

## נספח לחומר הרקע למפגש דצמבר

### השפעת הערכות השווי על תיק הנכסים ארוך הטווח של הציבור<sup>1</sup>

#### רקע

בשני העשורים האחרונים גופים מוסדיים בישראל וברחבי העולם הגדילו את שיעורי ההחזקות שלהם בנכסים אלטרנטיביים לא סחירים (בעיקר קרנות השקעה פרטיות מסוגים שונים). באיור 1 ניתן לראות את מגמת הגידול בשיעור ההחזקות של הגופים המוסדיים בישראל בנכסים לא סחירים (קרנות השקעה פרטיות, מניות פרטיות, נדל"ן ונכסי חוב לא סחירים). ניתן לראות כי חלה עלייה דרמטית בשיעור ההחזקות בנכסי אקוויטי לא סחירים, 4% בשנת 2007 לעומת 16% בשנת 2022, וזאת לעומת קיטון בשיעור ההחזקות בנכסי חוב לא סחירים, 17% בשנת 2007 לעומת 9% בלבד בשנת 2022.

בהינתן חוסר הסחירות של הנכסים הללו, שווי השוק שלהם משוער בתדירות נמוכה מזו של הנכסים החסירים (לרוב רק פעם ברבעון או פעם בשנה). הפער בתדירות השערוך בין אפיקי ההשקעה הסחירים ללא סחירים עשוי לגרום למעבר עושר (wealth transfer) בין חוסכים העוברים בין מסלולי השקעה שונים, לבין חוסכים פאסיביים (חוסכים שלא נוטים לעבור בין מסלולי השקעה) – הדבר מתעצם בתקופות של תנודתיות גדולה בשווקים התורמת לניתוק השווי של הנכסים הלא סחירים מהמצב בכלכלה. חשוב לציין כי הסוגייה רלוונטית אך ורק לנכסי הון לא סחירים (בעיקר קרנות השקעה פרטיות ונדל"ן), ולא לנכסי חוב לא סחירים – וזאת בגלל העובדה שנכסי החוב הלא סחירים משוערכים ברמה יומית על ידי חברת ציטוט חיצונית.

הירידות החדות והתנודתיות הרבה בשוק ההון המקומי החל מפרוץ המלחמה, בתוספת תחזיות המאקרו הצופות האטה בפעילות הכלכלית העולמית, תנתק את השווי של שוק ההון הסחיר מהשווי של הנכסים הלא סחירים (בטווח הקצר), ויגרור לחישוב מוטעה של הנכסים הפנסיונים שיוביל כאמור למעבר עושר בין חוסכים בעת ניוד כספי החיסכון ארוך הטווח.

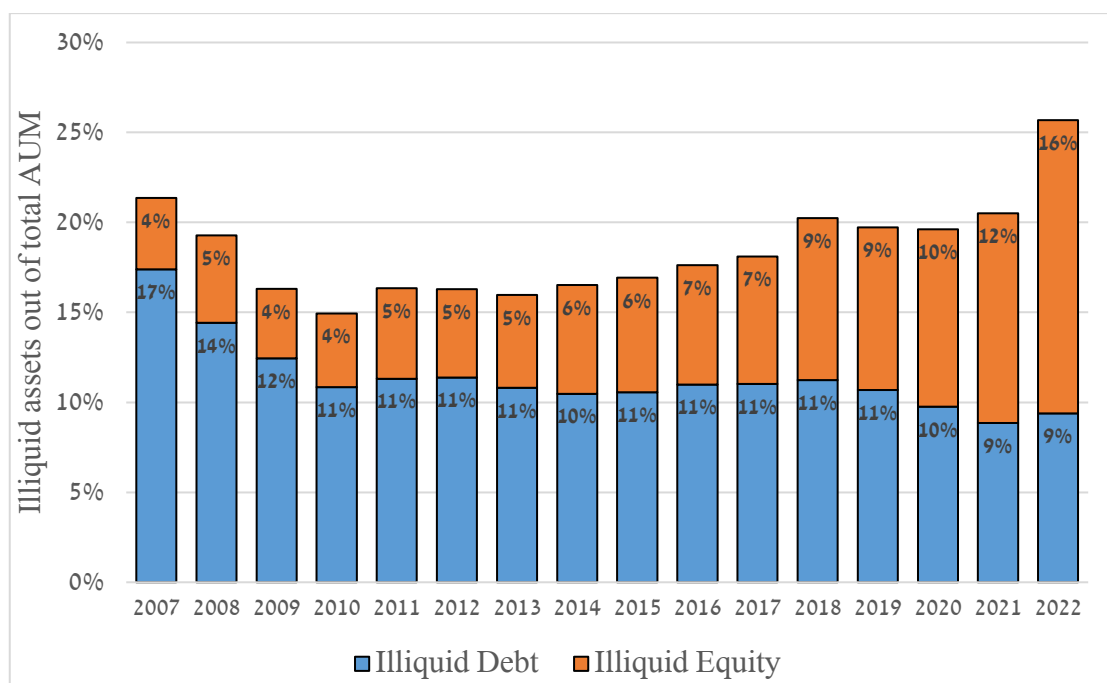
בדיון יוצג מחקר שנערך על ידי רוי"ח גיא לקן מהאוניברסיטה העברית (לשעבר מנהל המחלקה הכלכלית ברשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון), העוסק בניתוק השווי של הנכסים הסחירים לנכסים האלטרנטיביים הלא סחירים המוחזקים על ידי הגופים המוסדיים בישראל, וההשפעה שלו על חישוב שווי נכסי העמיתים בעת מעברים בין מסלולי השקעה ופדיונות. המחקר עושה שימוש בפרוץ מגפת הקורונה (מרץ-אפריל 2020), כמקרה בוחן המתעד כיצד ניתוק השווי של הנכסים האלטרנטיביים מהשוק הסחיר הביא למעבר עושר (wealth transfer) בין החוסכים לפנסיה בישראל.

הממצאים העיקריים במחקר הם שהעיכוב ב mark – to – market של הנכסים הלא סחירים גרם להעברת עושר מהותית של כ-2% בממוצע (התשואה השנתית הממוצעת בשוק חיסכון ארוך הטווח בישראל עומדת על כ-5%), בין חוסכים שעברו מסלול השקעה במהלך פרוץ מגפת הקורונה, לבין

<sup>1</sup> נכתב ע"י רוי"ח גיא לקן, האוניברסיטה העברית.

חוסכים שלא עברו (בין אם מבחירה ובין אם בעקבות פאסיביות). במקרים מסוימים נמצא כי חוסכים הרוויחו עד כ – 7% משווי הנכסים שלהם בעקבות ההטיה בחישוב שווי הנכסים. הרווחים שהשיגו החוסכים שעברו מסלול ההשקעה סובסדו למעשה על ידי העמיתים הפאסיביים שלא עברו מסלול השקעה. בנוסף לכך, ניתוח המאפיינים הדמוגרפיים של החוסכים שבחרו לעבור מסלול השקעה במהלך פרוץ מגפת הקורונה מגלה כי החוסכים שהרוויחו מהעיות בחישוב שווי הנכסים מגיעים מרקע סוציאקונומי גבוה, בהשוואה לחוסכים אשר הפסידו מהעיות, ולכן למעשה ניתן לסכם כי העיות מביא למעבר עושר (wealth transfer) מחוסכים בעלי רקע סוציאקונומי נמוך לכאלה המגיעים מרקע סוציאקונומי גבוה.

### איור 1 – שיעור ההחזקות בנכסים לא סחירים בשוק החיסכון ארוך הטווח בישראל



### המתאם בין שווי הקרנות הפרטיות לשווי השוק הסחיר

האם קיים מתאם בין השווי של הנכסים הלא סחירים לשווי השוק הסחיר? מדובר בשאלה אשר קיבלה התייחסות נרחבת בספרות האקדמית. הנושא נידון בהרחבה במחקר שנערך לבקשת קרן העושר הנורווגית ע"י Døskeland and Strömberg (2018)<sup>2</sup>. החוקרים סקרו את הספרות העוסקת בין המתאם הקיים בין הביצועים של קרנות השקעה פרטיות (Buy Out) לשוק הסחיר, וכן, המתאם בין קרנות הון סיכון (Venture Capital) לשוק הסחיר. ניתן לראות את ערכי הביטאות אשר נאמדו במספר מחקרים בטבלאות א1 ו-1ב, טבלה א1 כוללת מחקרים שבהם אמדו את המתאם בין שווי

<sup>2</sup> Døskeland, T., & Strömberg, P. (2018). Evaluating investments in unlisted equity for the Norwegian government pension fund global (gpfg). Available at SSRN 4121735.

השוק ברוטו (לפני דמי ניהול) לבין שווי השוק הסחיר, וטבלה 1 כוללת מחקרים שהתייחסו לערך הביטא נטו (לאחר דמי ניהול).

**טבלה 1א: סיכום הספרות האדמית העוסקת בחישוב ערך הביטא של קרנות השקעה (VC/PE) עם השוק הסחיר – ביצועים ברוטו לפני דמי ניהול**

Paper VC or BO	Cochrane (2005) VC	Korteweg and Sorensen (2010) VC	Jegadeesh et al (2015) VC	Axelson et al (2014) BO	Nowak et al (2012) BO	Jegadeesh et al (2015) BO
Market beta	1.7	2.3	1.1-1.2	2.2-2.4	1.0-1.3	0.9-1.1
HML		-1.6	0	-	0.7-1.0	0.8
SMB		1.0	0.4	-	insig (neg)	0.6
Liquidity (PS)		-	-	-	0.6	-
Momentum		-	-	-	-	insig (neg)
PE-specific factor	no	yes	no	no	no	no
"Alpha"	32%	-5%	0	8.5%	0.4%	0

**טבלה 1א: סיכום הספרות האדמית העוסקת בחישוב ערך הביטא של קרנות השקעה (VC/PE) עם השוק הסחיר – ביצועים נטו אחרי דמי ניהול**

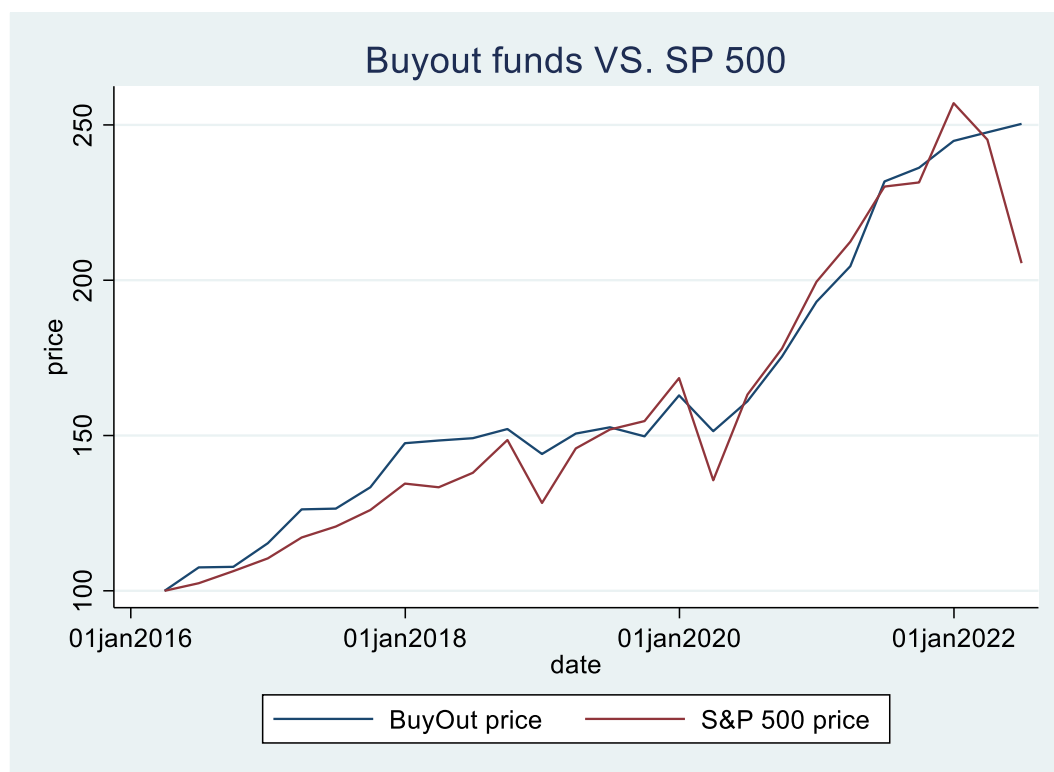
Paper VC or BO	Jegadeesh et al (2015) VC	Driessen et al (2013) VC	Korteweg and Nagel (2016) VC	Ang et al (2017) VC	Jegadeesh et al (2015) BO	Driessen et al (2013) BO	Ang et al (2017) BO
Market beta	0.9-1.0	2.4-2.7		2.7	1.5-2	0.7	1.3-1.7
HML	insig (pos)	insig (neg)	-	-0.6	insig (pos)	1.4 (insig)	0.5-0.7
SMB	0.5	insig (pos)		3.7	0.8-0.9	insig (neg)	insig (pos)
Liquidity (PS)	-	-	-	insig (pos)	-	-	0.6
Momentum	-0.1	-	-	-	0	-	-
PE-specific factor	no	no	no	yes	no	no	yes
"Alpha"	0	-1%	-10%	-5%-0%	0	insig (neg)	-4%-4%

ניתן לסכם כי ערך הביטא לקרנות השקעה פרטיות (Buy Out) נמצאת בטווח שבין 0.7 (לאחר דמי ניהול) ל- 2.4 (לפני דמי ניהול). עבור קרנות הון סיכון התקבל ערך ביטא גבוה יותר, אשר נע בין 0.9 (לאחר דמי ניהול), ל-2.7 (לפני דמי ניהול).

באזור 2 ניתן לראות את המתאם הקיים בין השווי האגרגטיבי (שווי רבעוני משוערך בניכוי קראיות לכסף וחלוקות) של מדגם אקראי של כ-800 קרנות Buy Out אמריקאיות לבין השווי של מדד ה S&P 500. העובדה שקיים מתאם רבעוני בין שווי הקרנות הפרטיות לבין שווי מדד הייחוס הסחיר, מחזק

את הטענה שתנודות בין רבעוניות בשווי מדד הייחוס הסחר (שכמובן לא יבואו לידי ביטוי בשווי הקרנות הפרטיות בגלל תדירות השערוך), יביאו להתבדרות השווי בספרים (שהוא השערוך האחרון) מהשווי ההוגן היומי של הקרנות במצב של תנודתיות בין רבעונית בשווי השוק של מדד הייחוס הסחיר.

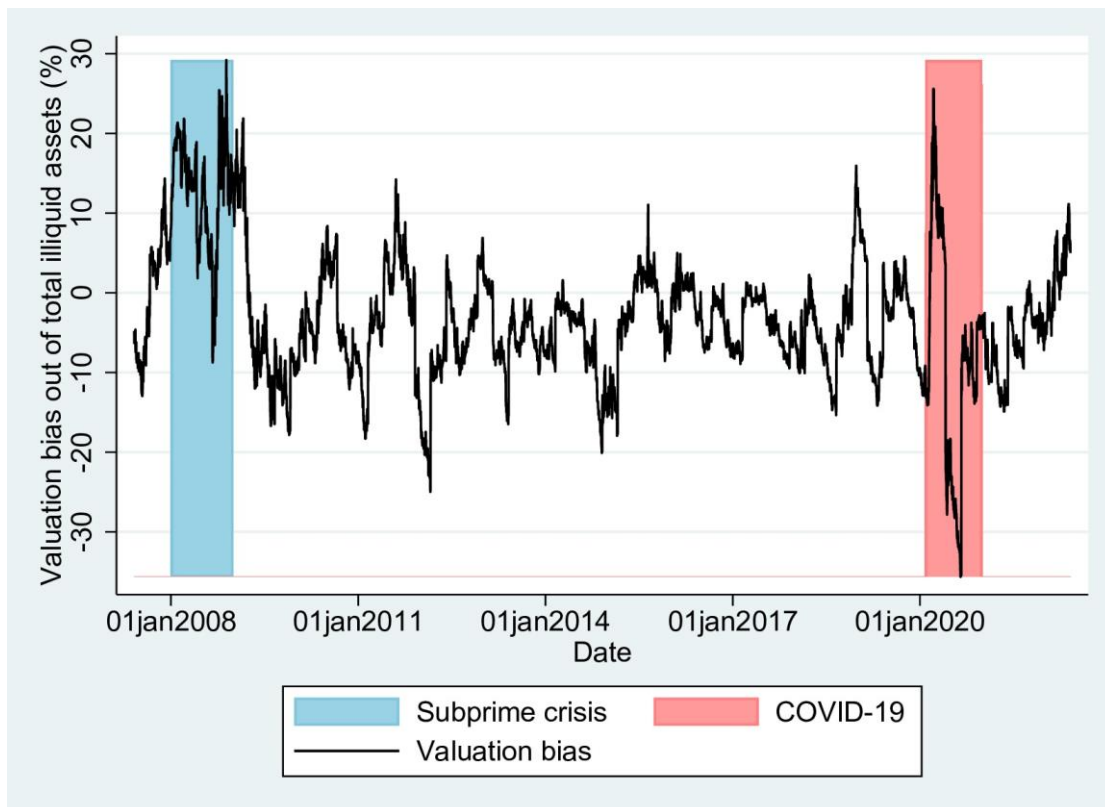
## איור 2 – שווי רבעוני אגרסיבי של קרנות Buy Out אמריקאיות אל מול שווי מדד S&P 500



### ההטיה הקיימת בשווי ההוגן של הנכסים האלטרנטיביים

אם כך, המתאם הקיים בין הנכסים האלטרנטיביים הלא סחירים עשויים להביא למצב שבו השווי בספרים של הנכסים הללו לא יהיה שונה מהשווי ההוגן שלו בין תקופות השערוכים – ככל שהשוק הסחיר יחווה תנודתיות גבוהה יותר כך שווי הנכסים הלא סחירים יהיה מנותק יותר מהמצב בכלכלה, וזאת כמובן עד מועד השערוך העוקב. איור 3 מציג את ההטיה בשווי נכסי ההון האלטרנטיביים הלא סחירים על פני זמן, המחושבים כהפרש בשווי ההוגן התיאורטי של הנכסים הלא סחירים ברמה יומית (המחושב על ידי הצמדת השווי של הנכסים, אשר התקבל בשערוך האחרון, למדדי ייחוס סחירים מתאימים, תחת הנחת ערך ביטא של 1), לשווי בספרים (השווה לשערוך האחרון של הנכסים). האיור מדגיש את ההתנתקות המשמעותית בשווי ההוגן מהשווי בספרים בשתי תקופות עיקריות – במהלך משבר הסאב-פריים ובמהלך פרוץ מגפת הקורונה.

איור 3 – שיעור ההטיה בשווי נכסי ההון הלא סחירים על פני זמן (בהנחת ביטא של 1)



ניתן לראות כי ההטיה בשווי ההוגן של הנכסים האלטרנטיביים הגיעה לעד כ- 30% במהלך משבר הסאב-פריים ובמהלך פרוץ מגפת הקורונה. בנוסף לכך, קיימים עוד לא מעט מקרים שבהם התנודתיות בשוק הסחיר, אשר לא קיבלה ביטוי בשווי הנכסים האלטרנטיביים, הביאה להטיה של כ-10%. הפעם האחרונה שבה חזינו בהתנתקות כזאת (לא מופיע בגרף) הייתה ברבעון השני של שנת 2022, שבה מדד ה- S&P 500 איבד כ- 20% מערכו.

**השפעת ההטיה בשווי ההוגן על מעבר העושר בין החוסכים לפנסיה**

מה מניע את קיומו של מעבר העושר בין החוסכים? קיימים שלושה מרכיבים הגורמים לכך שעיוות השווי של נכסי ההון הלא סחירים מביא לכך שזכויות פנסיוניות עוברות בין חוסכים בצורה לא נכונה. הראשון, שיעור גבוה של נכסי הון לא סחירים בתיק ההשקעות, נכון לסוף שנת 2022 כ-16% בממוצע מתיק החיסכון ארוך הטווח של הציבור בישראל מושקע בנכסי הון לא סחירים (מדובר בשיעורים גבוהים משמעותית בחלק מהגופים המוסדיים הגדולים ובמוצרי חיסכון מסוימים, כגון, ביטוחי חיים ישנים). השני, תנודתיות גבוהה בשווקים הסחירים הגורמת לניתוק השווי ההוגן של הנכסים הלא סחירים מהשווי שלהם בספרים, במיוחד בין הרבעונים. הרכיב האחרון, ואולי החשוב ביותר, הוא ניווד כספים חופשי – דבר שכאמור נכון כמעט לכל מוצרי החיסכון ארוך הטווח בישראל, ראוי עוד לציין כי בעת ירידות בשווקים חוסכים נוטים לעבור למסלולי השקעה המתאפיינים בסיכון נמוך –

המסלולים הללו בדרג כלל סחירים לחלוטין (מסלול כספיים, אג"ח ממשלתי וכו'), המשמעות של מעברים ממסלולים הכוללים נכסים לא סחירים לכאלו אשר לא כוללים נכסים לא סחירים, היא למעשה מכירה של הנכסים הלא סחירים בשווי שהתקבל בשערך האחרון (שהוא גבוה מהשווי ההוגן העדכני במצב של ירידות בשווקים). מי שמסבסד את המימושים של הנכסים הלא סחירים בשווי הגבוה מהשווי ההוגן שלהם, הם העמיתים שנשארו במסלול ההשקעה. ניתן לראות באיור 4 את הנטייה של החוסכים בשוק החיסכון ארוך הטווח בישראל במהלך פרוץ מגפת הקורונה, לעבור ממסלולי השקעה התאפיינים בריבוי נכסים לא סחירים (הפקדות נטו שליליות במיוחד) לכאלו בעלי מיעוט נכסים לא סחירים (הפקדות נטו חיוביות). תופעת ה-*flight to liquidity* תועדה היטב בספרות האקדמית בהקשר של משבר הסאב-פריים בשנת 2008.

**איור 4 – הפקדות נטו (הפקדות פחות משיכות, במיליוני ₪) במסלולים בעלי שיעור גבוה של נכסים לא סחירים בהשוואה למסלולים בעלי שיעור נמוך של נכסים לא סחירים (הקו המאונך מייצג את פרוץ מגפת הקורונה)**

