא סחירות, והשאלה של הארביטראז' הרגולטורי קיימת פה. אם דרישות הגילוי נכונות לגבי השקעות סחירות, מדוע אינן נכונות לגבי השקעות שאינן סחירות? לי אין ספק שהרגולציה צריכה להיכנס לתחום של השקעות פרטיות, כל עוד הן ניזונות מכספי מוסדיים וכל עוד הן ניזונות מכספי משקיעים כשירים, שהם בעצם

הציבור הרחב של משקיעים פסיביים. במילה אחרונה, אני בא ואומר למשקיעים בקרנות פרטיות ולמנהלים שלהן שימו לב למחירי שוק והכניסו ושלבו מחירי שוק בתוך ההערכה. גם מי שלא מאמין בחוכמת השוק. כנראה רוב המשקיעים סומך על השוק אחרת איך תסבירו את המעבר להשקעות פסיביות, להחליף השקעות אקטיביות. במידה מסוימת המעבר אומר משהו לגבי חוכמת השוק והקשר וההחלטות של השוק לגבי הערכת שווי נכסים. ואני אומר ברור תנו לשוק להשתלב הרבה יותר עמוק בהערכת שווי של נכסים בחברות השקעה פרטיות.

ענבל פולק

שלום לכולם. אני ענבל פולק, אני מנהלת את מחלקת השקעות ברשות ניירות ערך ואיתי מאיה גרטי גלבע מנהלת יחידת פיתוח וחדשות פיננסית ואורנה נחום היועצת המשפטית של מחלקת השקעות וגם אילן גילדין, הכלכלן הראשי ברשות. מחלקת השקעות ברשות ניירות ערך פועלת מתוקף ארבעה חוקים נכון להיום: חוק השקעות משותפות בנאמנות, שכבר נציג את ההיבטים שלו, חוק הסדרת העיסוק ביעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות ועוד שני חוקים שקשורים לעולם הפיננסי החדש: חוק נותני שירותי מידע וחוק נותני שירותי תשלום שייכנס לתוקף ביוני, עליהם פחות נדבר היום. שלומי הציג שבתחילת השנה פרסמנו תזכיר חוק המרחיב את חוק השקעות משותפות בנאמנות לפיתוח של קרנות השקעה פרטיות בנאמנות, אלה יהיו קרנות נאמנות לכל דבר ועניין שיכולו להשקיע, מלבד בני"ע נסחרים גם בניירות ערך שאינם נסחרים וגם בנכסים שהם אינם ניירות ערך, נכסים ממשיים. אני אגדיר בקצרה מה זו השקעה אלטרנטיבית בכלל מבחינתנו, מה הם התועלות בכלל למוצר השקעה זה, ההסדרה בעולם, כפי שהוזכר על ידי שלומי, של ה-SEC. אציג גפ מה קורה באירופה ואנגליה, ההסדרה המוצעת היום על השולחן שלנו, מאפיינים מהותיים של המוצר למשל - שערך, אבל זה לא המאפיינים היחידים שנצטרך לתת את הדעת לגביהם ומאוד נשמח לשמוע כאן בפורום את הדיון, וניגע במתווכים ונעשה סדר בכל ההגדרות השונות כי חוקים שונים מגדירים משקיעים בצורות שונות. אז השקעה אלטרנטיבית זו השקעה בנכסים שאינם רשומים למסחר, הון פרטי, חוב פרטי לא סחיר ונכסים ממשיים, דוגמה נדל"ן, תשתיות.. חוק הקרנות הוא חוק שהגדרה שלו היא הגדרה מאוד רחבה. הוא קובע תחולת על כל הסדר שמטרתו השקעה משותפת בניירות ערך והפקת רווחים משותפים שמוחזקים ביחד או כל עסקה שנעשית באותה קרן. אבל מעבר לזה, מעבר להגדרה הרחבה יחסית, התקנות שנלוות לחוק הן תקנות שמסדירות ניהול מוצר בצורה מאוד מאוד מאוד מוגבלת. התקנות נכנסות לסוג הנכסים, לרמת המגבלה וחשיפה לכל נכס ונכס, לאיך אתה משערך, מ-OTC ודרך אופציות וכולי. זאת אומרת חוק מאוד מאוד קפדני ובין היתר הרגולטור פה בא ואמר אני קובע, בגלל שזה מוצר השקעה, נכס פיננסי, למשקיע ה-retail, אני צריך להגן על המוצר ולהפוך אותו למוצר שקוף. רמת הגילוי היא אדירה בישראל, יותר מבכל מקום אחר בעולם. ולכן על פי ההגדרה הרחבה קרן פרטית שמשקיעה בניירות ערך בהחלט נופלת בהגדרה של חוק הקרנות, אבל בגלל כל המגבלות שמלוות את החוק הזה הוא לא נותן מענה להשקעות כמו בקרנות

private equity, עד לאחרונה, החוק לא נתן מענה גם לקרנות גידור אבל אנחנו עשינו תיקון וגם הכנסנו אפשרות שקרן גידור בנאמנות תהיה תחת החוק. אז הקרנות האלה מחפשות אפשרות לפעול שלא תחת החוק וזאת באמצעות חריג של הפצה. הן אומרות אנחנו לא נפיץ ל-retail, ואם לא נפיץ ל-retail אז החוק לא ייפול עלינו. אז החריג הזה של לכמה אני יכול להפיץ הוא חריג שאומר ככה: אם אתה מפיץ בכל שנה ל-35 לקוחות retail בלבד ועד 50 בסך הכל בקרן, חוק הקרנות חל עליך. אנחנו בשוק הישראלי בגלל שאנחנו שוק קטן אנחנו נוטים יותר לגישה האמריקאית - כשמתחיל שוק להיווצר אנחנו כרגולטור לא רצים מיד לשים עליו את החוקים. אנחנו מחכים ורואים לאן השוק מתפתח וכך קרה. ולפני עשר שנים בדקנו כמה כסף מנוהל בשוק האלטרנטיבי, הוא לא היה גדול, זה לא היה הרבה כסף. אבל בגלל שנים של ריבית נמוכה, בגלל שהתחילו לשלב את הקרנות האלטרנטיביות וההשקעות הפרטיות בתוך התיקים המנוהלים גם ללקוחות יותר קטנים, גם ללקוחות פרטיים ולא רק למוסדיים, היום אנחנו במקום אחר ולכן אנחנו חושבים שנכון שנתאים את הרגולציה, כי המצב נכון להיום הוא שהמוצר אינו מפוקח וגם התיווך לגביו אינו מפוקח. ולמה כדאי, ובואו נדבר רגע על כמה דברים נהדרים שיש בקרנות השקעה פרטיות ולמה כדאי לשלב אותם בתיקי ההשקעות גם של המוסדי וגם של לקוח פרטי, כי זה עונה לצורך של גיוון ואנחנו יודעים שמנהלי ההשקעות, ולא משנה אם הם הכי טובים בעולם, היכולת שלהם להוריד את הסיכון של התיק היא ב-diversification. אנחנו רואים, בניתוח שעשו Preqin על ידי מוסדיים שמשקיעים בקרנות פרטיות או סוגים של קרנות אלטרנטיביות private equity, venture capital, private debt, hedge funds, וכולי. הרוב נותנים מענה קודם כל ל-diversification, אבל לא רק. זה גם נותן, הכנסה קבועה לקרן המנוהלת, לתיק המנוהל, אם השקיעו למשל בקרן חוב או קרן שמשקיעה בנדל"ן שנותנת כל רבעון את השכר דירה וכולי, וזה מוריד את התנודתיות של התיק. אגב, אנחנו מדברים הרבה על שערך של נכסים שאינם נסחרים, מצד אחד יש לדון בשווי נכסים אלה, אבל יש גם מקום לדון ברמת הסיכון שלהם. ואין ספק שנכס שאינו סחיר כל יום והוא לא קורלטיבי לשוק, הוא לא חשוף לתנודות השוק, והוא לכאורה, לכאורה, פחות מסוכן.

אמיר ברנע

אני חולק עליך.

ענבל פולק

רגע, אני רק אומרת, אני רק מציגה את הזה. הוא לכאורה מסוכן פחות. אני לא חושבת שהוא מסוכן פחות, אני חושבת שהוא פחות תנודתי, זה לא אומר שהוא מסוכן פחות.

אמיר ברנע

איך זה מסתדר?

ענבל פולק

כי סיכון נמדד בסוף באיזה מחיר אני אצליח לממש את הנכס. והמחיר שאני אצליח לממש את הנכס, ועכשיו אנחנו מגיעים לנושא של שערך, האם אנחנו צריכים לעשות שערוכים לפי המחיר של מכירה, אם הייתי מוכר אותו עכשיו, יכול להיות שהתנודתיות תהיה מאוד מאוד גבוהה, ואני לא ממש משערך לפי המחיר שאני יכול למכור אותו ברגע זה, אז אני יכול לשים שם איזשהו קו ולכאורה הוא לא תנודתי.

אמיר ברנע

את כופרת ביעילות השוק. תמשיכי.

ענבל פולק

לא, בנכס לא נסחר אני מדברת.

אמיר ברנע

אני מבין אבל מה זה משנה, אבל טוב, אוקיי, בסדר.

ענבל פולק

אנחנו כרגולטורים כרגע לא מבקשים שיהיה היום דיווח יומי בנוגע לכמה היית מקבל אם היית מוכר את הנכס היום.

אמיר ברנע

הבנתי. הערכת השווי.

ענבל פולק

התועלות בעצם החלת רגולציה על השקעות פרטיות או על השקעות אלטרנטיביות. אז קודם כל הגנה על משקיעים, אנחנו מבינים שיש רצון של משקיעים לשלב השקעות אלטרנטיביות בתוך התיקים ואנחנו לא מגנים לא על המשקיע, לא מפקחים לא על המוצר ולא על אופן התיווך. גיוון של תיק ההשקעות, זה כבר ציינתי. פיזור והורדת לכאורה התנודתיות של התיק. תועלת נוספת היא הזרמת הון נוסף לעידוד המשק. לא נכון עבור כל חברה לגייס מימון באמצעות הנפקה בבורסה, שהיא תירשם להיות נסחרת בבורסה, לא כל הלוואה צריכה להיות רשומה למסחר בבורסה, ואנחנו באמת חושבים שהשקעות, הלוואות לחברות על ידי אנשי מקצוע יכולות להיות משולבים בתוך קרנות שהן כן קרנות שמפיצים אותן ל-retail. תועלת נוספת נוגעת להשקעות ערכיות, אנחנו לא מדברים יותר על ESG, זה לא באופנה כרגע בגלל המלחמה, אבל תדעו רק נתון שאחוז ניכר, 50%, מקרנות פרטיות באירופה, לקחו על עצמם גם מגבלות השקעה ערכיות. אז בואו נדבר קצת על רגולציה בעולם ותראו כמה אנחנו

כרגולטור נתנו לשוק לצמוח ולגדול לפני שאנחנו בעצם מתחילים ונכנסים אליו ועושים פה סדר. אז השוואה לעולם, ולא רק בארצות הברית, גם באירופה וגם באנגליה יש רגולציה על השקעות אלטרנטיביות, הן על הגוף המנהל והן על הקרנות עצמן. השינוי שה-SEC עשה בחודשים האחרונים היה להוריד את הסף. מ 150 מיליון דולר בקרן עליה להירשם אצל הרגולטור, אלא מ-50 מיליון דולר. ובדיוק כמו שאמיר אמר, זה כי הרגולטור מבין שקיימת השפעה רוחבית, כמות הכסף שמנוהל בקרנות אלה והאופן שהוא מנוהל, יש לו השפעה רוחבית ולכן הרגולטור צריך לבוא ולהגיד את דברו. קהל היעד אגב זה גם משקיעים מוסדיים וגם הציבור, זאת אומרת יש קרנות שהן למוסדיים בלבד והרגולטור באירופה ובארה"ב בא ואומר לא משנה לי מי המשקיע, אם זה לקוח כשיר יחיד פרטי או אם זה מוסדי, עדיין תהיה רגולציה על המוצר. אלה סוגי הקרנות, שימו לב באירופה הן נקראות ELTIF 2.0, בדצמבר יצא עדכון פשוט ל-ELTIF ועכשיו זה ELTIF 2.0. באנגליה זה LTAF ומאוד דומה רק שהם עשו את הספין-אוף שלהם, ובארצות הברית את ה-US Business Development Companies שהן נסחרות בכלל.

המינימום השקעה בנכסים שהם לא סחירים ב-ELTIF זה מינימום 55%, 50% LTAF, ומינימום 70% בקרנות האמריקאיות. ההתייחסות בנוגע לניזילות הקרנות - בקרן שמשוקת למשקיע היחיד שהוא, מאוד קשה למשקיע היחיד להשקיע לעשר שנים בממוצע בלי לקבל את הכסף בחזרה בדרך או בלי יכולת לפדיון או פדיון חלקי, הניזילות היא נושא מאוד מאוד משמעותי. אנחנו ראינו ושוחחנו עם רגולטורים באירופה. היה race to the bottom ברמת התקופה הנוגעת לניזילות הקרן. אז הרגולציה באה וקובעת גבולות הנוגעים לניזילות שצריכה להיות, למשל באירופה, רבעונית עם עד 12 חודשים, זה המון זמן, אבל עד 12 חודשים הודעה מוקדמת והתאמה לנכסי הקרן כמובן. באנגליה הם הלכו על אפשרות כן לרדת מרבעוני לחודשי עם הודעה מוקדמת של תשעים יום, ובארצות הברית אנחנו מוצאים קרנות נסחרות עם מנגנון ניזילות תקופתי, slow paid liquidation. אז רשות לניירות ערך החליטה שנכון שיהיו כאלה מוצרים גם ל-retail הישראלי, גם למשקיע, לכל משקיעי הציבור, ובאמת הצענו בתזכיר החוק לעידוד פעילות בשוק ההון הצעה שבאה ואומרת אנחנו נשנה את חוק השקעות משותפות בנאמנות ככה שהוא יוכל להכיל גם קרן השקעות פרטיות בנאמנות. והמאפיינים העיקריים לגבי הקרנות האלה זה שזה קרן פתוחה מועדים קבועים. קרן פתוחה מועדים קבועים זה כמו קרן סגורה עם תקופות פדיון יחסית ניזילות. היא תוכל להציע שילוב בין נכסים סחירים לבין נכסים שהם אינם סחירים ונכסים שהם אינם ניירות ערך. אנחנו, כמו באירופה, חושבים רבות על מומחיות הניהול. לדוגמה, לא כל מנהל שיודע לנהל קרן מחקה על תל אביב שלושים וחמש גם יוכל אולי לנהל קרן שמשקיעה בנכסים שהם לא סחירים. איך הוא יודע לעשות שערוכים, מה היצע העסקאות שיש למנהל, כמות ההזדמנויות וכולי. שערך תקופתי, אני אדלג על הנושא הזה כי הוא יפתח לדיון, אבל השערך הוא נושא מאוד מאוד חשוב. מנגנוני הניזילות, יש הרבה מאוד סוגים של מנגנוני ניזילות. אחד מהם, שאגב באיוסקו דנים בו בשנים האחרונות, אנחנו היינו חלק מתהליך של סקר לגבי ניזילות גם של קרנות נאמנות רגילות. המסקנות אליהן הגיבו הרגולטורים בעולם בתחום נייע הן שלא יכול

להיות שבמיוחד בתקופות קיצון של פדיונות מאוד גדולים run on the fund מי שנשאר מחזיק את יחידות הקרן בעצם מקבל את כל מה שאי אפשר היה למכור. ואחד המנגנונים, אחד הכלים שבאים ואומרים כאשר לקוח פודה, אז מחיר הפדיון ישקף כאילו נמכרו כל הניירות בפרופורציה שהן מוחזקות בקרן, ולא רק את הניירות שנמכרו בפועל. זה לא פשוט בכלל אבל זה על שולחנו. לא רק על שולחנו אלא על שולחן כל רשויות ניירות הערך היום. קהל המשקיעים הוא כל משקיעי ה-retail והתיווך. אז בואו ניגע רגע ממש בשקפים האחרונים לדון בנושא התיווך. אז אני רוצה לעשות קצת סדר. מי הם סוגי בעלי הרישיונות, תחת חוק הייעוץ בעל רישיון יועץ - הוא יכול לתת ייעוץ לכל סוגי המשקיעים ואסור לו לקבל תגמול אלא מהלקוח. יש מנהלי תיקים שהם יועצים והתגמול היחיד שהם מקבלים זה מהלקוח. זה מפוקח ורשום ונבדק על ידי הרשות. בעלת רישיון משווקת היא יועצת עם זיקה, עליה חלים כל החוק וכל התקנות וכל ההוראות בחוק הייעוץ, היא חייבת בהסכם עם הלקוח ובבירור צרכים והתאמת הנכסים הפיננסיים לצרכי לקוח ואמון וזהירות וכו', רק שיש לה זיקה ולכן היא גם חייבת לפי החוק לגלות כל ניגוד עניינים שיש לה. לא כזה עתידי אלא שנייה לפני שהוא קורה, הגילוי אינו תיאורטי אינו גילוי "אולי יכול להיות שבעתיד יהיה לי ניגוד עניינים", לא. כשהיא מציגה ללקוח שלה או ללקוחה הצעה שיש בה ניגוד עניינים, היא צריכה בגילוי והיא יכולה לשווק לכל סוגי המשקיעים היחידים והתאגידיים בדיוק כמו יועץ השקעות.

אמיר ברנע

סוכן ביטוח:

ענבל פולק

היא לא סוכן, אני עוד מדברת על בעל רישיון יועץ השקעות או משווק השקעות של רשות ניירות ערך. מי שאין לו, אינו בעל רישיון השקעות, הוא סוכן פנסיוני וסוכן ביטוח או family office ללא רישיון (כי הוא נוטה רק לתת שירותיו לכשירים) אך עם זיקה לנכסים פיננסיים הוא יכול לתווך למשקיע כשיר יחיד לפי הגדרתו בחוק הייעוץ. עכשיו בואו נעשה סדר מה ההבדל בין סוגי הלקוחות. retail זה כל אחד ואחד, הוא יכול להתחיל להשקיע ממאה שקלים (כי יחידה של קרן נאמנות שמונפקת, לרוב מונפקת במחיר של מאה). retail זה כולם. עכשיו, אני לוקחת אתכם רגע אחורה. אם אני בעלת רישיון ייעוץ או שיווק, זה לא משנה, ואני רוצה לשווק מוצר שאין לו היתר הפצה בישראל, משמע אין לו תשקיף או דרך אחרת שהרשות אישרה לו להפיץ את המוצר, המוצר אינו תחת פיקוח הרשות, אז אני כבעלת רישיון יכולה להפנות את ההשקעה הזאת, למשל בקרן פרטית, קרן גידור בארץ ובעולם, לא משנה איפה היא הוקמה ונרשמה, ללקוחות שמוגדרים מסווגים יחידים תחת חוק ניירות ערך, בתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך. זה משקיע מסווג יחיד. המבחן של האם אני יודעת אם הלקוח שלי הוא מסווג יחיד זה אם יש לו או 8 מיליון שקל נזיל ומעלה או מבחנים כמותיים של הכנסות אחרות. המבחן הכמותי הוא הכנסה של יחיד הוא 1.2 מיליון שקל או כזוג, משפחה, 1.8 מיליון שקל הכנסה בשנה.

ענבל פולק

לשנה. במהלך השנתיים האחרונות בכל שנה, או חמישה מיליון שקל נזיל עם הכנסה של כשש מאות אלף שקל כיחיד וכתשע מאות אלף שקל כזוג, בשנה בשנתיים האחרונות. מבחנים כמותיים, וזה או, או, אבל עברת את המבחן הכמותי הזה, אתה לקוח מסווג. מה זה משקיע כשיר יחיד? הוא מוגדר בחוק הייעוץ. עכשיו אם איני בעלת רישיון, את מתווכת נכסים פיננסים אליהם יש לי זיקה, אז אסור לי לפנות אלא ללקוח כשיר יחיד. עכשיו אנחנו מדברים על מבחנים הרבה יותר קשים, על המשקיע לעמוד ב-2 מבחנים מתוך שלושה מבחן כמותי של 12 מיליון שקל נזיל מבחן איכותי של הבנה בשוק ההון או כמות הפעולות בחודש, סוחר. שניים מתוך שלושה חייבים להתקיים בשביל להיות לקוח כשיר יחיד. למה החוק שם את הרף כל כך גבוה? בגלל שאין פה פיקוח לא על המוצר ולא על המתווך. בואו ננסה לקיים את הדיון עכשיו גם בנושא הזה בין שתי ההגדרות האלה, כשיר ומסווג, הכל תלוי במי המתווך. וזהו, ובזה סיימתי.

יאירה פרנקל

בתקופה האחרונה אנחנו רואים עניין גובר של הציבור בהשקעה בנכסים לא סחירים, על רקע התנדדות בשוקי ההון ובמטרה לגוון את תיק ההשקעות.

ההסדרה החלקית של התחום יוצרת הגנה חסרה על הציבור ולכן אנחנו במשרד המשפטים תומכים במאמצי רשות ני"ע להסדיר את תחום ההשקעות הלא סחירות באמצעות הבורסה, ופועלים בשיתוף איתם לקדם את החקיקה בנושא. במסגרת תיקוני החקיקה הנדרשים, אנחנו פועלים גם להבטיח שיהיו בידי הרשות מלוא הכלים הנדרשים להתמודדות עם האתגרים המיוחדים שההשקעה והמסחר בנכסים הללו מציבים – בהם הצורך בניהול מתמחה ומקצועי של ההשקעות, קבלת ייעוץ מותאם בטרם ההשקעה ושערוך ראוי של הנכסים – וזאת באמצעות הענקת סמכויות לרשות למתן הוראות רגולטוריות מותאמות בתחומים אלה.

אנחנו מקווים שפתיחת אפיקי ההשקעה המפוקחים, תעודד השקעה של הציבור באמצעי ההשקעה המוסדרים ותביא להגנה משופרת על הכספים והאינטרסים של הציבור.

שלומי שוב

אבי, ספר לנו קצת מהזווית שלך כמנהל קרן פרייבט אקוויטי, איך אתה רואה את הדברים.

אבי אורטל

תראה, א' אני אדבר רגע, יש לי שתי זוויות, א' זווית של מנהל קרן, אבל זווית אולי יותר חשובה זה שבעצם בתמש השנים האחרונות ניהלנו את לאומי פרטנרס ושם ראינו תיק קרנות מאוד גדול, תיק שנע על פני עשרים שנה וראינו בעצם את כל התעשייה, גם את תעשיית ה-PE, הקרנות ה-Private Equity, גם את תעשיית הקרנות סיכון, ועם ראייה מאוד טובה על השוק גם בארץ וגם בחו"ל. אז א'

אני אולי אגיד שלוש תובנות מהתיק שלנו, של כלליות: אחת, תעשיית ה-Private Equity בישראל תעשייה מאוד מאוד טובה, תעשייה מאוד מוצלחת ברמת ה-cash on cash. אתה מסתכל על התעשייה הזו ברמת 20 שנים, אתה מסתכל מה היה החוזרים של התעשייה בכלל של הקרנות הישראליות, אז החוזרים הם חוזרים יפים, החוזרים דו-ספרתיים נטו למשקיעים. דו-ספרתיים נמוכים אגב, לא 20%. דו-ספרתיים אבל נמוכים למשקיעים וזה cash on cash והוא מאוד מאוד חשוב, כי בסוף תעשיית הקרנות יש הרבה Fair market value ואנחנו מאוד מסתכלים על הנושא של cash on cash. תעשיית ה-VC היא פחות מוצלחת, גם הקרנות, בייחוד הקרנות הישראליות על פני אותה תקופה טובה. וככלל הקרנות הישראליות יותר טובות מהקרנות הזרות. אגב, גם במאמר שצרפתם, גם בחומר שצרפתם רואים שאצל המוסדיים הקרנות הישראליות יותר טובות מהקרנות האמריקאיות בגלל בחירה, בגלל עיקרון הבחירה וההכרה של השוק וכולי. אז זה ככה אולי תובנות מהעמיד. אנחנו בכלל מאוד אוהבים את ראיית התזרים, פחות את ראיית השערך, ובסוף קרן נמדדת לאורך שנים על פני, האם היא עשתה תזרים, אפרופו DCF, זאת אומרת, האם בסוף התזרים, שבין אם זה X על ההשקעה, בין אם זה IRR לאורך השנים, אבל בסוף זאת הראייה האמיתית. חלק גדול מהקרנות, בכלל בתעשייה, הן קרנות על בסיס השווי המשוערך ולא על בסיס השווי התזרימי, באמת מה שיוצר את הבעיות שאיתן אנחנו מתמודדים, אבל בעצם אם היינו יודעים לייצר תעשייה שנמדדת על תזרים, בסופו של דבר על תזרים, אין ספק שכולנו היינו בקרקע הרבה יותר בטוחה. אני חושב שאגב אפרופו הדברים שאמר אמיר מבחינת קרנות ה-Private Equity בארץ, כולן מאוד מאוד מפקחות כבר. זאת אומרת, רוב קרנות ה-Private Equity בארץ, ואני חושב שגם ה-VC שבהן יש משקיעים מוסדיים, הן קרנות מאוד מפקחות. יש בהן דוחות רבעוניים, יש בהן דוחות שנתיים, יש הערכת שווי חיצונית,

שלומי שוב

דרך הדרישות של המוסדיים.

אבי אורטל

כן, דרך הדרישות של המוסדיים. זאת אומרת, כל אותה רפורמה שעשתה הרשות לניירות ערך האמריקאית היא בפועל מיושמת היום בכל קרנות ההשקעה הפרטיות, ולכן אני לא חושב, יש פה שאלה האם צריך לתת עוד רגולציה לקרנות האלה, אני בספק. אני חושב שבסוף יש יתרון גדול בפער בין השוק הציבורי לשוק הפרטי. המשק כן רוצה לעודד השקעות בשוק הפרטי, כן רוצה לתת את המח"מ הארוך הזה ולא דווקא את הראייה הרבעונית של Mark to Market ועם הדיווחים הרבעוניים, ולכן אני לא חושב שההצעה של אמיר לעשות דוח ברנע או לתת גילוי שהוא גילוי, כמעט גילוי תשקיפי, לקרנות השקעה פרטיות, היא הצעה נכונה ברמת האיזון בין מצד אחד הצורך בשקיפות, מצד שני היכולת לעבוד עם מח"מ ארוך, עם מטרות ארוכות, לאו דווקא עם מטרות רבעוניות, מה שיותר מייחד חברות

אמיר ברנע

אתה בעד פרסום הערכות השווי?

אבי אורטל

כן.

אמיר ברנע

מפורטות.

אבי אורטל

עוד פעם, יש, לא, אז יש שאלה כי בסוף חלק מהיתרון של קרנות ההשקעה הפרטיות היא ב, והיכולת והמהלכים העסקיים. כשאתה יוצא לציבור אתה משלם מחיר. אתה משלם מחיר באמת בשקיפות. יש לזה יתרונות כי אתה מגייס כסף מהציבור, מצד שני יש לזה חסרונות, חסרונות עסקיים, וחברות אולי בשלבים מוקדמים מדי לא רוצות להיחשף לאותם החסרונות של חשיפה גדולה מדי ופגיעה בתהליך העסקי כתוצאה מהחשיפה הזאת, ולכן האיזון שקיים כיום, שיש, שאולי הערכות מפורסמות, אגב, מפורסמות למשקיעים המוסדיים, הכול פתוח להם.

אמיר ברנע

מה זאת אומרת?

אבי אורטל

ההערכות מפורסמות באופן כללי. אני חושב שהוא איזון טוב. ועוד פעם, הרגולטור צריך לדעת למצוא את האיזון-

אמיר ברנע

מה זאת אומרת הכל פתוח להם? הם מקבלים אינפורמציה שמשקיע אחר לא מקבל?

אבי אורטל

לא, הם מקבלים כל משקיע LP בקרן, פתוח לכל הנתונים של הקרן באמצעות ה-private equity. יש משקיעים שמיישמים את זה ויש משקיעים שלא. בהחלט זה פתוח. ואני חושב שבמובן הזה הצורך להוסיף רגולציה נוספת היא יכולה להיות לא טובה. היא לא טובה כי היא פוגעת בכל מיני פעולות שקורות במשק.

שלומי שוב

זאת אומרת, יש משקיעים שזה פתוח להם ויש כאלו שלא?

אבי אורטל

לא, לא אמרתי את זה. להשקיע זה פתוח לכולם.

אמיר ברנע

תגיד, נושא דמי ניהול וניגודי עניינים בא לידי ביטוי?

אבי אורטל

לגמרי.

אמיר ברנע

איך? הצהרות? איך זה נראה?

אבי אורטל

לא, יש גילוי מלא על דמי ניהול.

שלומי שוב

דייב, איך אתם רואים מהזווית שלכם את הנושא?

דייב לובצקי

טוב, אז אני משרתם של שני אדונים כי אני בכובע אחד מנהל כמות תלת ספרתית של קרנות נאמנות ומכיר מאוד טוב את העולם המפוקח, ובכובע השני מנהל 12 קרנות פרטיות במגוון דיסציפלינות, פתוחות, סגורות. כל הצרות שתיארתם פה, את כולן אני חווה על בשרי ברמה יומית. אני אגיד משהו מפתיע. הסיטואציה שאנחנו נדרשים ללכת היום לרגולטורים זרים, CIMA לצורך הדיון, הרגולטור הקיימני, לוקסמבורג, דברים די מזעזעים שקורים היום במשק בשוויץ, בכל מיני מכשירים AMC, היא אנומליה קיצונית והעובדה שבישראל יש קרן נאמנות שמגדירים לך שבע ספרות אחרי הנקודה בשביל גברת כהן מחדרה, איזה סוג נייר היא יכולה לקנות, או חברה ציבורית, זה המנעד. זאת אומרת, אני ניסיתי להנפיק בתחילת הדרך מוצרים אלטרנטיביים, הגענו לא למחלקה של ענבל אלא למחלקת תאגידים והם היו מזעזעים מהרעיון שדבר כזה צריך להתנהל בחברה ציבורית, עם ברנע והמון דברים שלא כל כך מתאימים לרעיון השקעה עם תמה מסודרת וזה. אז אין ספק שמה שראיתם פה על המסך זה מהלך שהוא בכיוון מאוד נכון. צריכות להיות קטגוריות ברמות של שקיפות שונות ושל מורכבות שונות ושל עלויות שונות. אין ספק שאתה פועל מול משקיע מוסדי שיודע להביא מעריך שווי שיתווכח עם מעריך שווי שלך או לבקש משקיף בדירקטוריון, החיים שלך יותר פשוטים מצד הקרן שיש לה אלף retail, גם אם הם ריטיילים נגיד בקלאס יותר גבוה, ואנחנו רואים בעולם מנעדים, מנעדים מהטיפוס הזה של רמות פיקוח שונות ביחס לכמות המשקיעים. זה לא או 35 או מיליון. כנראה שגם

מכשיר, דיברנו פה על השפעות רוחב, מכשיר שמעורבים בו 100 משקיעים כנראה אפשר להתמודד בשיח ולייצר שקיפות עם 100. ב-3,000 זה כנראה משהו כבר שיש לו השפעות רוחב הרבה יותר גדולות. אני שותף לביקורת על נושא השערות. אני חושב שמעת לעת בתקופות של גאות מי שלקח עמדות יותר, נקרא לזה מתירניות ופחות שקופות ידע לגרוף משקיעים, ובתקופות האלה הדברים האלה לצערי הם בחלק מהמקומות מתפוצצים בפנים, כולל חקירות ואירועים קשים. ובהחלט, אם יש פה איזשהו סטנדרט מינימלי, מכיוון שממש אין סטנדרט מינימלי, בטח בשוליים הסהרוריים של התעשייה הזאת, שהם לא כל כך קטנים, הדבר הזה הוא סביר אבל צריך מאוד מאוד להקפיד שלא ליצור קרנות נאמנות פרטיות מכיוון שלא יבואו חברות פרטיות. לא ירצו שידעו את החוב. הערכות שווי מפורטות עם שבע ספרות אחרי הנקודה על הלוואה פרטית שחושפת בסוף את הלווה או חברה פרטית שהשקענו בה, ייעקרו מתוכן. הייתי שותף למהלך שניסה לעשות פה, הנפקנו את זה גם, קרן נאמנות להשקעה בחברות טכנולוגיה, הייתה רתיעה מצד חברות, בכלל מצד הגילוי, הכסף אין לו ריח, אבל פחדו שבתום כל סיבוב יתפרסם. אז צריך פה גם להיזהר לא לחסל את התעשייה וליצור לה ארביטראז' שלילי ביחס לעולם. ובסוף אני חושב שהמפתח הוא, וענבל נגעה בזה לא מעט, הוא ההפצה. ההפצה צריכה להיות שקופה, ברורה, זה לגיטימי להיות בעל זיקה ולהיות סוכן ביטוח. זה נאמר פה ב, שמעתי נימה של גנאי. זה מקצוע מכובד ובתנאי שנותנים גילוי סביר ללקוח זה בסדר. גם כשנכנסים לסוכנות מאזדה המוכר יציע את המאזדה הטובה ביותר מבין המאזדות שנמצאות. אתה צריך להבין שאתה בסוכנות מאזדה וכנראה לא יציעו לך לקנות יונדאי, אבל זה סופר לגיטימי שכן אדם יקבל את תגמול ממי ששולח אותו למכור בהינתן שיש גילוי סביר וידוע בנושא. אז אנחנו כמי שפעיל גם במפוקח וגם בלא מפוקח, מחבקים את הרעיון של הפיקוח, שותפים להחלפות דעות בנושא הזה, ואני מקווה שלא נצטרך ללכת לקיימן או ללוקסמבורג כדי להירשם, ולהירשם פה בעברית, בתשקיף בעברית. זה בהחלט מהלך מבורך.

שלומי שוב

דייב, בשורה התחתונה אתה כן חושב שצריך לעשות פה סדר, נכון? ברגולציה, רק כמובן במינון הנכון.

דייב לובצקי

ולא להפוך אותי לקרנות נאמנות של משקיעי משק, שזה הסכנה הגדולה כשנכנסים להסדרה

שלומי שוב

כן, צריך למצוא את האיזון.

דייב לובצקי

ופתאום יכולים להתאהב ברעיון ויגמרו את התעשייה.

טל הפלינג

בוקר טוב, אני מודה לשלומי על ההזמנה להשתתף כאן בפורום היום. כבר נפגשנו בעבר סביב השולחן הזה, בכובעי במנורה, ובכובעי ברשות שוק ההון ועכשיו אני כאן בכובעי כאזרחית.

שלומי שוב

בהרבה כובעים. ואני חושב שהכובעים שלך הם ככה מאוד ייחודיים שאת גם, מכל הזוויות למעשה, גם כרגולטורית בכירה לשעבר וגם אפילו יצא לך לעבור דרך סלייס ולהתריע...

טל הפלינג

בפעם הקודמת שנפגשנו כאן, במהלך 2022, החדר היה מלא- דיברנו אז על רגולציה של קריפטו, נושא שהיה סוער לא פחות. אגב מאז הקריפטו עבר כמה גלגולים. הדיון היה לפני החמאס FTX, Binance, וכל מה שרע שיכל לקרות לקריפטו.

בנושא היום אנחנו חוזרים היום ל- fundamentals של ההשקעות, וההשפעה הישירה על הגמל והפנסיה של אחד ה-Underlying Assets המקובלים בשוק.

רק כדי לסדר את רצף הזמן, נפרדתי מרשות שוק ההון בספטמבר '22 יחד עם משה ברקת, ובתחילת בספטמבר '23 התחלתי תפקיד בסלייס גמל, כמשנה למנכ"ל ויועצת משפטית. שבוע אחר כך אנחנו בהנהלת החברה מוציאים מכתב לרשויות. יש פה לא מעט אנשים שגם עובדים על הדבר הזה בשוטף אז כמובן שמכירים יותר ממני את ההמשך, אני לומדת מהתקשורת. ובנימה אופטימית זו אנחנו אני אספר לכם שהיום אני דוקטורנטית ועמיתת מחקר וההתייחסות שלי לנושא פה על סדר היום תהיה באמת מפריזמה ציבורית עד כמה שאפשר. זה די פריבילגי לא להיות משום צד – לא של התעשייה, ולא מהצד של הרגולטור- שמייצגת אותו כאן ענבל.

אני לא אחזור על מסרים שכבר עברו כי יש פה מסרים מאוד מדויקים ומאוד חדשים שכבר עברו, אני רק ארפרר עליהם קצת.

בהמשך לדברים של ענבל- אז כן, ציר התיווך הוא ציר שלא יכולה להישמר בו אנומליה שמצד אחד העולם המאוד מאוד מוגן של גם מתווך מורשה על ידי רשות ניירות ערך וגם מוצרים סופר מפוקחים, ומהצד השני, יש איזשהו גלגל שמזין את עצמו- אם המוצר לא מפוקח אז אני גם לא צריך להיות מתווך מורשה. יש לנו עולם של השקעות לא מפוקחות שמגיע לידיים ריטייליות תחת אילו חוות דעת יצירתיות יותר או פחות, ופשוט גם על ידי ואקום רגולטורי שצריך ללכת ולטפל בו. צריכה להיות קרקע אחידה לגבי שיווק השקעות על ידי אדם שיש לו זיקה ואדם שאין לו זיקה, בהמלצה על נכס פיננסי. לגבי הסדרת הנכסים עצמם, ככל שהם מגיעים ל-retail, אני חושבת שרשות ניירות ערך מקיימת הסדרים נאותים, וכדי לפתח את השוק היא מציעה פה פתרון מאוד מעניין לגוון סל המוצרים.

בהמשך לדברים של אבי, ולהצעה לאמץ את הרגולציה של ה-sec על קרנות פרטיות, אני חושבת שמעבר לדיון בתוכן האסדרה, צריך לדון ביכולת ובמשאבים שקיימים כדי לאכוף אותה כדי שלא נימצא במצב של פסאודו-רגולציה. אני לא מאמינה שאסדרה תמנע תרמיות. אכיפה והרתעה מונעות תרמיות. בתחום הזה תרמיות תמיד היו, תמיד יהיו, נכון. *we're all old dogs, old tricks*. אין בסיפור הקרנות שום דבר שחדש תחת השמש בהיבטי התרמית. לשים עליהן אסדרה שלא תיאכף יוצר נזק- גם לא מונע תרמיות, גם מטיל נטל עודף כשלעצמו, במיוחד אם זו רגולציה דווקנית שאולי אפילו "מרדימה" אינסטינקטים טובים של המשקיעים המוסדיים היום בבחירת קרן, ותגרום להם להתכנס לצ'קליסטים, וגם בסוף, נוצר מצג של נכס מפוקח כלפי הציבור שהוא לא באמת מפוקח אם לא משקיעים המון משאבים באכיפה לגביו.

עוד נקודה שעלתה כאן, היא האמירה שהשוק משתולל בתחום הזה של הקרנות, ובכלל. זה מונח פחות מתאים בעיני. כשאנחנו נמצאים בשוק של גמל ופנסיה שגדל ב-8%, 10% בשנה רק כי יש לנו חוק פנסיה חובה, אז השוק לא משתולל, הוא צומח מאד. המילה היא לא משתולל, שהיא מילה עם קונוטציה שלילית. השוק פשוט צומח כי יש לו השראה של כסף תמידי לתוכו. אז מתפתח שוק הגמל והפנסיה, וסביבו שוק ההשקעות והתיווך הנלווה.

בשוק ההכנסה הפנויה הצמיחה לא כזו אגרסיבית. בתקופות של מיתון אז ההכנסה הפנויה קצת יורדת, בתקופות של גאות או ריביות נמוכות ההכנסה הפנויה קצת עולה, אבל זה השוק הקטן, השוק הגדול הוא השוק הפנסיוני, שהוא מתפתח, ועליו צריך לפקח מקרוב.

אנחנו רואים גם את כמות הסוכנים, כמות המשווקים הפנסיונים שעולה כל שנה. דווקא היועצים הפנסיונים האובייקטיביים ירדו השנה, אבל שיווק פנסיוני מאד מושך כמקצוע, ואתה רואה אנשים ממירים רישיון מרישיון של ניהול תיקים וייעוץ השקעות לרישיון של גמל ופנסיוני כי שם הכסף.

ענבל ציינה קודם שברשות ניירות ערך הם מאמינים בגישה האמריקאית- לתת לשוק להתפתח, להסתכל עליו, ורק אז להתערב באסדרה. זה מתאים אולי לשוק ההכנסה הפנויה, אבל לדעתי לא לשוק הפנסיוני.

במקום ששם נמצא הכסף הגדול, והוא כל כך צומח בגלל חוק פנסיה חובה, הגישה האמריקאית של לחכות רגע אחרי שהשוק התפתח ואז להתערב עם רגולציה, פחות מתאימה כי הנוק גדול. היא מתאימה בשוק ההכנסה הפנויה אולי, שבאמת רוצה עוד כוחות שיתפתחו בצורה חופשית, אבל בשוק הגמל והפנסיה שזה שוק מפומפם בכסף, שהוא הביטחון הסוציאלי העיקרי של אנשים, אנחנו צריכים להיות "על זה" בהסדרה.

עכשיו, הנושאים שעל השולחן היום הם אחד מבין הנושאים הסופר מורכבים של רגולציה פיננסית. בעיקר מי שבחדר הזה מתעניין בהם ואנחנו לא יכולים לחכות את הדיליגי הזה של עוד נזקים לפנסיות בגלל קרנות רעילות. מצד שני, אנחנו לא יכולים להיות ב- *overkill* ביחס לאסדרה של הקרנות. פעם

אחת, כדי כמו שאבי אמר, לא כדאי להתיש את השוק בדברים שהוא כבר יודע לעשות. זה למשל מתבטא ברגולציות של צ'קליסטים. רגולציות של צ'קליסט הן רגולציות מנוונות. אתה לוקח את הגוף שמשקיע בקרן, אתה אומר לו- אתה תעשה את הצ'קליסט, תוודא שבאג'י'ח (כמו חודק) או בקרן יש את כל זה, ואתה בסדר. כנראה לא יתבעו אותך על זה. אני לא חושבת שזה יעיל.

דווקא היום אני רואה בגופים המוסדיים, וגם מתוך היכרות גם עם העבודה של חלק מהם, את הפעילות הזו בגופי ההשקעות. הם יודעים ללכת ולנתח קרן לפי הסיכונים שלה. אז לכפות רגולציית צ'קליסט ולנוון איזושהו מוח שכבר קיים ושריר שקיים נראה לי מיותר.

אם אין ניגוד עניינים או אין איזה חשש מובנה לכשל שוק של נציגות או אסימטריה באינפורמציה וכן הלאה, Leave it. זה נראה לי בסדר.

את עולם התיווך צריך לשנות בדיוק כמו שברנע אומר, עם גילוי נאות גם על תמריצים, דמי ניהול וכן הלאה.

אני רק מזכירה את החשש שלי מפסאודו רגולציה, שהיא להגיד שיש רגולציה אבל אין אכיפה, והיא הופכת לאות מתה. למה זה קורה דה-פקטו? היות ושוק הגמל והפנסיה גדל אבל המשאבים שמוקצים לרגולציה לא גדלים באותו קצב, ואפילו קטנים, כמו שרואים בדוח מבקר המדינה האחרון, שביקר בחומרה גם את רשות שוק ההון וגם רגולטורים פיננסיים אחרים.

הכסף שמוקצה לרשות שוק ההון לא קורלטיבי לכמות והיקף המשימות שלה, אז אתם רואים תת פיקוח. זה לא רק כוח אדם ואיכות כוח האדם, זה מתבטא גם בטכניקה פיקוחית, ובטכנולוגיה פיקוחית, שלא מותאמות למסת המשימות ההולכת וגדלה.

ברשות ניירות ערך יש דברים שהם ממש obvious לנו, לדוגמא, שיש בקרת מסחר דיגיטלית נכון? ברור לכולם שאם מישוהו הולך לעשות עבירת מידע פנים כנראה אחר כך החבריה של ענבל פשוט יקומו וידפקו לו בדלת, כי יחסית הטכנולוגיה הפיקוחית השתפרה. בשוק הגמל והפנסיה אנחנו לא שם. הדוחות נכס בודד היו באקסל. אתם מבינים עם איזה כלים מעבדים אותם, כן?

במצב כזה, קשה לייצר הרתעה באמצעות אכיפה מנהלית או פלילית, ותחום ההשקעות של גופים מוסדיים הוא תחום שגם כמעט אין בו אכיפה פרטית כי השקיפות מאוד מועטה וקשה לבנות את העילה.

אז מה שהופך את הדיון מטיפול בשוק בצמיחה לדיון על השתוללות ועל תרמיות הוא הכסף הגדול שאין לצידו אכיפה, והדברים מוחמרים בעיני שיש כלפי הציבור מצג של הגנה מספקת.

אם מחפשים לזה מקבילה, על השקעות של הציבור ב-peer to peer מאוד קל לראות את זה. שמו לזה רישיון וזה כאילו מפוקח, אבל קורים בזה דברים מבחינת המשקיעים, שהחוק לא נותן להם מענה כרגע וגם האכיפה מוגבלת מבחינת משאבים. חלק מהנזקים שקורים למשקיעים ב-p2p הם תנועות

שוק רגילות- אין מה לעשות, חוב לפעמים לא משולם. אבל, בחלק מהמקרים יש בעיות מובנות במודלים ובחלקם, זה קצת יותר מבעיות מובנות, זה אולי גם תרמיות ומקומות שהם השוליים יותר שחורים.

לייצר למשקיע retail תודעה שזה מוצר מפקח ולכן הוא בטוח ללא סייג, זאת תודעה שאנחנו צריכים להימנע ממנה. או שלא נגיד שזה מוצר מפקח ולהניח את זה כאזור לא מפקח ושהבן-אדם יפעיל את השרירים שלו, לא משנה אם הוא retail או accredited, או שאם זה מוצר מפקח, יהיה מפקח על אמת, גם על הנייר וגם באכיפה, לפי הסיכונים שיש בו.

שלומי שוב

חגי, איך אתם כגוף מוסדי רואים את זה – מבחינתכם הכל בסדר?

חגי שרייבר

לא, הפוך. נאמרו פה הרבה דברים שעם חלקם אני מסכים אז אנסה לעטוף הכל עם הקדמה קלה. אנחנו כגוף מוסדי עושים השקעות פרטיות, אלטרנטיביות, כל אחד קורא לו בשם קצת אחר, רק כשאנחנו רואים בזה באמת ערך מוסף. נשקיע רק אם באמת יש פרמיית אי-נזילות או אם יש איזשהו תחום שאין לו גישה בעולמות הסחירים. אנחנו לא עושים את זה בשביל הכסף שלנו וזו עבודה קשה עם DD לעיתים ארוך ותחת מגבלות רגולציה ובדיקות חשבונאיות ומשפטיות. זה גם תהליך ארוך של משא ומתן. עושים את זה כשרואים ערך אמיתי או פערים גדולים ביחס לאלטרנטיבות הסחירות שלנו. אנחנו מנהלים כסף ל-20, 30 שנה אז לווותר על הנזילות עבור אחוז מסוים מהנכסים שלך, אם תקבל תשואה עודפת או גיוון יותר טוב או חשיפה יותר נכונה, זה דבר נכון. כמובן שההשקעות הללו מעלות גם שאלות, שאלו פה מה קורה לגבי השערוכים שאנחנו מקבלים וכמה הם מהימנים ולא מהימנים, והלקוחות שלנו שיכולים לצאת בהתראה של מספר ימים. אלה דברים שאנחנו דנים בהם כל הזמן והם לנגד עינינו. חשוב לי להדגיש שבגופים מוסדיים יש הפרדה מוחלטת בין ההשקעות והחשבות השקעות ובסוף המילה האחרונה לגבי השערוכים היא של חשבות ההשקעות, שתחת סמנכ"ל הכספים ולא תחתיי. אם מישהו אצל אלי שוורץ מניף דגל שמהו לא בסדר בשערוך של המעריך החיצוני, אני יכול להתווכח, אני יכול לנסות לשכנע, לשלוח אותם לדבר עם מעריך השווי שוב, אבל המילה האחרונה היא תמיד של מעריכי השווי החיצוניים וחשבי ההשקעות. אני מקווה ומאמין שגם במקומות אחרים יש את ההפרדות האלה. זה חשוב לדעת, חשוב לדעת שבגופים מוסדיים מסודרים יש פיקוח, יש בקרה, יש מוניטין שאפשר להפסיד. יש לנו המון סיבות טובות שיהיו לנו תהליכים מאוד מסודרים של פיקוח ובקרה ואיזון שהם מאוד מאוד חזקים, ובראשן המוניטין שלנו ושל הפניקס. הערה נוספת, לגבי הערכות השווי שהוזכרו פה ע"י אמיר ברנע. רגולציה וכללים על הערכות שווי לא יפתרו את כל הבעיות. בד"כ רגולציה וכללי שערוך יוצרים עיוותים חדשים. הוזכר כאן מנגנון שערוך החוב הפרטי שקיים כבר במוסדיים. זה מנגנון מלא בעיוותים. אנחנו יודעים את זה, אני יכול לתת

דוגמאות על שערך של חוב תשתיות ארוך שבתקופות לחץ, כשפתאום השוק הסחיר משתנה, שערך החוב משתנה בגלל פרוקסי לא נכון או לא מתאים, כשלכנס הבסיס המדובר לא קרה כלום וסיכוניו לא עלו כלל.

שלומי שוב

שלמות אין, אתה יודע.

חגי שרייבר

אין שלמות, נכון. בגלל זה אני די מתחבר למה שטל אמרה, בטח בגופים מוסדיים, תנו חופש פעולה, תנו לנו עם השכל הישר ומערכות הבקרה שלנו לעשות את הדברים הכי מדויקים וכלכליים שאנחנו מוצאים לנכון. ואם תופסים מישהו שמועל באמון הזה צריך לתת לו בראש חזק, אני מסכים עם זה לגמרי, ולא להוסיף עוד ועוד רגולציה שמפרנסת רואי חשבון ועורכי דין ויוצרת עיוותים משלה.

גם, בעולמות המיסוי אפשר למצוא עיוותים הנובעים מרגולציה. קחו את סעיף ה- תשע שתיים שמשפיע לא מעט על החלטות השקעה ומסיבות לא כלכליות. אני אתן דוגמה נוספת, על מנהלים של קרנות השקעה ישראליות, אוקיי? בגלל מבנה המיסוי האישי שלהם צריכים שיהיה רוב של תשע שתיים מתוך ה-LP's שלהם שלהם. אוקיי, מה קורה בעולם שבו הפנסיה הולכת וגדלה, אבל ביטוחי מנהלים ישנים, וחדשים צומחים הרבה פחות אם בכלל? נוצרות בעיות מיסוי, שלא רלבנטיות למשקיעים ומשפיעות על האלוקציה שתוכל לקבל בקרן.

שלומי שוב

חגי, אתה מדבר יותר מהכיוון של מנהל השקעות מן הסתם, של הצד שמשקיע, שאין לי ספק שאתה לא צריך אף רגולטור בשביל לנהל את ההשקעות כמו שצריך. אלי, אבל אתם לא חוששים גם מכל הנושא של השיווק של השקעות, מבחינת אחריות שלכם.

אלי שוורץ

אני דווקא יותר מזוית של תפעול ואתן לאור לדבר קצת לגבי הנושא של השיווק. ניתן להגיד, זו זוית שלא הסתכלנו עליה ואני חושב שטל הציפה אותה, דיברה על זה גם במקומות אחרים. אני אשים זוית מסויימת על התפעול ודווקא אתן לאור להציג את הקטע של השיווק. אני חושב שהדבר שלא שמים עליו דגש, וזה בהקשר של סלייס, זה היה יכולת התפעול. היכולת בכלל לשווק והיכולת לתת לאותם אנשים הערכת שווי כזאת או אחרת זה בסוף לתת ציטוט שאותו בן אדם יודע להרגיש בנוח שהכסף עובר לחשבון שלו ולא עושים איזה חשבון מרכזי כזה. צריכים לחשוב איך בונים באמת גופים, ואיך בודקים שבאמת גופים פועלים ויודעים לעשות את התפעול הזה. זה לא דבר פשוט. אנחנו רואים שהכשלים העיקריים גם אצל הבנקים זה היה בסוף במקומות של התפעול, פחות בנושא של הערכות השווי. הערכת שווי כזאת או אחרת, ברגע שיש ביקורות אז אנשים יכולים לראות. זה שכל הכסף

נשפך לתוך סלייס, לתוך חשבון אחד, ואנשים קיזזו אחד את השני זה כבר רשלנות, ופה צריכים לשים סף איך אתה מתייחס ואיך אתה מטפל בתפעול. וכמו שחגי אומר, אם גוף לא יודע ולא טיפל בצורה הוגנת צריכים פשוט להעניש אותו. זה התהליך. אור, אתה רוצה להגיב על השיווק?

אור חרוש

כן. אז אני גם הפניקס, אני מסתכל על זה, על אלי מהצד שלו, חגי מהצד של ההשקעות. אני אחראי בעצם על העסק שעובד מול ה-retail. אני רוצה להגיד כמה משפטים בהקשר של הדיון שהתנהל עד עכשיו, קודם כל, אנחנו מדינת ישראל, אנחנו נקודה קטנה על המפה העולמית, ואנחנו בפניקס תמיד מסתכלים מה קורה בעולם. אז אנחנו רואים בעולם שיש מגמה של צמיחה בהשקעות האלה בקרב משקיעים. גם הגופים המוסדיים שזה חלק מהתיקים שלהם וגם לקוחות ה-retail, ואני חושב שמדינת ישראל בצורה כזאת או אחרת, עם מגמת צבירת העושר שקורה פה, עם התחכום של המשקיעים שהולך ועולה וגם עם ערוצי ההפצה שמתפתחים, בסוף תלך לשם בצורה כזאת או אחרת. אני חושב שגוף שמנהל השקעות אלטרנטיביות ל-retail, יש שלושה תנאים בסיסיים שצריך לבדוק אותם, אתייחס תיכף גם למה שאמרתי מבחינת הרגולציה. התנאי הראשון במעלה, והוא גוזר את ההתנהלות, זה בעצם המוניטין של הגוף הזה שמנהל את קרנות ההשקעה, שיש לו מה להפסיד הרבה יותר משווי ה-GP אם הוא מתנהל בצורה לא נכונה, הדבר הזה בעצם גוזר את החלטות שלו איך לשווק, למי לשווק, מה המוצרים שהוא שם על המדף, ואיך הוא מתנהל במצבים שהם מצבי קיצון או מצבים של לא מהלך העסקים הרגיל, שאתם מנסים לפתור אותם דרך כל מיני גילויים של הערכות שווי או הגדרה של סוגי קרנות נאמנות סחירות עם נכסים לא סחירים. אני חושב שקודם כל הדבר הראשון להתייחס זה המוניטין. הדברים הנוספים שצריכים להתקיים זה לשמור על הלקוחות מהבחינה שלא יהיה ניגוד עניינים מול הלקוחות, בעצם שלא תיהיה העדפת לקוחות. וגם זה קשור לגוף שיש לו מוניטין ויש לו מה להפסיד עושה בצורה הרבה יותר טובה, הרבה יותר מבוקרת והרבה יותר מתאימה לכל סוגי הלקוחות. והדבר השלישי כמובן שכולם צריכים להבין, וזה גם גופים שיש להם מוניטין יודעים לעשות הוא אין קסמים בעולם. אין קסמים שמבטיחים תשואה שהיא לא מחוברת לשום דבר, אין קסמים שמבטיחים עמלת הפצה שהיא לא מחוברת לשום קנה מידה. אז גם פה, כשבאים להסדיר את השוק צריך להבין את כל הגורמים האלה. אני חייב להתייחס לעניין הערכות השווי והגילוי, אני בעוונותיי גם רואה חשבון וגם מעריך שווי בעברי. אנחנו יכולים לתת את כל דרישות הגילוי בעולם, מה ריביות ההיוון, מה הנחות התזרים, כל הדברים האלה שדיברתם פה. בסוף, ברגע שקורה אירוע בשוק שהוא התממשות סיכון השקעה או אירוע מאקרו, באופן טבעי יותר אנשים רוצים לפדות את ההשקעה, והדרך היחידה לפדות את ההשקעה היא זה להתנהל בצורה שקופה עם סטנדרטים של גוף מוסדי שמסתכל על כל התמונה כולה, יודע לנהל את האירוע ולקבל החלטות לטובת כלל המשקיעים, יכול לעשות איזו הערכת שווי, אתם רואים את זה גם בנכסים סחירים, שיש הבדלים של bid ask איפה שאין סחירות. ובסוף, גוף שיועד להתנהל מול מפיצים באחריות, שיש לו סיכון שאם הוא מתנהל לא

נכון הוא יכול למחוק הרבה יותר משווי ה-GP, שיש לו סטנדרטים של ניהול, הוא הפתרון לשוק הזה. יש עוד משהו שאני רוצה להתייחס אליו וזה הגדרה של משקיעים כשירים שנגעתם בה. אני חושב שההגדרה היא לא רציפה. גם דייב נגע בזה באיזשהו אופן. לקוח retail של מינימום 100 שקלים, המדרגה הבאה היא לקוח של 8 או 12 מיליון שקל. יש היום, עוד פעם, יש ביקוש למוצרים האלה ויש שוק למוצרים האלה, ולהחזיק את השוק בצורה מלאכותית שמשקיע כשיר הוא רק 8 מיליון ש"ח ומעלה, אני חושב שזה באיזשהו מקום גם גורם לחלק מהעיוותים של השוק ואיך הוא מתנהג. כי גם לקוח שיש לו 4 ו-5 מיליון שקלים בסוף ימצא את הדרך, בין אם זה מפקח ובין אם לא למכשירים האלה.

יורם עזן

אני מסכים עם מה שאמרו קודמיי, שכל ה-private equity רק גדל בעולם. אז נראה שאם אנחנו מקבלים את חוכמת ההמונים לגבי הרלוונטיות של מחירי השוק אנחנו צריכים לקבל גם את חוכמת ההמונים של המשקיעים המוסדיים, גם בארץ וגם בעולם, שחושבים שזה אפיק טוב. אני גם יושב ראש ועדת השקעות של קופת פנסיה גדולה, ואני מסכים שהמדידה האמיתית היא Cash on Cash. כשאתה בודק הביצועים לפי כלל זה, אתה רואה שקרנות ההשקעה האלטרנטיביות למשקיעים המוסדיים הם מוסיפים תשואה. למרות שהיה דוח ועדת יפה שהוזכר פה באיזה ישיבה קודמת, שאמר שלא

שלומי שוב

הוא לכאורה הוכיח שלא.

יורם עזן

הוא לא הוכיח שלא. צריך להבין שמשקל ההשקעות האלטרנטיביות בחסכון המוסדי ילך ויגדל. כמובן שעצם העובדה שאתה מאפשר השקעה בקרן סגורה שבמקרה הטוב אתה מקבל דוח כל 3 חודשים, תמיד יהיה מצב שבאירועי קיצון יכול להיווצר פער משמעותי מול מכשיר סחיר.

שלומי שוב

יורם, לקחת מצבי קיצון אבל אנחנו מודעים לזה, וזה חלק גדול מהדיונים שלנו, שהשערוכים של נכסים לא סחירים הרבה פעמים נמצאים בפיגור. אנחנו רואים את זה גם בנדל"ן, בתחומים אחרים, כן. זה פיגור משמעותי אחרי השוק הסחיר, ואגב, בכתבה שהיתה בבלומברג, הם אומרים שחלק מהעניין זה, האינטרס הסמוי ב-The code of silence זה לשדר למשקיעים שיש פחות סיכון... וזה מאד מאד בעייתי.

אמיר ברנע

מדוע מסתירים פה את הפיל שבחדר? ישנו פיל בחדר וכל אחד בצורה סיסמאית קצת בורח ממנו. ברור, הכל צריך להיות הוגן ונחמד ויפה. יש שאלה פשוטה: האם אתם קונים את הגישה של ענבל, אם הבנתי נכון, שבאה ואומרת כי ישנו הבדל בין מחיר שוק לשווי כלכלי. אם יש לי מחיר שוק לנכס אקוויוולנטי, האם זה לא השווי האולטימטיבי? אז מה מספרים לי פה על פערים בין מחיר למימוש מיידי ומחיר, מה אמרת, לטווח ארוך או שווי שנקבע בהערכת שווי. האם להפעיל בקרנות הפרטיות האלה שיטות שערך נכסים שקרובות מאוד, לא תמיד אפשר בדיוק, למחיר השוק, זאת השאלה וזו גם תשובתי החיובית.

שאלתי שאלה פשוטה: האם בחודש הקרוב שמשערכים את הקרנות הפרטיות האלה, איזה מחירים לתת? נניח, חברת השקעות פרטית שמשקיעה בנדל"ן מניב, ואני יודע מה קרה לנדל"ן המניב כתוצאה מעליית הריבית, האם היא ממשיכה לייחס לנדל"ן מניב את אותה הערכת שווי שהייתה, נאמר, חצי שנה קודם, כשהתיקון הוא כמו שאתה אומר ממותן מאוד כדי, להראות מצב של סיכון פוחת. או לחילופין לקחת את מה שקרה למחיר השוק של גב-ים כשהריבית עלתה. מה אתה מציע?

יורם עדן

רק עוד משפט אחד לגבי הרלוונטיות של מחירי השוק. אני רוצה לצטט את מורי ורבי פרופי אמיר ברנע פעמיים. פעם אחת ב-1981 הוא אמר שמחירי מניות הבנקים מנופחים. פעם שנייה, ב-1984 אחרי שהיה הסדר, הוא אמר שמניות הבנקים נסחרות מתח לערכן הכלכלי, וזה היה כך לאורך שנים.

אמיר ברנע

נכון, ופעמיים צחקו ממני, אז מה. כל אחד יש לו היסטוריה כזאת. צחקו ממני, מותר לי להגיד את דעתי האישית, יש אנליסטים שיגידו ככה או ככה, אבל אם הייתי מעריך קרן פרטית שמשקיעה במניות הבנקים, האם הייתי לוקח את המחיר שאני חשבתי שהוא הראוי, או את מחיר השוק של מניית בנק הפועלים? מה לקחת?

יורם עדן

והערה נוספת - גם ה- IFRS מבחין בין שווי שימוש לשווי הוגן.

אמיר ברנע

סליחה, יורם, אם הייתי לוקח את המחיר שאני חושב, הייתי מציע לכל אחד לפדות את ההשקעה שלו שם מכיוון שהיא מנופחת מהשווי, ותעבור למניית בנק הפועלים ישר.

גיל רושניק

אז א', אני חייב להגיד, קודם כל למי שלא מכיר אני יו"ר אלקטרה נדל"ן, אנחנו מנהלים 5.5 מיליארד דולר AUM נכון להיום. אנחנו בעיקר בארה"ב ובאנגליה. אני גם מתוקף תפקידי כיו"ר החברה הציבורית, בעצם אנחנו בין הגופים היחידים בישראל שזה private equity שמונפק בבורסה. כלומר, ה-GP הוא סחיר, ובתור סחיר חלה עליו כחברת ציבורית, שאני חותם על הדוחות, לעשות דברים שקשורים בשקיפות, דרך אגב, של אותן קרנות.

אמיר ברנע

מה אותה עושה באמת?

גיל רושניק

עכשיו, אני רק אגיד גם שאנחנו במקרה גם LP בכל קרן שלנו, ולכן אנחנו, גם יש לנו דרישות מהקרן כחברת ציבורית כמו שלחגי בפניקס יש דרישות גם.

עכשיו, אני רוצה להגיד שני דברים. אחד, אני רוצה להתייחס לסיפור של משקיע כשיר הוא בנפשי ובליבי ואני חושב שיש פה עיוות שוק שרצוי שהמחוקק יעשה מעשה, ודקה אני אתייחס אליו. ואני רוצה להתייחס למה שאמרת. אני חושב שהרצון העז שלך לייצר איזושהי חפיפה בין השוק הסחיר ללא סחיר בהיבט של הערכות שווי יכול לייצר עיוות. להלן, ראינו בקורונה את מניית פתאל יורדת משישה מיליארד לשווי של מיליארד וחצי ועולה חזרה לחמישה מיליארד. אני אגלה לך סוד, אני עשיתי הרבה כסף באישי במהלך הזה, ולעומת זאת אני אגלה לך סוד אחר, שהמלונות של פתאל לא קרה להם כלום. זאת אומרת בשווי שלהם. עכשיו, אם לכאורה היית מבקש מאותה קרן private equity שמשקיעה במלונות של פתאל לצד פתאל לשערך את המלונות של פתאל, על פי מה ששוק ההון אמר, יכול להיות שהיית מייצר מצב מעוות שלא היה מספיק לתקן את עצמו אחר כך. אני רק רוצה להתייחס לזה. כל מעריך שווי שסיים בית ספר להערכת שווי היה אומר לך את הדבר הפשוט: אנליסט בשוק ההון צופה קדימה, מעריך שווי מסתכל על עסקאות של עכשיו. דרך אגב, שוק המולטיפמילי בארצות הברית עלה מ-4.5 CAP ל-5.2. אנחנו משערכים את כל הערכות השווי שלנו לפי הקאפים החדשים, אין עסקה אחת בשוק האמריקאי בחצי השנה האחרונה שנעשתה ב-5.2. אחת. למה? משום שבסופו של דבר יש קונה מרצון ומוכר מרצון. עכשיו, בנקודה הזאת אני חייב להגיד משהו כי דיברת על הפיל שבחדר, אמיר. תהיה בטוח וסמוך שכל המוסדיים, ואני תכף אתייחס למשקיע כשיר, אבל כל המוסדיים בארץ באים אליי, מבקשים side letter, והנה יושב פה עורך הדין שלי לצידי, ועורכי הדין שמייצגים אותם.

אמיר ברנע

תשמור עליו גם. תרשמי כל מה שהוא אומר כי אני רושם כל מילה.

גיל רושניק

ויש להם כזה ספר, ודרך אגב, באותה נשימה, גם, ופה יש לנו יתרון כי אלקטרה נדלין היא ציבורית אז אני חי בהערכות שווי רבעוניות. אני כל רבעון משערך את השווי של הנכסים שלי באותו רגע, אבל תהיה בטוח, דיברתם על רגולציה ועל הפיל שבחדר, באים המוסדיים לכל מי שיושב פה כ-GP's ודורשים מהם דרישות, תאמין לי, יותר נקרא לזה חודרניות ממה שהמחוקק היה דורש. ברמת הדיווח, ברמת הגילוי, ברמת ההפצה, ברמת זה שחגי מבקש ממני את הערכות השווי עצמן לראות אותן. עכשיו, בואו רק נבין דבר אחד. כל עולמו של ה-private equity או הלא-סחיר יש לו יתרון אחד על הסחיר, אגב מניית פתאל. שאני, ואני משקיע באישי שלי בהרבה מאוד קרנות private equity, שאני ישן בלילה טוב. כשאני מסתכל כל היום על המסך, בסדר? בסוף אני אמות מהתקף לב. אני רוצה בסופו של דבר לשים שני מיליון דולר באיזה private equity, באיזה EQT, באיזה TPG, באיזה בלקסטון, בסדר? וללכת לישון ולקום עוד עשר שנים. עכשיו, בואו תאר לך, ובלקסטון ייתנו לי את הערכות השווי שלהם. מה זה יעזור לי? אני יכול להוציא את הכסף? מה, אני יכול להתקשר ולהגיד להם תביאו לי את הכסף חזרה? אולי זה, כמו שנאמר פה מקודם, יעזור להם בשיווק של הקרן הבאה. אבל אני רוצה להגיד קודם כול שתנוח דעתך וגם תנוח דעת הרשות, המוסדיים בישראל מייצגים, בוא נקרא לזה את סיפור הגילוי, ואתה יכול לראות סיד-לטרס, זה לא דבר שאי אפשר לראות אותו, בצורה מאוד מאוד טובה. ייאמר לזכות המוסדיים בארץ שהם יודעים לדרוש. יכול להיות דרך אגב שהם יבואו לבלקסטון וידרשו IFRS עוקב, בלקסטון יגידו להם רגע, לא שמעת. אבל כשהם מבקשים את זה מה-private equity שחל פה והרגולציה אמורה לחול עליו פה, אני אומר לכם, בואו תקראו את מה שהם דורשים, זה ברמה מאוד גבוהה. ולגבי הערכות שווי, אם אתה עכשיו רוצה לייצר, אגב, יכול להיות שהתכוונת כל רבעון, אז כל רבעון זה קורה, אבל אם אתה מתכוון ברמה היומית כמו שאתה אומר, או ברמה תקופתית שקורית, לא רק בגלל שריבית עלתה, אלא הגיעה קורונה או הגיעה מלחמה. ואתה תגיד, רגע, תעשה את זה, אני אגלה לך סוד. אני עליתי לשיחה בקורונה עם כל מעריכי השווי והרשות ניירות ערך, שהרשות ניירות ערך באה ואמרה למעריכי שווי למה אתם לא מעלים את הקאפים? תראו מה קרה, תראו איזה היסטריה, תראו מה קרה לריטים, איך הם נחתכו. מה אמרו להם מעריכי השווי? אנחנו לא יכולים. שכל הזמן כשהריבית הייתה נמוכה והמנכ"לים של החברות נדלין דרשו ממנו להוריד את הקאפים מה אמרנו להם? חברה, חברה, בואו, צריך לקחת תקופה של שנה, לראות עסקאות השוואה. עכשיו, בגלל שיש היסטריה בשוק אתם רוצים שנעלה את הערכות השווי? אז אני רק רוצה רק להגיד, ובזה לסיים על הנקודה הזאת, שאם אתה רוצה שהדבר יהיה mark to market אמיתי לשוק הסחיר, הרגת את השוק הלא סחיר. למה חגי שם כסף גם בלא סחיר? כדי שתהיה את הגמישות, שיהיה לאבי אורטל את הזמן לקחת חברה, לסדר אותה. שחרר אותי מהערכות שווי, לא רוצה עכשיו לעשות את זה כי אחרת המשקיעים שלו לא יתנו לו לעשות את מה שקורה דרך אגב לפעמים בחברות ציבוריות, אני חוויתי את זה כמנכ"ל חברה ציבורית, שהרבה פעמים היה לי מתח אדיר בין החובה שלי לדווח שהיא, מה שנקרא, אנחנו חייבים, לבין הביזנס עצמו שאתה

רוצה לעשות אותו לא במחשכים, אבל אתה רוצה אותו בלי שבעלי המניות שלך יאכלו לך רגע את הראש. עכשיו, ברשותך רק דבר אחד אני חייב להגיד על משקיע כשיר כי זה, בשביל זה הגעתי, בסדר? אמרתי את זה גם לשלומי. תראו, מגיע בן אדם עם שמונה מיליון שקל נזיל למשרד, חותם על הסכם הצטרפות, ואני לא משווק פה את הקרנות של אלקטרה, אבל חותם פה הסכם הצטרפות לקרן של אלקטרה, בהון או בחוב, אוקיי? יוצא מהמשרד שלי והוא נהפך למשקיע לא כשיר משום שהיה לו שמונה מיליון שקל, הוא התחייב לי לשמונה מיליון שקל, אבל הדין הישראלי לא למד מהדין האמריקאי. שהבחינה היא NAV. לא יכול להיות ש, לי יש משקיעים דרך אגב ששוים מאות מיליוני שקלים, יש הרבה ישראלים כאלה, בסדר? בכל מיני עדות שונות, שקנו קרקעות, בסדר? זה מה שהם עשו. הם לא כשירים לפי הרשות לניירות ערך. זה הזוי. עכשיו, אם זה דירת, מה אמרו האמריקאים, דירת המגורים שלך בחוץ. בחוץ, כי זה גם הגיוני, בן אדם שם מיליון שקל, פתאום השוק הטיס לו את הדירה לשמונה מיליון שקל, מה, הוא נהפך לכשיר? התשובה היא לא. אבל תבדוק הון עצמי, תבדוק NAV. זה חשוב כי אתם הופכים את המשקיעים שלי ללא כשירים, ואני אמור, דרך אגב, כל שנה אני מאשרר את המשקיעים שלי. את מבינה שיש לי משקיע שחתם בשמונה מיליון, אני רוצה לאשרר אותו, הוא אומר לי אני לא יכול, כל ההשקעה שלי באלקטרה, אני לא כשיר.

ענבל פולק

אבל רק אל תגיד כשיר, תגיד מסווג.

גיל רושינק

מסווג, בסדר גמור. ואני רק אוסיף לזה גם עוד דבר, שבכלל בנושא הצעה לציבור. שימו לב לדין האמריקאי אל מול הדין הישראלי. הדין הישראלי מגביל אותי, או את דייב, או לא משנה, או את אבי, בכלל לפנות למי שהוא רק כשיר. למה? תגידו לי שאני יכול לתת הצעה, את הכיבול, דרך אגב, הבעיה שלי בעוונותיי אני עורך דין, אז אני בדיבייט עם עצמי גם כל היום. אבל הסיפור הוא שהכיבול צריך להיעשות לכשירים. מה אכפת לכם שאני מפיץ בעיתון שיש קרנות של אלקטרה בעיתון, עם נתונים והכול. שיבואו לפתחי, סמכו על ה-GP שיבוא ויחתים על משקיע כשיר ויוודא שהוא באמת כשיר.

ענבל פולק

אם תהיה מפוקח נסמוך עליך.

גיל רושינק

מסווג.

ענבל פולק

לא, אם אתה תהיה מפוקח אז אני אסמוך עליך.

גיל רושינק

אה, אני מפוקח דרך אגב.

שלומי שוב

אמיר, רוצה רגע לדייק משהו במה שאמרת מקודם. רק לפני זה, גיל, לגבי הנושא של הכשיר. לדעתי יש פה די, תכף נשמע את זה עוד, יש פה די הסכמה שצריך לעשות פה עדכון של ההגדרה הזאת. לגבי מה שאמרת, שווי הוגן זה שווי הוגן, זאת אומרת, סחיר ולא סחיר, שניהם צריכים לעמוד בהגדרה של שווי הוגן. הכל מובנה בתוך ההגדרה החשבונאית של שווי הוגן. יש את הקביעה העקרונית מה זה שווי הוגן, המחיר שהיה נקבע בין קונה מרצון למוכר מרצון, ויש את ההיררכיה שמדברת על הרמה הראשונה, היא מדברת על מצב שנכס זהה או כמעט זהה, אשר נסחר בשוק פעיל. אתה מדבר יותר על מצבים ודיברנו על זה בדיונים קודמים של מהירות התגובה, ואנחנו רואים את זה בנדל"ן, שמחיר המניה בשוק של חברות הנדל"ן מגבי במהירות לעליית הריבית, ואנחנו רואים את זה פחות ברמת הנכסים עצמם. זה לא בהכרח סתירה למודל השווי ההוגן, כי זה מחיר של מניה עם הרבה אלמנטים נוספים וזה מחיר של נכס. רואים את זה חזק מאד בריטים בחו"ל. זאת אומרת החשבונאות משערכת פה את הנכס עצמו. אז אני רק רציתי לחדד את הנקודה הזאת.

מיר ברנע

לא, רק הוכחת אקרובטיקה.

שלומי שוב

אבל זה דיון אחר בפני עצמו. למשל, דיברנו באחד המפגשים האחרונים על הצעה לגבי נכסים לא סחירים הגופים המוסדיים לעשות כל מיני הצמדות לנכסים סחירים. אבל כל ההצעות האלו, גם אם הן יתקבלו, הן יתקבלו במישור של IFRS 13. חשוב להבין את זה. זאת אומרת, התקינה, זה הכול אמור להיות כבר מובנה בתוך התקינה.

רון וינוגרד

היי, שלום לכולם, שמח להיות כאן. אנחנו כמשרד עורכי דין פועלים ביום יום בתחום קרנות ההשקעה, גם בייצוג של הקונים המוסדיים, גם בייצוג של הקרנות שהן המוכרים, וגם בייצוג של המתווכים. חיים על שלושת הצירים האלה.

ניגע קודם בצד של השערוך, ואז בצד של הכשיר. בצד של השערוך, אז נכון, הגופים המוסדיים הם בעלי דרישות מקיפות, וכשאנו עושים את הבדיקות המשפטיות עבורם מול קרנות ההשקעה כמו שגיל מאלקטרה אמר בצורה מקיפה ביותר, הקרנות בשוק המקומי נענות לרוב לדרישות. אבל לא כל קרן היא כמו אלקטרה שגם ה-GP שלה ציבורי וגם היא בעצמה LP ציבורי ואז רמות הפיקוח והדיווח הן

גבוהות. סוגיית השערוך היא סוגיה שהמוסדיים דורשים לראות איך, באיזה אופן ותדירות, מתבצע שערוך הנכסים. יש קרנות פתוחות שהשערוך הוא מבוסס NAV, וה-NAV אמור להיות קרוב למחיר המימוש. ויש לך קרנות סגורות שמדווחות לך דיווח חשבון הון, capital account. האם חשבון ההון שמדווח באופן רבעוני הוא על בסיס שווי הוגן? לפעמים כן, לפעמים לא, אין בזה אחידות. מצד שני, לבוא ולהגיד, כמו ששלומי הציע בהתחלה, שקרנות ההשקעה ישלחו את הדוחות הכספיים המבוקרים לרגולטור, אני לא חושב שצריך להכניס את הרגולטור, רשות שוק ההון, להתחיל לבדוק דוחות כספיים של קרנות השקעה בהן משקיעים מוסדיים. אני חושב שגם כשחודק בא לעשות פיקוח והסדרה על אופן ההשקעה של המוסדיים באג"חים, גם אז בהתחלה השוק אמר שזה רק יכביד, שהמוסדיים לא צריכים את זה, שזה עשוי לגרור סיטואציה שבה מוסדיים יימנעו מלהשקיע באג"חים טובים ורק קרנות הנאמנות ישקיעו. בסופו של דבר רגולציית חודק הביאה לכך שמנפיקי האג"חים התיישרו לפי דרישות המוסדיים בהתאם לרגולציית חודק.

הרגולציה של המוסדיים היום לגבי שערוך של השקעה בקרן השקעה אומרת תדירות מינימלית של אחת לשנה, על בסיס הדוח הכספי המבוקר של קרן ההשקעה. זו דרישת הרגולציה. יכול להיות שדרישת הרגולציה צריכה להיות מוגברת ולקבוע שהשערוך יבוצע לפי שווי הוגן וכן שגם חשבונות ההון ישוערכו לפי דרישות השווי ההוגן.

שלומי שוב

ברמה הרבעונית אתה אומר.

רון וינוגרד

כן, חשבון הון רבעוני.

שלומי שוב

אבל הם אומרים שהם מקבלים את זה. חגי אומר שהוא מקבל את זה.

רון וינוגרד

נכון, זה סטנדרט שמקבלים דוחות capital accounts רבעוניים. האם ב-capital account רבעוני יש שערוך של ההשקעות שבוצעו? האם כל הקרנות מבצעות שערוך נכסים לטובת הקפיטל אקונט הרבעוני באותה שיטה חשבונאית? או שיש שיטות שונות לרישום השווי, לרבות עלות מתואמת ולא בהכרח מתבצע שערוך וכאשר הוא מתבצע הוא לא בהכרח לפי שווי הוגן. יש שונות. אז יש קרנות באמת בשפיץ הגבוה של הסדר והניקיון, ואלקטרה נמצאת שם ובאמת הכל פיקס ושווי הוגן, אבל אין סטנדרט אחיד כזה. יכול להיות שהרגולטור ברמה של רשות שוק ההון יחליט לגרום למוסדיים לדרוש, כתנאי להשקעה בקרן ההשקעה, שגם דיווחי ה-capital accounts הרבעוניים יהיו בהתאם לשיטת השווי ההוגן ולייצר סטנדרטיזציה מינימלית בצד הזה.

אני רוצה לדבר על הכשיר. אני חושב שיש כאן בשוק איזשהו חטא קדמון, שנוצר לפני בערך כמעט עשר שנים כבר, כשרשות ניירות ערך שמה את הרף הגבוה מידי של השמונה מיליון ש"ח נזיל או חלופת מבחן ההכנסות השנתי של מיליון ורבע ש"ח ברוטו. אפשר להסתכל לדוגמה על ארצות הברית ומדינות ה-OECD, בהן ההקבלה של השמונה מיליון ש"ח נזיל זה מיליון דולר שבכלל לא צריכים להיות נזילים או חלופת מבחן הכנסות שנתי של 200 אלף דולר ברוטו. אז נגיד דולר שווה ארבעה ש"ח ואז נאמר שהרף של מבחן הכשיר בישראל הוא פי שניים מהמערב. אבל זה לא פי שניים, בישראל זה פי ארבע. כי הכוח של הכסף בישראל שונה מהכוח של הכסף בארצות הברית וב-OECD. יכולת ההשתכרות בישראל היא שונה. רופא מתחיל בארצות הברית מרוויח 200 אלף דולר ברוטו לשנה, הוא מוגדר בארצות הברית כשיר כי מבחן ההכנסה, הגרוס השנתי בארצות הברית להיות accredited investor שאפשר להציע לו השקעות אלטרנטיביות, זה 200 אלף דולר. רופא מתחיל בישראל לא מרוויח את הסכום הזה. כשהוא יהיה מנהל מחלקה אחרי 20 שנה אם הוא תותח, והוא ירווח את המיליון ורבע ש"ח ברוטו לשנה, רק אז הוא יהיה כשיר. אז זה יותר כמו פי ארבע לעומת פי שתיים. נוצרו כאן שני סוגי אוכלוסייה: אוכלוסיית הכשירים, שזה אולטרה עשירים שהיא מבודדת לגמרי, נקרא להם עשרת אלפים איש, לא בדקתי, אבל נגיד, ואת כל האוכלוסייה האחרת. עכשיו, נוצר כאן עיוות כפול. אוכלוסיית האולטרה עשירים שהם הכשירים, כל ההשקעות האלטרנטיביות מתדפקות עליהם כי רק להם אפשר להציע ללא הגבלה, והם מופגזים בהצעות השקעה, הם וה-family office שלהם.

אמיר ברנע

אבל בתיווך מוסדי אתה לא מגיע לכולם?

רון וינוגרד

סליחה?

אמיר ברנע

דרך תיווך מוסדי זה מגיע לכולם. כל אחד יכול לקנות מניות באלקטרה, לא?

האם אני דרך השקעה מוסדית לא יכול להגיע ל-

ענבל פולק

כן, קופת הגמל יכולה, בטח.

אמיר ברנע

מניה סחירה, נכון.

רונן וינוגרד

לא, רק מניות סחירות בבורסה עם תשקיף.

ענבל פולק

לא, גם קופות הגמל משקיעות עבור העמיתים, אבל הוא מתכוון-

אמיר ברנע

קרן השתלמות, קופת גמל, כל הגופים האלה, אז מה, הם לא חיים בארץ? אז מה.

רונן וינוגרד

אבל גם מישהו עם שני מיליון ש"ח נזיל או חצי מיליון דולר או שלושה שאינם נזילים רוצה להשקיע באלקטרה והוא לא יכול.

אמיר ברנע

קופת הגמל שלו כן יכולה.

רונן וינוגרד

כן, בוודאי.

אמיר ברנע

הוא יכול להיות בקופת הגמל.

רונן וינוגרד

בוודאי. אבל אנחנו מדברים על הגדרת כשיר לעניין השקעה באישי.

ענבל פולק

המשקיע הישראלי חשוף להשקעות אלטרנטיביות דרך המוסדיים, זה ברור.

אמיר ברנע

זה מה שאני אומר.

ענבל פולק

בוחרים לו מנהלי השקעות נהדרים.

גיל רושינק

בעיקר על הנזילות ענבל, את מוציאה אותם מהשוק.

רונן וינוגרד

אם אני יכול להשלים רק עוד משפט בצד הזה של הכשיר כי כאמור יש כאן עיוות כפול. אחד, זה מייצר את הלחץ המאוד גדול על אותם אולטרה-עשירים, אבל בצד השני נמצא כל יתר הציבור, שיש שם גם עשירים וגם לא עשירים, ומציעים להם השקעות אלטרנטיביות תחת הגבלה של עד 35 ניצעים לא כשירים. בגלל שזה רק 35 ניצעים, השיווק הוא סופר אגרסיבי, כי אף משווק ואף קרן שמגייסת לא תרצה לבזבז אף ניצע אחד שלא הסתיים בהשקעה. זה מייצר שיווק אגרסיבי מאוד כלפי קהל הלא כשירים. כשיש גם השקעות פסולות שמשווקות בצורה אגרסיבית בהיותן לא ראויות, אז בתור הציבור שפונים אליו עם שיווק אגרסיבי של השקעה ראויה ושיווק אגרסיבי של השקעה פסולה, קשה למשקיע הפוטנציאלי להבחין בין ראוי לפסול. אז ההצעה היא לקחת את הרף הזה של הכשיר, להוריד אותו לרמה בדומה לארה"ב ומדינות ה-OECD, וכך להגדיל את הפול של הכשירים מבערך עשרת אלפים, לבערך מאה אלף, כמקובל בעולם, וזה משחרר את הלחץ בשני הציבורים ומתקן את העיוות הכפול.

ענבל פולק

צודקים, חותמת.

אמיר ברנע

כמחוקקת.

שלומי שוב

סביב זה די יש פה קונצנזוס

רועי יחזקאלי

היי, שמי רועי יחזקאלי, אני היועץ המשפטי של בית ההשקעות ילין לפידות. אני שומע את דעות החברים כאן. ברור שהורדת הרף היא מה שמרבית השחקנים בתעשייה רוצים כדי שיהיו להם עוד לקוחות פוטנציאליים למוצרים אלטרנטיביים. אבל אם אנחנו נכנסים לרציונל של החוק, והייתי מצפה לשמוע את זה מהרגולטורים שמפקחים על זה, הרעיון של החוק הוא למנוע אנשים לא מיומנים להיכנס להשקעות שהם לא מבינים בהם. אני יכול להגיד שאני מעורב יחסית בהרבה השקעות, ואנחנו בתור גוף מוסדי עדיין לומדים דברים חדשים כל הזמן בהשקעות מורכבות. כאשר אני מנסה לחשוב על לקוח retail שאמור להתמודד עם חישובי דמי הצלחה וכיובי ועם המנגנונים המורכבים שיש במכתבי הצד, זה נראה לי לא סביר והסיכויים נגדו. אגב, מכתב הצד, כדי שאנחנו כמוסדיים נקבל מכתב צד טוב בדרך כלל זה בא על חשבון ה-retail הקטנים. בואו נשים את זה על השולחן, הרי בסוף גם ה-GP צריך להרוויח מאיפשהו. אז מה שאנחנו חושבים, שצריך לשמור על הציבור ולא לשווק לו מוצרים לא מתאימים כי בסופו של דבר המוניטין גם שלנו בתור בתי השקעות ייפגע ברגע שיכניסו

אנשים לא מתאימים להשקעות כאלה. אני לא חושב שצריך להוריד את הרף לא מבחינת הסכום ובטח שלא מבחינת המומחיות לפי חוק הייעוץ.

אמיר ברנע

עכשיו, זה שזה מתמקד בנכסים נזילים, יש לזה איזשהו הסבר. כי אם הוא תלוי בנזילות שלו, בהשקעה שלו באותה קרן אז כמובן שכל מה שקורה יביא אותו לפדיונות. והיקף הפדיונות יכול להביא למשברים כי הקרנות האלה לא בנויות להיות נזילות לגל של משיכות. זאת אומרת, היה איזשהו היגיון שיש לו חלופות נזילות, נניח לצורך משפחתי אפילו או לצורך אישי, שלא לדבר על מצב משברי כללי יותר.

אמיר ברנע

אני לא יודע את המספר.

רועי יחזקאלי

עוד מילה ברשותכם. הדגש פה לדעתי, הוא המומחיות. ה-buffer של הכסף חשוב כי הנזילות היא חשובה ליכולת לספוג הפסדים. אבל אני מזכיר את חוק הייעוץ. חוק הייעוץ לא מדבר, ושוכחים את זה, מערבבים את זה עם הלקוח המסווג כל הזמן, עם הרף של השמונה מיליון. חוק הייעוץ קובע רף של 12 מיליון ובנוסף נדרשת מומחיות (או לחילופין להיות סוחר). המומחיות היא החשובה פה. כי אם אתה לא מומחה איך אתה יכול להשקיע במוצר כל כך מורכב ולא סחיר.

ענבל פולק

נכון, אגב, ה-SEC הוסיף עכשיו מבחני מומחיות גם ולא רק מבחן כמותי, אז גם בארצות הברית הם הולכים למבחני הבנה של ה-retail אם הם רוצים להשקיע בנכסים שהם אינם מפוקחים.

אם מי שתיווך לך את המוצר הוא לא בעל רישיון ייעוץ או שיווק השקעות, זאת אומרת הוא לא יודע בעצמו להעריך את המוצר שהוא משווק לך. אוקיי, הוא בעל זיקה, הוא מקבל על זה כסף. על כל שקל שהוא מביא לקרן הוא מקבל 40%-50% מדמי הניהול שהקרן גובה. הוא, אם הוא לא בעל רישיון והוא בעצמו לא עשה את ה-Due diligence על המוצר, והמוצר הוא לא מפוקח, אז אתה חייב להיות לקוח כשיר. 12 מיליון והבנה. אבל אם המתווך הוא בעל ידע והוא עשה את התהליך, הוא עשה את ה-Due diligence, אז מדובר על 8 מיליון או על מבחן הכנסה אחר. האם להוריד את ה-8 מיליון ונסמוך.

שלומי שוב

8 מיליון זה לא מה בכך.

ענבל פולק

אז תראו שהרשות יצאה בקול קורא ממש השבוע לגבי מספר דברים, וגם מבקשת את דעת הציבור לנושא של המשקיע המסווג היחיד, אופן החישוב, מה נכנס תחת הגדרת הון נזיל, האם להרחיב את ההגדרה גם להון שאינו נזיל, כמו נדל"ן? האם השקעתי בקרן שהיא נכס פיננסי, האם היא נספרת, כן. נכס פיננסי נספר.

משה קאשי

אני מנהל תחום פיננסים בלובי 99. מה שאנחנו אומרים בעצם, לפני שרצים ומחילים רגולציה על הקרנות הפרטיות צריך קודם כל לבדוק מה קורה עם הרגולציה על הגופים המוסדיים. כפי שנאמר פה, רשות שוק ההון בלי אמצעים ולא מפקחת על זה. מתוך ועדת יפה עולה שאפילו ועדת ההשקעות עצמה אין לה כלים לבדוק את טיב ההשקעה. הציבור עצמו לא יודע איפה הכסף מושקע לכו לדוח נכס בודד, יש שם שמות לא ברורים, הציבור לא יודע שהוא משלם על הדבר הזה, וכל זה מביא ל, דבר ראשון בגלל שזה מתנהל במחשכים אין שום משמעות למוניטין כמו שדיברו פה, כי אם עכשיו אחד מהגופים המוסדיים מוחק כסף באחת ההשקעות אף אחד לא יודע על זה. ודבר שני, זה מוביל לניהול לא יעיל של הענף הזה. אם אנחנו מסתכלים על הפיזור של הקרנות האלה, אין cherry picking, הגופים המוסדיים פשוט משקיעים בכמות גדולה של קרנות ואנחנו מקבלים פשוט פיזור של השוק. עכשיו, מה שעוד אני רוצה להגיד שהניהול הזה הוא גורם לכך שכסף מגיע לקרנות, במיוחד בישראל, שלא באמת מצדיקות את עצמן. אלקטרה נדל"ן, אם הדבר היחידי שאתה יכול להציע זה מנהל השקעות שישן טוב בלילה, אז אתה נותן יתרון למנהל השקעות, לא לחוסך עצמו.

גיל רושינק

לא יודע למה אתה מצטט אותי, זה לא מה שאמרתי.

משה קאשי

אז עדיף שהמנהל ישקיע באלקטרה נדל"ן הסחירה מאשר שישקיע באלקטרה נדל"ן הלא-סחירה, שאין שם שקיפות, שהוא מאפשר למנהל השקעות פשוט להוריד את התנודתיות וגם תחשבו, תיק לטווח ארוך צריך תנודתיות כמה שיותר גדולה, וזו באמת שאלה לאקדמיה. תנודתיות יותר גדולה לטווח ארוך זה פוטנציאל הרבה יותר גדול ואני לא מבין את הרעיון בכלל להפנות למקום שמוריד את התנודתיות של התיק. אז לכן, צריך קודם כל לטפל בבעיות של הגופים המוסדיים עצמם, לבדוק שזה מנוהל כמו שצריך. זה יפה מאוד שכולם פה יושבים ואומרים אצלנו הכל מנוהל כמו שצריך, אבל צריך קודם כל לטפל בדבר הזה. אחר כך לעבור לכל מיני רגולציות על הקרנות עצמן. תודה.

אמיר ברנע

על פי הדעות ששמענו קיים כאן לחץ להוריד את הסף של משקיע כשיר. עכשיו, ומצד שני להשאיר פער גדול בין קרנות השקעה בנאמנות של ניירות סחירים שיש עליהם דרישות מפה עד הודעה חדשה, החל מהגילוי ורק ניירות סחירים, ואתה רואה בדיוק מה קורה בקרן בנזילות יומית וכל הדברים שנדרשים בקרנות האלה. ופה מציגים מוצר, ככל שאתה מוריד את הדרישות ממשקיע כשיר, אז השאלה היא של ארביטראז' רגולטורי, קיימת. למה שיהיה מוצר? אחת מן השתיים. אם יש הצדקה לדרישות בקרנות נאמנות מתוך גישה של הגנה על הציבור, למה, איפה זה נגמר? איפה זה נפסק? הרי ככל שאני מגדיל את האוכלוסייה שזכאית להשקיע בקרנות מהסוג הזה, אז בעצם אני קצת משבש אפילו את ההבנה מדוע לדרוש את זה בקרנות הסחירות. מדוע שם דרישות הגילוי, דרישות הדיווח, הן אחרות לגמרי. אז יש פה איזשהו פער רגולטורי שהוא יגיע לידי ניצול. יכול להיות שאפשר לנצל אותו בקלות ככל שההגדרה של משקיע כשיר יורדת וככל שההשקעה המוסדית בקרנות הפרטיות האלה הולכת וגדלה. בעצם מקימים כאן גוף, קרנות שדרישות הגילוי מהן, דרישות של הערכת השווי וכל זה הן שונות לגמרי ממה שבקרנות הסחירות. אז ארביטראז' רגולטורי שאתה קיים כאן, וכל הדרישות פה הן לחדד אותו דרך הורדת הסף של משקיע כשיר, האם זה סביר? האם זה עקבי? אני יוצא מכאן מהפגישה פה ואני לא מבין. מה אתם בדיוק אומרים? מה לעשות?

דייב לובצקי

התשובה היא מהלך משולב.

אמיר ברנע

בסימן שאלה, בסימן שאלה.

שלומי שוב

בדיוק, מהלך משולב אמיר. בסוף זה איזון. בסוף, בסוף כמעט המשותף להרבה דברים שאנחנו מגיעים אליהם זה איזון. אגב לא רק בפורום שווי הוגן, בחיים.

אמיר ברנע

אז מה אומר האדון מאלקטרה על מלונות פתאל? הוא אומר תראה איזה שוק משוגע, קפץ מחמישה מיליארד, ירד לשני מיליארד ועלה חזרה לחמישה מיליארד. קודם כל זה בדיעבד. אף פעם לא רואים אירוע אחד. הרי אין לך טענה שהשוק לא מעריך נכון נכסים בטווח הארוך. יעילות שוק ההון גם אם נמצאו בה פגמים מסוימים היא התיאוריה המוליכה בהבנת התנהגות שווקים.

בהקשר לדוגמא של פתאל. הרי יכול המשקיע לפדות את התעודה בקרן, לקנות ישר את מניות פתאל. הוא יכול להרוויח כי שווי ההשקעה במניות פתאל בקרן גבוה בהרבה ממחירן בשוק. מכאן הלחץ

הנזילותי על הקרן שקיים ברגע שהיא מעריכה נכסים במחיר יותר גבוה ממחיר השוק, בלי קשר מהו המחיר הכלכלי הנכון. נכון או לא?

אלי אלעל

שווי הוגן זה לא בהכרח שווי מניית מיעוט סחירה.

אמיר ברנע

שמעת את ההגדרה.

אלי אלעל

שווי הוגן מפנה למשתתפי שוק כמדרג התייחסות ראשון, אבל לא בהכרח הכוונה היא דווקא למניית מיעוט בשוק סחיר.

אמיר ברנע

זה שמעת את ההגדרה.

אלי אלעל

בוודאי, אבל שווי הוגן זו הגדרה לא טריוויאלית, והיא אינה בהכרח מחיר מניית מיעוט בשוק סחיר.

על מעריך השווי להביא בחשבון, אבל ביחד עם שיקולים אחרים, גם מרכיבים שמתבטאים בשווי של מניה סחירה, אפילו כאשר לדוגמא אתה מדבר, כמו שאמר פה יורם, על "שווי שימוש", או על תפיסות שווי אחרות. אבל אתה לא יכול לבוא ולהגיד, קח את השווי הלא סחיר, ותעשה אותו כמו שווי סחיר.

אמיר ברנע

אני לא מבין אלי, אבל יש לי את החלופה בין הקרן לבין השוק.

שלומי שוב

אנחנו לא נכנסים עכשיו לזה

אלי אלעל

נכון שיש חלופה להשקעה בין מוצר סחיר ולא סחיר. אבל כך אתה למעשה מבטל אותה, בזה שאתה תהפוך בדרך הזאת, את השווי הלא סחיר - לשווי סחיר.

ענבל פולק

אבל רק אני כן אגיד רק מילה אחת, שדווקא אמיר הזכיר אותה. ככל שהשנים עוברות כמות ההשקעות הפסיביות בשוק הסחיר עולה. זאת אומרת שווי הנכסים המנוהל בקרנות הסל גדל, ואז

האם באמת, אני שואלת, אני לא יודעת, אבל האם באמת המחיר של המניות מבטא, בנקודות קיצון וזה במיוחד, הנקודות שיש ריצה ומוכרים את המדדים, ואת כל הניירות המרכיבות את המדדים, זה לא כי נעשה פה שערך ומישהו חשב ובאמת שאל מחיר שוק פעיל.

שלומי שוב

שוק פעיל אצלנו הוא המלך לאור כל הבלגן שאת רואה פה. אין לנו חלופה אליו.

אלי אלעל

זו בדיוק אחת הטענות שגורמת לשוק הסחיר להיות פחות אינדיקטיבי. בהתחלה היו מעט נפחי השקעה פאסיביים שעוקבים אחרי נפחי השקעה רבים של ניהול השקעות אקטיבי. אבל היום- יש יותר כסף שעוקב אחרי מחירי המניות ללא שום שיקול דעת- מאשר כסף שמקבל החלטות השקעה של ממש. בפועל, יש לך אחוז קטן יותר ויותר של שחקנים במונחי נפח מסחר, שבאמת מזיזים את השוק לעומת העבר.

שלומי שוב

בסדר אבל עדיין אלי, זה מחיר שוק פעיל, בוא, אנשים פה לא כולם חיים את השטח, שלא נבלבל אותם. עדיין מחיר שוק פעיל הוא המלך אצלנו.

ענבל פולק

בסדר. לא נערער את זה.

אלי אלעל

פעם קראו בהלצה לקרנות השקעה מחקות: "קוף אחרי בן אדם". וזה רעיון מצוין כשיש קוף אחד שמחקה קבוצה של כמה בני אדם. אבל היום, עם הפופולריות העצומה של קרנות מחקות- יש לך עדר של "קופים" שעוקב אחרי אדם אחד. צריך להבין: כיום, תנועה של קניה או מכירה של שקל או דולר אחד שנובע מהחלטת השקעה אמיתית, מוכפל, משולש ומרובע, על ידי עדר של קרנות מחקות ללא שום שיקול דעת. כלומר- אם נניח, שפעם 4 דולרים של קניה או מכירה "אמיתית" של שחקן אקטיבי, היו גוררים עוד קניה או מכירה של דולר "קופי", וביחד היו מזיזים את מחיר המניה, הרי שהיום- דולר אחד אקטיבי "מניף" עוד 4 דולר של קניות או מכירות ללא שום קשר לביצועי החברה או מצבה. וזה עוד מבלי לדבר על מרכיב "ההדהוד" שבו הקרנות המחקות למעשה מהדהדות ומעצימות את תוצאות המסחר של קרנות מחקות אחרות. ולכן אם כבר, אז התחזקות "מנוף הקופים" הזה- מחלישה את האינדיקטיביות של השוק הסחיר לעומת העבר.

אבי שטרנשוס

מי שלא מכיר אותי, אבי שטרנשוס, מנכ"ל מידרוג. אני רוצה רק לגעת בנקודה אחת, אמיר נגע בשקיפות, אור נגע במוניטין של ה-GP וענבל, היה חסר לי במצגת שלך, זה נושא המחקר האובייקטיבי. היום חסר המון שקיפות בנושא של הקרנות. הגופים המוסדיים יודעים לעשות את העבודה, יש להם את הצוותים, עושים DD משפטי, מקצועי, מחקרי, אנליזה. אני חושב שבצד השני חסרים גופים כמו מידרוג וגופים נוספים שהם גופים אובייקטיביים, שאין להם נגיעה להשקעות, ובעצם שיציגו מחקר על הנושא הזה פר ההשקעה הרלוונטית. אם זה עבור ה-GP או עבור המשקיעים הסופיים, בעיקר הכשירים שאין להם את יכולת המחקר העצמאית. אני אגיד בקצרה, שלפי חוק הדירוג מותר לחברת דירוג לתת מה שנקרא שירות נוסף, מעבר לדירוג חוב שזה עיקר העבודה שלה. אנחנו במידרוג פיתחנו, וגם פרסמנו את זה בינואר האחרון, מתודולוגיה להערכת איכות ניהול ההשקעות של מנהלי נכסים, שזה בעצם הערכה של ה-GP של קרנות השקעה לסוגיהן, בדיוק מתוך המטרה הזאת, שה-GP ישתמש בזה לטובת המשקיעים שלו, וכשמגיע משקיע לדוגמה לאלקטרה נדל"ן, גיל או אמיר לצורך העניין, יוכלו להגיד לו, יש לנו הערכת איכות ניהול חיצונית ואובייקטיבית, בואו תראו איך מידרוג מעריכה אותנו. זה ערך מוסף לטובת קבלת החלטה על ידי המשקיע. אבל בטח כל ה-family offices למיניהם, המשווקים הפנסיונים, המשווקים הפינסיים שהזכרת, שאין להם יכולת לעשות מחקר עצמאי והם בעצם מסתכלים האם פניקס, כלל או מגדל השקיעו בקרן הזאת והם מצטרפים כ-follow ups, יכולים לבוא ולהגיד רגע, אני רוצה לקרוא עבודה מגוף מחקרי חיצוני שכן יגיד לי מה הסיכונים, מי ה-GP, מה המדיניות שלו, מה ההיסטוריה שלו, מה התשואות שלו בעבר, כמה דמי ניהול הוא לוקח וכו'. אז אני חושב שזו נקודה מאוד מאוד חשובה כי המחקר בעולם הוא קיים, יש מספר גופים גדולים שעושים את זה, ובארץ זה מאוד חסר וכל גוף עושה את זה לעצמו ואני חושב שזו נקודה שגם כרשות ניירות ערך צריך לקחת אותה בחשבון כשמתייחסים לרגולציה, אם וכאשר תהיה בעולם הזה.

אמיר ברנע

האמת היא, שגם אני גם משקיע בקרנות האלה דרך family office. אני מקבל את דוח התשואות כל חודש ואני רואה את תשואת ההשקעה. להגיד לכם שאני מאמין לה, לא בדיוק.

גיל רושינק

אתה יכול למכור אותה הלאה.

ענבל פולק

אל תמכור בעתות מצוקה.

שלומי שוב

הסנדלר מבין ממה עשויות הסנדלים..

אדם אבו שמיס

רשות שוק ההון מודעת להתפתחויות ועוקבת מקרוב אחר שוק ההשקעות האלטרנטיביות וההשקעות הלא סחירות. אנחנו עוסקים בכמה היבטים רלוונטיים לרבות בנושא השיערוכים, פיקוח ושקיפות. צפויים לקדם מהלכים רלוונטיים בהקשר.

שלומי שוב

לסיכום, אני חושב שיש פה באמת נושא קריטי שמצריך עיון מאוד משמעותי של הרגולציה, לא סתם כנראה שכולם הגיעו בנוכחות כזאת מרשימה. אם האמריקאיים נכנסו לרגולציה הזאת אז זה אומר דרשני. שמענו כאן היום דברים חשובים מהרגולציה ואני חושב שאחרי דיון כזה כולם כאן כבר מבינים שמה שהיה כבר לא יכול להימשך. נקודת השפל הזאת היא גם הזדמנות לעשות הסתכלות כוללת, של כלל הרגולטורים, על שלל העיוותים ולהסדיר את חוקי המשחק, תוך הבחנה בין משקיעים כשירים לבין משקיעים רגילים וכמובן באיזונים המתאימים. חשוב שגם רשות שוק ההון תכניס רגולציה לפיה ניתן להשקיע כספי עמיתים, כולל IRA רק בקרנות שמשערכות שווי הוגן בתדירות מינימאלית. קרו השקב שלי – שהרגולטורים ביחד עם משרד המשפטים יהיו מתואמים ביניהם כדי לתכלל את הנושא. תודה רבה לכולם על הדיון המעניין.

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות AccounTech של בית ספר אריסון למנהל עסקים באוניברסיטת רייכמן, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות AccounTech וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים. סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

לאתר הפורום [לחץ כאן](#)