

## חומר רקע למפגש מרץ 2024

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

#### רקע

לאחרונה אנו עדים למספר פרשיות שנוגעות להתנהלותן של קרנות השקעה פרטיות ושיווקן, כאשר הטריגר להצפתן נוגע, בין היתר, לעלייה החדה בסביבת הריבית. פרשיות אלה, ללא קשר לטריגר להצפתן, מחדדות שאלות לא מעטות בנוגע למבנה הרגולציה הקשורה לקרנות ההשקעה הפרטיות. הדיון יעסוק בקרנות ההשקעה בישראל, לרבות קרנות השקעה פרטיות (PE), קרנות הון סיכון (VC), וקרנות פרטיות מסוגים שונים (נדליין, תשתיות וחוב) ובצורך להסדיר את פעילותן - תוך התמקדות בנושא השערורים, ואופן הפצתן. כמו כן, בחלוף כמעט שלושה עשורים מאז חוק חוק הייעוץ, ועל רקע הפרשיות האחרונות המדווחות בתקשורת בהקשר של סלייס, מגדלור, קרן הגשמה וולטסטון ועוד, נקיים דיון על נקודת האיזון המתאימה להצבת רף המשקיע הכשיר וכיצד מחד לאפשר לציבור רחב יותר להיחשף להשקעות לא סחירות ומאידך להבטיח שהסכר לא ייפרץ והשקעות שבעליל אינן מתאימות למשקיעי ריטייל יימכרו ללא כל פיקוח רגולטורי.

ההשקעה בקרנות מאפשרת חשיפה לשווקים ולמוצרי השקעה אשר השקעה בהם אינה מתאפשרת בשוק הסחיר. על פי רוב קרנות אלו משקיעות בנכסים לא סחירים ועל כן מגוונות את אפשרויות ההשקעה, אך מצד שני מחדדים מאד את החשיבות של נושא השערך הנאות. ההשקעה בקרנות אף מאפשרת למשקיעים עצמם פיזור הסיכון בין נכסים סחירים בהם הם מחזיקים והנכסים הלא סחירים בהם משקיעות הקרנות. אין ספק כי הנזילות והשערך הם הנושאים המאתגרים בהנגשת קרנות המשקיעות בנכסים לא נסחרים למשקיעי הריטייל. בהקשר זה יש לציין כי קרנות הגידור, להבדיל מקרנות ההשקעה, משקיעות על פי רוב בני"ע נסחרים ועושות שימוש באסטרטגיות גידור שונות. בנוסף קיים הבדל באופק ההשקעה – כך, קרנות הפרייבט אקוויטי משקיעות לטווחים ארוכים משמעותית מקרנות הגידור.

יש לציין כי בשנים האחרונות יותר משקיעים פרטיים ולא רק גופים מוסדיים כפי שהיה עבר, נחשפים לקרנות, לרוב באמצעות בתי השקעות אשר מאפשרים מבני השקעה נוחים יותר, כגון פידרים להשקעה במוצרים אלו. המבנה הטיפוסי לקרנות השקעה הינו לרוב מבנה של שותפות מוגבלת (זרה או ישראלית) בניהול שותף כללי מטעם היזם או בית ההשקעות. משקיעי הקרן הינם השותפים המוגבלים באותן שותפויות שאת השקעתם, בדומה להשקעות המסורתיות, הם מבצעים באמצעות השקעת אקוויטי בהן השותפות.

אחת הפרשיות שנבדקות בימים אלה הינה פרשת סלייס שמחדדת בין היתר את בעיית השיווק של קרנות השקעה על ידי סוכנים ומתווכים, לרבות, סוכני ביטוח. בהקשר של הסוכנים והמתווכים מתנהלות בימים אלה, בהתאם לפרסומים, גם חקירות כנגד סוכנות נטו / קרן וולסטון, פרופיט ומגדלור.

במקרה של סלייס גמל בע"מ, לצד קופות הגמל המסורתיות ניהלה סלייס גם "קופת גמל בניהול אישי" המוכרות גם בשמן כ-IRA, על שם מכשיר מכשיר השקעה דומה ונפוץ בארה"ב. קופ"ג בניהול אישי חדשה יחסית בשוק הישראלי והיא מהווה מעין תיק ניירות ערך שנהנה מהטבת מס ובאמצעותה מתאפשר לעמית לנהל בעצמו (או באמצעות מנהל תיקים מטעמו) את החיסכון ארוך הטווח שלו. ההשקעה במוצר נועדה לאפשר לחוסך אפשרות להזיל את עלויות ניהול החיסכון ארוך הטווח של עצמו וכן לאפשר לחוסכים הזדמנות לקחת אחריות על השקעותיהם ככל שהם סבורים כי ביכולתם – בין בעצמם ובין באמצעות מנהל תיקים, להשיא תשואה עודפת מזו המושגת על ידי חברות הביטוח ובתי ההשקעות המנהלים את מכשירי הפנסיה וגמל המסורתיים. מנהל קופ"ג בניהול אישי נדרש לוודא כי מגבלות ההשקעה החלות על ההשקעה בקופ"ג מיושמות על ידי החוסך. קופת גמל בניהול אישי מפוקחת על ידי רשות שוק ההון אולם תיק ההשקעות שמרכיב את נכסי קופת הגמל מפוקח על ידי רשות ניירות ערך ומכאן שקיים חשש לכך שכספי המשקיעים נופלים בין הכיסאות.

בהתאם למסמכים שהוגשו לאחרונה לבית המשפט, עולה כי בבדיקות הראשוניות שערך המנהל המורשה התגלו פגמים משמעותיים בניהול החברה כאשר הם מתרכזים בפעילות קופות הגמל בניהול אישי. בכלל זה התגלו ליקויים חמורים ברישום זכויות העמיתים, זיהוי כי החברה השתמשה בכספים של עמיתים לצורך ביצוע תשלום לעמיתים אחרים וקיים חשש כי בוצעו השקעות בהיקף נרחב במספר קרנות השקעה ספציפיות אשר אסור על פי דין להשקיע בהן במסגרת קופת גמל בניהול אישי. מבדיקתו הראשונית של המנהל המורשה עולה חשש כי אי הסדרים האמורים נוגעים לכספים בהיקף של מאות מיליוני שקלים.

במקביל, בשנה האחרונה בעקבות עליית הריבית קרנות המשקיעות בשוק ההלוואות הצרכניות (P2P) בארה"ב, כמו למשל הפניקס, IBI CCF ופאגאיה, המרווח בין תשואת תיק נכסים המניב לבין הריבית חסרת סיכון נשחק באופן דרמטי. בהיעדר קריטריונים אחידים לביצוע שערך השקעות, כל קרן עשויה לשערך אחרת את הנכסים. בעקבות חוסר אטרקטיביות של סיכוי-סיכון בסביבת הריבית החדשה חלק גדול מהמשקיעים ביקשו לפדות את כספם יש לציין כי לאחר כשנה של ניסיונות לצלוח המשבר, הפניקס ואיביאי נכנסו ל-runoff קרי ההשקעות יונזלו מבלי לבצע השקעה מחדש, וכך המשקיעים ייפדו עד תום. לפחות במקרה של הפניקס (קרן של הלמן אלדובי לשעבר), מדובר בקרן שהוצעה לציבור לפי תשקיף באישור רשות ני"ע. לעומתן פאגאיה בחרה להפעיל מנגנון המוכר כ-Gate המאפשר למנהל הקרן לפרוס את בקשת הפדיון על פני תקופה ממושכת. כך, מנהל הקרן לא נדרש למכור במידי את תיק ההלוואות במחיר הפסד, פעולה שבהכרח גורמת נזק למשקיעי הקרן שאינם מעוניינים להזיל את השקעתם. במקרה של פאגיה, בקשות לפדיון רבעוניות מתפרסות על פני תקופה בת 24 חודשים כאשר כספי ההלוואות אמורים להיפרע במהלך העסקים הרגיל ולאפשר נזילות לפודים.

## התפתחויות אחרונות ברגולציה

יש לציין כי בחודש ינואר 2024 פורסם תזכיר חוק על ידי רשות ניירות ערך שנוגע ליצירת תשתית להקמת קרנות השקעות פרטיות בנאמנות. בהתאם לתזכיר החוק, במטרה לגוון את אפשרויות המימון העומדות בפני חברות ולגוון את מוצרי ההשקעה עבור משקיעים לא מתוחכמים, מוצע לייצר תשתית לסוג חדש של קרנות נאמנות - "קרן השקעות פרטיות בנאמנות". קרן זו תוכל להחזיק גם בניירות ערך לא רשומים למסחר ובנכסים שאינם ניירות ערך. על הקרנות החדשות יחולו הוראות שיאסדרו את פעילותן במטרה להבטיח את עניינם של המשקיעים. בשורה התחתונה, התיקון שמציעה רשות ניירות ערך מאפשר הקמה של קרנות נאמנות מפקחות שישקיעו בנכסים אלטרנטיביים (ניירות ערך ונכסים ריאליים), אך לא מונע הקמה של קרנות פרטיות.

יש לציין בהקשר זה, בחודש אוגוסט האחרון רשות ניירות ערך בארה"ב (SEC) אימצה שורת הוראות הנוגעות לפעילותן של קרנות ההשקעה הפרטיות. ההוראות עוסקות בעיקר באלמנטים של שקיפות, חובות גילוי, משטר תאגידי נאות, סטנדרטיזציה ומניעה של ניגודי עניינים. בין היתר, ההוראות כוללות דרישה לדיווח רבעוני הכולל את סך דמי הניהול של הקרן, הוצאות וביצועים, וכן את אופן החישוב המפורט. כמו כן, מנהלי קרנות שייבחרו לפעול בשוק המשני יהיו מחויבים לעשות שימוש בהערכת שווי של גורם חיצוני בלתי תלוי. בנוסף, הקרנות יחויבו לבצע ולפרסם ביקורת שנתית על דוחותיהם. ההוראות עשויות לסייע בהשגת סטנדרטיזציה בשערוך השווי ההוגן של הקרנות הפרטיות, ומטרתן להביא להגדלת המתאם בין שווי הקרנות לבין המצב המאקרו הכלכלי ובין השווי בשוק הסחיר. במשך שנים רבות ה SEC נמנע מלהטיל רגולציה על שוק הקרנות הפרטיות, וזאת בעיקר בשל העובדה שהשוק פונה אך ורק למשקיעים כשירים. חשוב להדגיש כי לא רק ה- SEC פועל לפיקוח על קרנות השקעה פרטיות, וגם באירופה ובאנגליה קיימת רגולציה ומתן היתרים לגופים לפעילות בתחום זה.

## כללי שיערוך

לצורך בחינה של כללי השיערוך חשוב להבחין בין קרנות "סגורות" לבין קרנות "פתוחות" בהן ניתן להיכנס (להשקיע) ולצאת (לפדות) מידי תקופה ידועה מראש (למשל מידי חודש). בקרנות "סגורות" (כמו במקרה של קרנות פרייבט אקוויטי), העדכון מתבצע פעם ברבעון עם קבלת דיווחי "שווי חשבון ההון" של המשקיע בקרן. במקרים אלו אין בהכרח אחידות: מצד אחד, ניתן לראות קרנות מסוג אחד שנוקטות בשיטת השווי ההוגן של האחזקות אשר כל רבעון משערכות את הנכסים, ומצד שני, ניתן לראות קרנות גדולות ומוכרות אשר בדיווחי חשבון ההון שלהן נוקטות בשיטת העלות המתואמת, ורק בסוף שנה קלנדארית עם עריכת הדוח הכספי המבוקר של הקרן, מבצעות שיערוך לנכסיהן.

מנגד, בקרנות "פתוחות", מנהל הקרן מחשב NAV בשיתוף עם האדמיניסטרטור, לפי כללי שיערוך אליהם התחייב במסמכים המשפטיים של הקרן (ככל שאכן התחייב) בד"כ אחת לחודש. יש לציין כי קיימים אדמיניסטרטורים שונים הנבדלים האחד מהשני בתפישות העולם לגבי אופן השיערוך וכך ניתן לראות שיטות חישוב NAV שונות בקרנות שונות. בהקשר זה, יש להבחין בין קרנות פתוחות שמשקיעות בנכסים סחירים (קרנות גידור) שם יתכן וה- NAV מדויק יותר וקל יותר לחישוב, לבין קרנות כמו ה p2p שם קיימות

שיטות שונות לחישוב ה-NAV. חשוב להדגיש כי על פי הרגולציה במדינות רבות, מתודולוגיית השיערוך חייבת להיות מפורטת במסמכי ההשקעה הנמסרים למשקיע.

העיוותים בהיעדר סטנדרטיזציה בשיערוכים נוגעים הן להחזקה ישירה והן להחזקה העקיפה: לגבי החזקה ישירה – משקיע בקרן פתוחה נכנס ויוצא על סמך השערוך של ה-NAV. כמו כן, דמי הצלחה של מנהל הקרן נגזרים מה-NAV. לגבי קרנות סגורות לעיתים מתבצעות עסקאות סקונדרי לפי דיווחי שווי חשבון ההון ולגבי החזקה עקיפה – במקרה של מעברים בין הקופות של הגופים המוסדיים. המשמעות היא שבעוד הגופים המוסדיים נדרשים למדוד שווי הוגן ברמה יומית, בין היתר בכדי לאפשר למשל ניוד של החיסכון הפנסיוני על ידי העמיתים, הרי שביחס להשקעתם בקרנות השקעה לא ניתן לחשב תשואה יומית.

יש לציין כי מבחינת רגולטורית, נדרשים הגופים המוסדיים לקבל שיערוך לפחות אחת לשנה אולם בפועל, הגופים המוסדיים מבקשים במסגרת הניירת המשפטית לקבל דיווחים רבעוניים. כמו כן, גופים מוסדיים נוהגים לבקש במסגרת מסמכי ההשקעה כי כל שינוי במתודולוגיית השיערוך של נכסי הקרן יובא לאישור ועדה מייעצת של הקרן ובה חברים נציגים של השותפים המוגבלים. פעולות כאמור מיועדות לגדר ככל הניתן את החשש מפני יישום שיטות שיערוך שאינן עולות בקנה אחד עם הנהוג והמקובל בתקינה החשבונאית ובמודלים המקובלים לקביעת שווי הוגן.

הקושי בנושא שיערוך מתחדד במקרים שבהם המתווכחים הפיננסיים מקימים פידרים לקלוט כספי משקיעים שמנהלים את כספם בקופת גמל IRA. כאשר מבקש המשקיע לנייד את כספיו מקופת גמל אחת לקופת גמל אחרת בניהול אישי, או לחלופין למשוך כספים מקרן ההשתלמות הנזילה בניהול אישי, עשויים להיווצר פערי עיתוי בשערוך בין העלות המתואמת המדווחת במועד ניוד הכספים או משיכתם מקופת הגמל בניהול אישי לבין השווי ההוגן של ההשקעה המדווחת במועד מאוחר יותר.

#### חוק הייעוץ והגדרת "משקיע כשיר"

נקודה מרכזית ובסיסית בנושא ההשקעות האטרקטיביות נוגעת לעמדת המתווך נוגעת לחוק הייעוץ שקובע את המותר והאסור. הקביעה של חוק הייעוץ היא דו שלבית: ראשית, על פי זהות המתווך ושנית - בחינת המוצר עצמו. על פי חוק הייעוץ, ככל שמדובר במוצר השקעה שהוא נכס פיננסי המתווך היחיד היכול לפנות למשקיע ריטייל הוא בעל רישיון השקעות. מנגד, מי שאינו בעל רישיון השקעות כמו לדוגמה סוכן ביטוח או סוכן פנסיוני מוגבל למעשה ויכול לשווק ל"משקיע כשיר" לפי ההגדרה הבאה:

*יחיד שמתקיימים בו שניים מאלה ואשר נתן מראש הסכמתו בכתב לכך שייחשב כלקוח כשיר לעניין חוק זה:*

- (1) השווי הכולל של מזומנים, פיקדונות, נכסים פיננסיים וניירות ערך כהגדרתם בסעיף 52 לחוק ניירות ערך, שבבעלותו, עולה על 12 מיליון שקלים חדשים;*
- (2) הוא בעל מומחיות וכישורים בתחום שוק ההון או הועסק לפחות שנה בתפקיד מקצועי שדורש מומחיות בשוק ההון;*

*(3) הוא ביצע לפחות 30 עסקאות, בממוצע, בכל רבעון במשך ארבעת הרבעונים שקדמו להסכמתו; לעניין זה, "עסקה" – למעט עסקה שביצע מנהל תיקים בעבור יחיד הקשור עמו בהסכם לניהול תיק השקעות."*

בשלב הבא הבחינה היא כאמור של סוג המוצר עצמו. ככל שמדובר במוצר שאין לו היתר מרשות ניירות ערך להפצה בישראל, כמו למשל, קרן גידור או קרן השקעות בנדל"ן, קרן פרטית או מניה לא סחירה, הרי שהיא יכולה להיות מוצעת רק למשקיעים מסווגים עם חריג של עד 35 משקיעי ריטייל בשנה ועד 50 משקיעי ריטייל בסך הכל. משקיע מסווג מוגדר כמי שיש לו כ-8 מיליוני ש"ח ככסף "נזיל", או לחלופין הכנסה שנתית של כ-1.2 מיליון ₪ או כ-1.8 מיליון ₪ לתא משפחתי או לחלופין כ-5 מיליון ₪ בכסף "נזיל" וגם הכנסה שנתית של כ-600,000 ₪ או של כ-900,000 ₪ לתא משפחתי. יש לציין כי מדובר בהגדרות מאד נוקשות בהשוואה בינלאומית. כך, למשל, הגדרת "נכס נזיל" בישראל היא מצומצמת מאוד: מזומן, והשקעות שוק הון סחירות בלבד. כלומר, לא מביאים בחשבון השקעות לא סחירות כגון נדל"ן, קרנות השקעה, חברות פרטיות, וכן לא מביאים בחשבון חסכון פנסיוני. לשם השוואה, בארה"ב, למשל, משקיע כשיר מוגדר כמי שיש לו 1 מיליון דולר נכסים (הכל, למעט דירת מגורים) או הכנסה שנתית ברוטו 200 אלפי דולר. כמו כן, בתחילת 2021 ה-SEC אף הוסיפה להגדרת "משקיע כשיר" חלופה למבחן הנכסים/הכנסות: מי שהינו בעל מומחיות בשוק ההון / השקעות. גם בכללים המפורסמים בדירקטיבה האירופאית קיימת גמישות גדולה מזו הקיימת בהגדרות בישראל.

הגדרת "משקיע כשיר" יוצרת את הרף שמתחתיו נמצאים המשקיעים הזקוקים להגנת הרגולטור ולפיקוחו. לטענת רבים, ההגדרה הרף של משקיע כשיר בדין הישראלי ממוקם גבוה מדי וחוסם קבוצות שלמות באוכלוסייה שהן אמנם לא משתייכות לאלפיון העליון אולם הם בהחלט בעלות יכולת כספית מתאימה שמאפשרת להם לספוג הפסדי השקעה או לשכור בעלי מקצוע על חשבונם שיבדקו בעבורם את ההשקעה הפרטנית, הגם שהיא לא מפוקחת על ידי רשות ניירות ערך. מנגד, טוענים אלה שמתנגדים לשינוי רף הכשירות כי קיים חשש מקיומו של מדרון חלקלק שיוביל להכנסת ציבור ריטייל גדול יותר להשקעות לא מפוקחות.

#### **היבט המס**

בהעדר חקיקת מס ראשית ומשנית המתייחסת ספציפית להיבטי המס החלים על משקיעים בקרנות השונות, קיימת אי ודאות רגולטורית למשקיעים. וואקום חקיקתי זה יצר מערכת של החלטות מינהליות מצד רשות המיסים באמצעות החלטות מיסוי וחוזרים מקצועיים שניסו לתת מענה להיבטי המס בקרנות. מטבען של החלטות מינהליות הן היו ועודן נתונות לשינויים תכופים, לרבות הוספת תנאים ומגבלות נוספים במהלך השנים. כך לדוגמה מיסוי 'קרנות הגידור' מוסדר בהחלטות מיסוי, אשר קובעות מגבלות רבות על המשקיעים בהן ואף קובעות מיסוי על בסיס שווי מידי שנה בניגוד לעיקרון המימוש' המהווה עקרון בסיסי בשיטת המס בישראל. לא ברור מדוע מיסוי קרנות הגידור אינו דומה למיסוי קרנות הנאמנות בישראל (מדובר במוצר חלופי), כלומר מיסוי המשקיע בעת מימוש יחידותיו בקרן בלבד. גם קרנות הון הסיכון וקרנות הפרייבט אקוויטי שזכו להתייחסות בחוזרי מס הכנסה משנת 2018, לא קיבלו מענה שלם, ואף החוזרים עצמם

מציינים כי החוזרים חלים על תושבי חוץ ועל קופות גמל עליהן חל סעיף 219 לפקודה ואינם חלים על משקיעים תושבי ישראל שאינם פטורים.

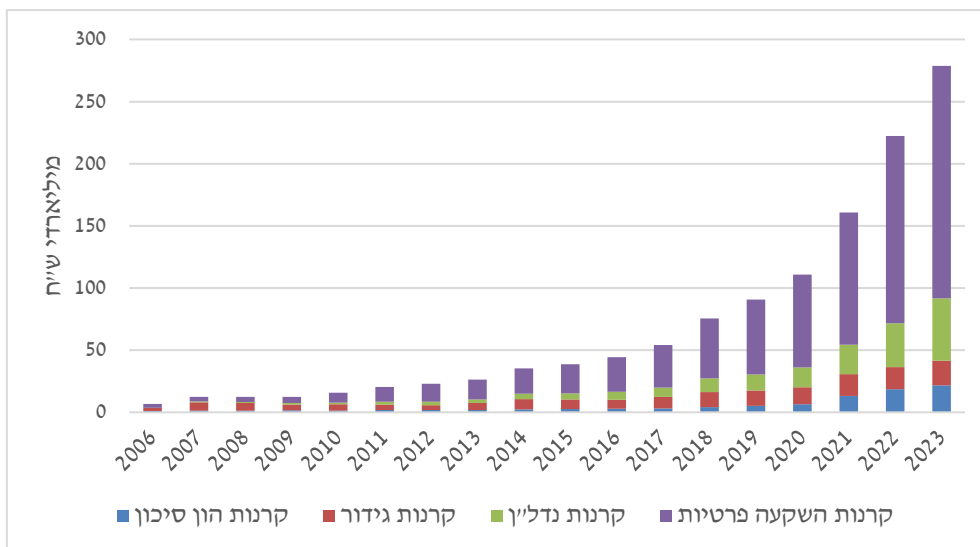
ראוי היה כי נושא זה חשוב ומהותי היה מקבל מענה חקיקתי מתאים, ואכן ניסיון כזה נעשה במסגרת תזכיר חוק לתיקון פקודת מס הכנסה (מיסוי שותפויות), התשפ"א-2021. במסגרת התזכיר נעשה ניסיון להסדיר את היבטי המס בקרנות השונות המאוגדות כשותפויות, לרבות בקרנות הון הסיכון והפרייבט אקוויטי. עם זאת, התזכיר לא נתן מענה שלם לקרנות אחרות כדוגמת קרנות הגידור, קרנות הנדלי'ן ועוד.

### השקעות הגופים המוסדיים בקרנות פרטיות

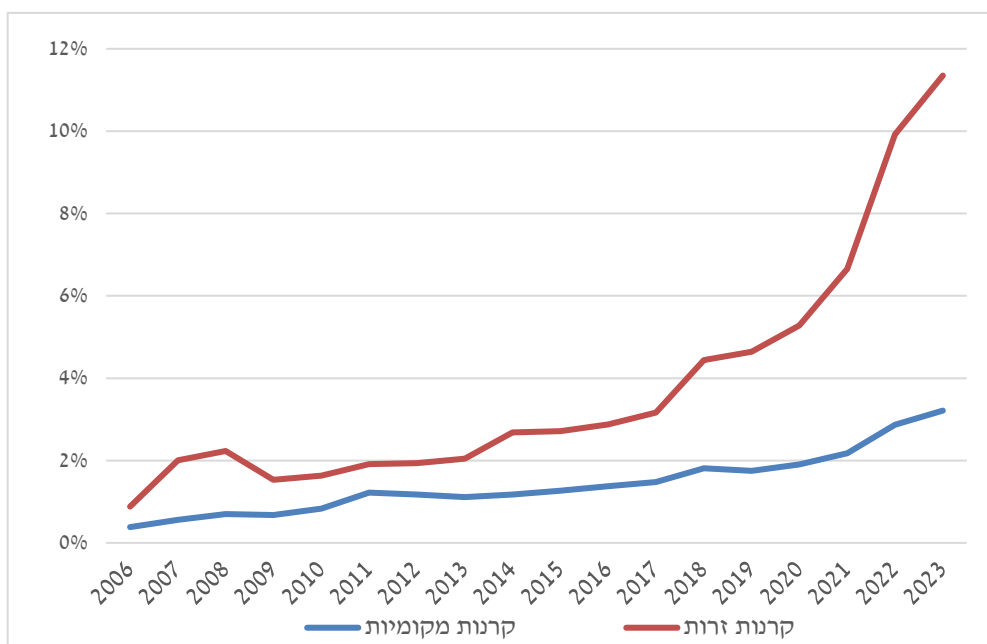
גופים מוסדיים ברחבי העולם מקצים בשנים האחרונות חלק הולך וגדל מתיק הנכסים שלהם לקרנות השקעה פרטיות (PE), קרנות הון סיכון (VC), וקרנות פרטיות מסוגים שונים (נדלי'ן, תשתיות, גידור וחוב) (Lerner et al. (2008), Ivashina and Lerner (2018). כך לדוגמה, קרנות פנסיה שנכללות בבסיס המידע המסחרי Preqin הגדילו בצורה עקבית את האלוקציה שלהם לאפיק קרנות ההשקעה הפרטיות, משיעור ממוצע של כ-18% בתחילת שנת 2010 לשיעור ממוצע של כ-30% בשנת 2022, בנוסף, בסקר שנערך בקרב קרנות הפנסיה הללו נמצא כי כ-80% מהמשיבים העידו כי הם מצפים להגדיל את אלוקציית ההשקעות שלהם בקרנות פרטיות עד שנת 2025 (Lee, 2020). הסיבות העיקריות העומדות בבסיס תופעת הגידול בהשקעות של גופים מוסדיים המנהלים כספי חיסכון ארוך טווח בנכסים אלטרנטיביים בכלל ובקרנות השקעה בפרט, הן הגידול המשמעותי בסך הנכסים המנוהלים על ידי הגופים על ידי הגופים הללו, וכן, סביבת הריבית האפסית ששררה בעשור האחרון.

התופעה לא פסחה גם על הגופים המוסדיים הישראליים, אשר הגדילו את החזקותיהם בקרנות השקעה פרטיות באופן חסר תקדים. כפי שניתן לראות באיורים 1 ו 2, בשנת 2006 סך שווי החזקות של הגופים המוסדיים בישראל בקרנות פרטיות מסוגים שונים עמד על כ-3 מיליארדי ש"ח בקרנות מקומיות וכ-11 מיליארדי ש"ח בקרנות זרות. בשנת 2023 סך שווי החזקות עמד על כ-48 מיליארדי ש"ח בקרנות מקומיות וכ-140 מיליארדי ש"ח בקרנות זרות. מעבר לגידול האבסולוטי הבולט בשווי החזקות המצרפי של הגופים המוסדיים בישראל בקרנות השקעה פרטיות, אנו עדים גם לגידול דרמטי באלוקציית החזקות בקרנות הללו מתוך סך הנכסים המנוהלים בתיק החיסכון של הציבור (בנטרול אג"ח מיועדות). בשנת 2006 רק כ-0.4% מתיק הנכסים הושקעו בקרנות מקומיות, וכ-0.9% מתיק הנכסים הושקעו בקרנות זרות. בשנת 2023 אלוקציית החזקות בקרנות מקומיות עלתה לכ-3%, ואלוקציית החזקות בקרנות זרות עלתה באופן דרמטי והגיעה לכ-11%. בדו"ח FPI 2023 Israeli LP Benchmark Report לשנת 2023 צוין כי סך ההתחייבויות החדשות לקרנות השקעה פרטיות על ידי הגופים המוסדיים בישראל נמצא כבר מספר שנים במגמת ירידה, ועל כן, בעתיד הדבר עשוי לבוא לידי ביטוי בירידה באלוקציית החזקות באפיק. בנוסף, ראוי לציין כי קיים פער באלוקציית ההשקעות באפיקים הללו בקרב הגופים המוסדיים בישראל ביחס לקרנות הפנסיה האמריקאיות המובילות. אחת הסיבות לאלוקציה הנמוכה בקרב השחקנים בשוק הישראלי היא צרכי הנזילות המאפיינים את מוצרי החיסכון המנוהלים על ידם (רמה גבוהה של תחרותיות ותדירות גבוהה של ניוידים בין גופים), עדות לכך ניתן למצוא בשיעור החזקות הגבוה במיוחד בקרנות ההשקעה הפרטיות בביטוחי החיים הישנים, שבהם אין ניוודי חוסכים בין גופים מוסדיים.

**סך שווי החזקות הגופים המוסדיים בישראל בקרנות השקעה פרטיות מסוגים שונים**



**אלוקציית החזקות הגופים המוסדיים בישראל בקרנות פרטיות מקומיות וזרות (כשיעור מסך הנכסים המנוהלים בניכוי אג"ח מיועדות)**



במחקרם של (Brav, Lakan & Yafeh, 2023) ניתן למצוא עדויות חדשות אשר שופכות אור על ביצועי הגופים המוסדיים בישראל בהשקעותיהם בקרנות השקעה פרטיות מסוגים שונים ( Buyout, VC, Real estate, Debt, Infrastructure, Hedge ) בין השנים 2000 – 2018. במחקר נמצאו עדויות לכך כי השקעות הגופים המוסדיים בקרנות פרטיות מקומיות הניבו ביצועים עודפים ביחס להשקעות בקרנות פרטיות זרות (אשר רובן ממוקמות בארה"ב). המחקר מצביע על שני גורמים מרכזיים אשר עשויים להסביר את ההבדלים בביצועים בהשקעות בקרנות מקומיות בהשוואה לקרנות זרות; ראשית, בעיית גישה (Access) לקרנות זרות מובילות, הגופים המוסדיים הישראלים מתקשים לעתים להשיג גישה לקרנות המובילות (בעיקר VC) בארה"ב, דבר המוביל לא פעם לסלקציה שלילית בבחירת הקרנות הללו (הבעיה לא קיימת בשוק הקרנות המקומי). שנית, מיומנות (Skill) עודפת בבחירת קרנות מקומיות בהשוואה לבחירת קרנות זרות, הגופים המוסדיים חשופים למידע עודף בשוק הקרנות המקומי אשר מאפשר להם לבחור קרנות ישראליות איכותיות יותר. סייע בכתיבת חלק זה רו"ח גיא לקן מהאוניברסיטה העברית.

Brav, A., Lakan, G., & Yafeh, Y. (2023). Private Equity and Venture Capital Fund Performance: Evidence from a Large Sample of Israeli Limited Partners. *European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper*, (930).

Ivashina, V. and Lerner, J. (2018), 'Looking for alternatives: Pension investments around the world, 2008 to 2017', Working paper, Harvard Business School.

Lee, M. (2020), 'Future of alternatives 2025: Investors' inexorable push to alternatives'

Lerner, J., Schoar, A. and Wang, J. (2008), 'Secrets of the academy: The drivers of university endowment success', *Journal of Economic Perspectives* 22(3), 207–22.



## שאלות לדיון

1. הצורך בסטנדרטיזציה של כללי השערוך: האם יש לקבוע תכיפות מינאמלית של שערוך נכסים לא סחירים ודוחות חתומים כדי למנוע עיוותים, בדומה למצב בגופים מוסדיים? האם יש לקבוע תכיפות שערוך גם לקרנות סגורות כמו קרנות פרייבט אקוויטי? האם להכפיף את כללי השערוך ל-IFRS לרבות בהקשר של דרישות הגילוי?
2. האם העובדה כי בקרנות פתוחות מסוימות נוצר לאחרונה מצב של "RUN ON THE BANK" מעידה על חוסר נאותות השערוכים?
3. האם הבעיה המרכזית בפרשיות האחרונות היא אכן שיווק אגרסיבי, על ידי משווקים שאינם בקיאים ובעלי אינטרס אישי או נובעת מבעיות עומק של העדר רגולציה על הקרנות עצמן?
4. האם חלק מהבעיה נובע מציפייה של המשקיעים הסבורים כי ניתן יהיה להנזיל את השקעתם בכל רגע נתון ולפדות את היחידות בקרן השקעה הגם שנכסי הבסיס שלה לא סחירים? בהקשר זה, באם יתכן כי בחלק מן הפרשיות הנדונות בימים אלה בתקשורת, סוכני ביטוח או מתווכחים פיננסיים ללא הכשרה אחראים ליצירת מצג הנזילות הרבעוני אצל חלק מן המשקיעים?
5. האם הגדרת משקיע כשיר בחוק ניירות ערך מייצרת בשוק עיוותים – מה הסיבות, ההשלכות והאם נדרש תיקון חקיקה? האם נכון לצמצם את ההגדרה רק לציבור מצומצם מאד (לצורך העניין האלפיון העליון) להבדיל מהעולם או לפתוח אותה (למשל לעשירון העליון או רף יותר) בכדי להנגיש להם השקעות לא סחירות?
6. האם הרחבת הגדרת ה"משקיע כשיר" לא יכולה לסייע להגברת וטיוב הרגולציה על הגופים האחרים? איך?
7. האם צריך ונכון להחיל הוראות רגולטוריות המחייבות את קרנות ההשקעה הפרטיות בישראל בכללי שקיפות ודיווח, בדומה להוראות ה-SEC? האם נכון להתערב בשוק בצורה כל כך משמעותית? האם הדבר עשוי לפגום במידת הגמישות המאפיינת את התעשייה, ודה פאקטו לפגוע בהמשך התפתחותה ובתרומתה לכלכלה? האם נכון בכלל ליצור פיקוח על הקרנות או לחלופין לאפשר לשוק להשתכלל מכוחות השוק?
8. בהקשר לשאלה הקודמת - האם לייצר רגולציה מינימלית, לדוגמה חובת רישום ברשות ני"ע של מנהל קרן (GP)? האם לקבוע רף מינימאלי לפיקוח – כמו למשל – ניהול של למעלה מ-100 מיליוני שקלים.
9. האם נכון לקבוע כללים לשערוך נכסיהן של קרנות השקעה פרטיות על מנת להימנע מניגודי עניינים בין מנהלי הקרנות, בין המשקיעים בקרנות וכן לגבי החזקה העקיפה של חוסכים בקרנות (שווי שגוי לעמית בחיסכון ארוך טווח המנייד את כספיו לפי השערוך)?
10. בהמשך לשאלה הקודמת, האם אין חשש לאור בגיוס קרן המשך, שמנהלי הקרן ירצו להראות שווי גבוה בספרים לנכסי הקרן הנוכחית, טרם המימוש?

11. האם נדרשת חקיקת מס מיידית להסדרת כל נושא קרנות ההשקעה או שמא שיטת החלטות המיסוי וחוזרי מס הכנסה הקיימת נותנת מענה מתאים וכן וודאות למשקיעים? האם ראוי שיחולו הסדרי מס שונים על מכשירי השקעה דומים בשוק ההון? האם לא נדרשת נייטרליות מס בין מכשירי ההשקעה השונים ובמיוחד אלו הרלוונטיים לשוק ההון?

12. הממשק של רשות ניירות ערך שאחראית על המשקיע הפרטי לבין רשות שוק ההון שאחראית על הגופים המוסדיים. בהקשר זה, חברות הביטוח בשנים האחרונות הוציאו פוליסות חיסכון וקופת גמל להשקעה שהם למעשה מוצרי השקעה משותפת (ללא אלמנט ריסק) – האם הדבר לא עוקף את מנגנון הקיים לגבי קרנות השקעה?