

## צל כבד הוטל על התעשייה הפיננסית של קרנות החוב. האם זה הזמן להשקיע או להתרחק?

חקירה סביב קרנות אשראי שפעלו בניגוד להוראות החוק, לצד אחרות שעצרו או מעכבות את החזר כספי המשקיעים, מטילה צל כבד על תעשייה פיננסית שמגלגלת עשרות מיליארדי שקלים • מנגד, ישנן קרנות שהצליחו להציג תשואה נאה גם בתקופה שלאחר עליית הריבית • אלה הדברים שחשוב לדעת לפני שמשקיעים באפיק הלא סחיר, היכן להתמקד ובעיקר - ממה להיזהר



רוני ויינברג 05:48



עושים סדר ב"ג'ונגל" של קרנות החוב / עיצוב: טלי בוגדנובסקי (נוצר בעזרת adobe firefly)

בתחילת החודש הבא נציין שנתיים לתחילת הסייקל של העלאות הריבית מצד בנק ישראל. היום קשה כבר להיזכר, אבל באפריל 2022 אף אחד לא יכול היה לצפות שבתוך זמן קצר תזנק הריבית במשק מ-0.1% ל-4.75%, וגם לא שהיא תחלק את הכלכלה בין מיעוט שהרוויח הון מהמהלך, דוגמת הבנקים, לרוב הגדול של מגזרי הפעילות הכלכלית שנפגעו, חלקם באופן קשה.

- [הכוכבות החדשות: 11 המניות שסוחפות את מדדי אירופה כלפי מעלה](#)
- [במשך שנים הזהב הגן על המשקיעים מפני ירידות בבורסה. עכשיו המגמה השתנתה](#)
- [המפעל היחיד של טסלה באירופה שותק. כך זה קרה](#)

- פרסומת -

עבור עולם קרנות החוב בישראל, שמנהל כספי משקיעים בעשרות מיליארדי שקלים, עליית הריבית יצרה לחץ. קרנות חוב, או בשמן האחר קרנות אשראי, הן מוצר המאפשר השקעה בחוב פרטי ומהוות חלק מתעשיית ההשקעות האלטרנטיבית (לא סחירות). את הכסף שהן מגייסות מהמשקיעים הן מעניקות כהלוואות מסוגים שונים, למשל הלוואות בין אנשים (P2P), הלוואות לנדל"ן בארץ ובחו"ל או לעסקים ועוד. הלוואות אלה מגובות לרוב בשיעבודים ובערבויות, ומתנהלות בקורלציה נמוכה יחסית לביצועים בשוקי ההון.



אותן קרנות מצאו עצמן בבעיה נוכח שני תהליכים מקבילים שעבדו לרעתן ויצרו תנועת מלקחיים: הראשון הגיע מכיוון המשקיעים שהתרגלו לתשואות נאות של 6%-8%, גבוהות ביחס למה שאפשר היה לקבל בבנקים בסביבת הריבית האפסית. הללו הבינו שעבור תשואות כאלה אין כעת סיבה לקחת סיכון, ואפשר לקבל תמורה דומה בפיקדונות בנקאיים נושאי ריבית או באפיקים סולידיים דומים. לכן רבים מהם ביקשו למשוך את כספם מהקרנות.

מהכיוון השני, היו גם משקיעים שהפעילו לחץ על מנהלי הקרנות להעלות את הריבית ללווים כדי להשאיר את אפיק ההשקעה אטרקטיבי. צעד זה הוביל לגידול בשיעור כשלי האשראי (דיפולט), ובתורו לקריסת לוויים ולפגיעה בתשואות הקרן. כתוצאה מכך נוצר גל של בקשות פדיון מצד משקיעי הקרנות. אך מכיוון שמרבית הנכסים שלהן אינם סחירים, ולכן לא נזילים, נקלעו חלק ניכר מהן לקשיי נזילות ועצרו, או לכל הפחות האטו, את משיכת הכספים והחזר כספי הלקוחות. זה קרה בין היתר לקרנות חוב שניהלו כמה גופי פיננסים מקומיים כמו וואליו שהייתה בשליטת הפניקס, אי.בי.אי, טריא, פאגאיה ומגדלור, כמו גם למנהלי השקעות בולטים בעולם, ולמשל קרן האשראי לנדל"ן BREIT של ענקית ההשקעות בלקסטון.

וזו לא הייתה הצרה הגדולה היחידה שפגעה בשמה של תעשיית קרנות ההשקעה האלטרנטיביות. כפי שנחשף בגלובס בחודש ינואר, רשות ני"ע פתחה בבדיקה של קרנות ההשקעה בנדל"ן וולטיסטון (מבית סוכנות הביטוח נטו), בחשד שבכירה עברו על הוראות הרשות במהלך שיווק הקרנות, כשרגולטור נוסף - רשות שוק ההון, בוחן שיווק קרנות השקעה על ידי סוכני ביטוח שגם עומדים מאחורי הקמת אותן קרנות.

### מי שומר על המשקיעים בקרנות הלא סחירות

הפעילות בתעשיית קרנות ההשקעה הלא-סחירות התרחבה בשנים האחרונות בהיקף בשיעור ניכר, אך במקביל מתגלים אי-סדרים, כשלים ועיוותים שמשקפים את האתגר שמלווה את התחום עוד מראשית ימיו - שקיפות מוגבלת ופערי מידע מובנים בין הגופים המנהלים לציבור המשקיעים.

[קרא עוד](#)

## "הרכיב האלטרנטיבי עושה יותר טוב מהשוק הסחיר"

עם זאת, לא צריך להספיד את תעשיית קרנות האשראי, שבעתות משבר בשוקי ההון הסחירים מאפשרת לייצר יציבות מסוימת בתיק ההשקעות. "בשנת 2008, בעת משבר האשראי העולמי הבורסות צללו, אז המשמעות היא שלא משקיעים יותר בשוק הסחיר? זה לא הגיוני, כי אז המשקיעים היו מפסידים הון", מזכיר גורם בתעשיית קרנות ההשקעה. "אז האם אחרי עשור של תשואות יפות בשוק הלא סחיר, אירוע של עצירת פדיונות צריך למנוע מלהשקיע בו? נכון, יש השקעות לא טובות שיורדות לטמיון, אבל יש גם השקעות מעולות. לכן צריך לבחון כל דבר לגופו, כי לאורך השנים הרכיב האלטרנטיבי תרם לתשואה ועשה בחלקו הגדול יותר טוב מאשר השוק הסחיר".

לצד המכות שנחתו עליה, תעשיית קרנות החוב שמוצעות ללקוחות הישראלים ידעה להציג תוצאות חיוביות גם בסביבת ריבית גבוהה. מבדיקת גלובס עולה כי ישנן קרנות אלטרנטיביות שמכות מדדי מניות מרכזיים ולאורך תקופה של שנים רבות, והציגו תשואה חד ספרתית נאה ולעיתים אף דו ספרתית. כך לדוגמה Psagot kiwi BCF LP שמציעה אשראי לתקופה קצרה לעסקים קטנים בארה"ב, הציגה ב־2023 תשואה של 16.6%, בשנת 2022 רשמה 13.6% וב־2021 הניבה 15.7%.

דניאל לבנטל, שותף מנהל בקרן החוב פסגות קיווי, מסביר כי השמירה על התשואה הגבוהה נעוצה בזוהות הלווים של הקרן. "עסקים קטנים בארה"ב שלוקחים הלוואות לזמן קצר של שנה-שנה וחצי, רגילים לשיעורי הריבית האלה", הוא אומר, ומסביר כי מכיוון שכן, גם הריבית שעלתה בארה"ב פחות השפיעה על אותם לוויים לעומת מי שביקש אשראי מתאגידים בנקאיים, שהתרגלו לריבית נמוכה שזינקה בפתאומיות.

### תשואות חלק מקרנות החוב המקומיות

הקרן	התמחות	תשואת 2023
<b>הלוואות P2P</b>		
איביאי CCF	אשראי צרכני בארה"ב	4.5%
<b>הלוואות לעסקים</b>		
פסגות kiwi BCF LP	אשראי לעסקים קטנים בארה"ב	16.6%
וואליו CDLF	אשראי לעסקים בארה"ב	*13.5%
<b>הלוואות נדל"ן בישראל</b>		
גשרים	אשראי מגובה נדל"ן בישראל	9.0%
איביאי Quality Credit Fund	הלוואות מגובה נדל"ן בישראל	7.4%
<b>הלוואות נדל"ן בחו"ל</b>		
GOLDEN BRIDGE	הלוואות גישור ליזמי נדל"ן בארה"ב	9.5%
איביאי VOLCANO	מיזמי נדל"ן מניב בארה"ב	9%
הפניקס חוב נדל"ן	הלוואות חוב בכיר לקבלנים בארה"ב	8.6%
הראל המגן (ארה"ב)	הלוואות נדל"ן בארה"ב	7.9%
איביאי SBL	הלוואות גישור ליזמי נדל"ן בארה"ב	7.7%
מיטב reigo	הלוואות קצרות נדל"ן בארה"ב	6.9%
איביאי COMRIT	מיזמי נדל"ן מניב בארה"ב	5.5%
<b>קרנות חוב בכיר CLO</b>		
איביאי CLO	חוב בכיר מובטח להלוואות	16.7%
הפניקס עוגן	תיק הלוואות לחברות מדורגות	15.1%

\*עד סוף הרבעון השלישי 2023

קרן נוספת שהציגה תשואות נאות היא גשרים, העוסקת באשראי מגובה נכסי נדל"ן בישראל - משכנתאות מדרגה ראשונה לדירת מגורים באזורי ביקוש, והיא הציגה תשואה של 9% אשתקד ו-9.75% בשנת 2022. "אצלנו, בניגוד לחוב צרכני, לאשראי לקבלנים או למימון רכב, הלווה תמיד יכול להחזיר את ההלוואה על ידי מכירת הבטוחה, כלומר למכור את הדירה", מסביר יגאל צמח, מנכ"ל ובעלים משותף בקרן גשרים. "זה פחות נכון בפרויקטים נדל"ניים שנתקעים, בהלוואות צרכניות שאנשים פושטים רגל או בהלוואות רכב שאנשים נעלמים".

לדבריו, "בגלל שהלווים שלנו פחות טובים מאשר במערכת הבנקאית, הריבית שלנו קופצת בצורה משמעותית והיא דומה לריבית על האוברדרפט בבנק, ומשם נגזרת התשואה (הריבית) שמקבלים המשקיעים".

גוף נוסף שהציג תשואות נאות בחלק מקרנות האשראי שבניהולו הוא אי.בי.אי, אולי בית ההשקעות הפעיל ביותר בתחום (יותר מ-2 מיליארד דולר בקרנות המעניקות אשראי צרכני ולנדל"ן בארה"ב וכן לנדל"ן בישראל). בחלק מהקרנות הציג אשתקד אי.בי.אי תשואה שהגיעה גם ל-9%, כשב-2021 היא אף עמדה על שיעור דו ספרתי. חלק אחר עצרו פדיונות בשל קשיים תזרימיים.

עוד דוגמה לשני הקצוות הללו אפשר למצוא בוואליו, שקרן הלוואות מגובות נכסים דולרית שלו רשמה בינואר-ספטמבר 2023 תשואה של כ-13.5% (יעד התשואה השנתי עומד על 10%-12%), אך מנגד קרן ה-P2P שלו נסגרה.

צריך להדגיש כי הרוב המוחלט של קרנות החוב הללו מיועדות למשקיעים כשירים (בעלי הון נזיל של מיליוני שקלים) או לגופים מוסדיים, אך כפי שחושפות פרשות כמו וולט'סטון וסלייס (השקעות בקופות גמל בניהול אישי דרך פלטפורמה של בית ההשקעות), גם לקוחות ריטייל נכנסו לתחום, ולא אחת נפגעו.

אז לפני שאתם נכנסים להשקעה, מומחים מסבירים מה צריך לדעת וממה להיזהר:

## במה אתם משקיעים?

אחת הבעיות הגדולות בעולם ההשקעות האלטרנטיבי היא שמסתכלים על כל הקרנות כמקשה אחת. "כשמדברים על מוקשים הניצבים בפני המשקיעים, העיקרי שבהם הוא חוסר הבנה במה משקיעים. הרבה פעמים חושבים שמשקיעים ב-X ומקבלים Y בגלל חוסר הבנה וידע", אומר גורם בתחום.

לדברי ארז ברית, מנכ"ל ומייסד בית ההשקעות טנדס שעומד מאחורי קרן Golden Bridge (תשואה של 9.5% ב-2023), חוסר ההבנה מאפיין לא רק משקיעים אלא גם אנשי מקצוע בגופי פמילי אופיס, מתכננים פיננסיים וסוכני ביטוח: "זה חצי שנה אנחנו עושים להם הדרכות כיוון שחלקם לא הבינו את ההבדלים בין קרנות החוב, שיכולים להיות מהותיים", הוא מספר, "והכניסו לאותה מקשה קרנות חוב לנדל"ן וקרנות P2P שאין בהן ביטחונות, או בכל הנוגע לפרקי הזמן שהקרן יכולה להיות נזילה".

## האם אני נדרש לכסף נזיל?

בחלק מהקרנות שנקלעו לקשיי נזילות, ועצרו פדיונות משקיעים, הטילו חלק מהאשמה במצב דווקא על הלקוחות, בטענה שהם היו מודעים לכך שמדובר בנכסים לא נזילים (מאחר שהם אינם סחירים) אשר נדרש זמן למכור אותם.

"המשקיע צריך לדעת שהכסף שהוא נתן לקרן מופנה ללווים. אם הוא מבקש לפדות את כל ההשקעה, הקרן מחזירה לו רק מתוך מה שנכנס חזרה מאותם לווים", מסביר לבנטל מפסגות. "אבל שלא נתבלבל, זה יכול לקרות גם בבנק מסחרי".

מנגד, יש גם מי שאומר שחוסר נזילות יכול לפעול דווקא לטובת המשקיעים בקרנות. זאת מאחר שהללו יוצאים לעיתים, מתוך פאניקה, משוקי המניות בעת שהם יורדים, כפי שקרה ב-2022, ורבים מהם חוזרים רק אחרי שהשוק עלה, כך שהם מפסידים את העלויות. כשהמוצר אינו סחיר נמנעות טעויות כאלה.

## מהם שיעורי הדיפולט?

בדקו מהו שיעור כשלי האשראי (דיפולט) של הקרן, כיוון שאם הוא גבוה, גם אם הריבית או התשואה המוצעות גבוהות אתם עשויים שלא לקבל את כל כספכם בחזרה. מצד אחד, ככל שפרופיל הסיכון של הלווים גבוה יותר, הריבית המבוקשת כדי לפצות על הסיכון תהיה גבוהה יותר.

מצד שני, צמח מסביר כי "בקרנות ששיעור התשואה בהן גבוה יש יותר הגנה למשקיע מפני עלייה בשיעור הדיפולט, והסיכוי להיפגע פוחת".

## לכמה זמן מלווה הקרן?

ככל שתקופת האשראי קצרה יותר, הסיכון נמוך יותר. כך לדוגמה, בהלוואה שניתנה ל-5 שנים הסיכוי שיקרה משהו ללווה והוא ייפגע גבוה יותר מבתקופת הלוואה של שנה-שנתיים. לכן גם הסיכוי שהתשואה של הקרן תיפגע גבוה יותר.

## כמה תשלמו למנהל הקרן?

בגין התשואה החיובית גובות הקרנות דמי הצלחה שנגזרים משיעור התשואה העודפת שהניבו (השתתפות ברווחי הקרן), שנעים בדרך כלל בין 10% ל-20%. זאת בנוסף לדמי הניהול שעומדים לרוב על 1%-1.5% מההשקעה.

## האם פיזור ההלוואות גדול?

ככל שיש יותר פיזור בהלוואות, רמת הסיכון יורדת. בדקו את הפיזור גם בין מספר הלווים וגם בין הסקטורים השונים. האם מדובר רק בהלוואות לנדל"ן? האם מדובר רק באנשים פרטיים או גם בעסקים? אם הקרן מעניקה אשראי לעסקים, פיזור בין סוגי עסקים שונים כמו למשל תחנות דלק ומרפאות שיניים מקטין את הסיכון.

## אני רוצה חשיפה למט"ח?

ציבור המשקיעים הישראלי יכול לבחור להשקיע בקרנות דולריות או שקליות. התשואה בקרנות דולריות תלויה גם בשער המטבע האמריקאי אל מול השקל: כשהדולר מתחזק התשואה של הקרן עולה, ואילו כשהוא נחלש - היא יורדת.