



אלטרנטיבה לשוק המניות עם בעיית תדמית: עושים סדר ב"ג'ונגל" של קרנות החוב*

חקירה סביב קרנות אשראי שפעלו בניגוד להוראות החוק, לצד אחרות שעצרו או מעכבות את החזר כספי המשקיעים, מטילות 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

של שנים רבות, והציגו תשואה חד ספרתית נאה ולעיתים אף דו ספרתית. כך לרונגמה 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 הגיכה 15.7%.

דניאל לבנטל, שותף מנהל בקרן הוב פסגות קיווי, מסביר כי השמירה על התשואה הגבוהה נעוצה בזהירות הלוחים של הקרן. "עסקים קטנים בארה"ב שולקחים הלוואות לזמן קצר של שנה-שנה וחצי, רגילים לשיעורי הריבית האלה", הוא אומר, ומסביר כי מביוון שכך, גם הריבית שעלתה בארה"ב פחות השפיעה על אותם לוחים לעומת מי שביקש אשראי מתאגידים בנקאיים, שהתרגלו לריבית נמוכה שזינקה בתאומיות.

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 הלוואה על ידי מכירת הבטוחה, כלומר למכור את הרידה", 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 כחלק מקרנות האשראי שבניהולו הוא אי.בי.אי, אולי בית ההשקעות הפעיל ביותר בתחום (יותר מ-2 מיליארד דולר בקרנות המעניקות

תשואות חלק מקרנות החוב המקומיות		
הקרן	התחמת	תשואת 2023
הלוואות P2P		
אי.בי.אי CCF	אשראי צרכני בארה"ב	4.5%
הלוואות לעסקים		
פסגות BCF LP kiwi	אשראי לעסקים קטנים בארה"ב	16.6%
וואלו CDLF	אשראי לעסקים בארה"ב	13.5%*
הלוואות נדל"ן בישראל		
גשרים	אשראי מגובה נדל"ן בישראל	9.0%
אי.בי.אי Quality Credit Fund	הלוואות מגובה נדל"ן בישראל	7.4%
הלוואות נדל"ן בחו"ל		
GOLDEN BRIDGE	הלוואות גישור ליזמי נדל"ן בארה"ב	9.5%
אי.בי.אי VOLCANO	מיזמי נדל"ן מיני בארה"ב	9%
אי.בי.אי SBL	הלוואות גישור ליזמי נדל"ן בארה"ב	7.7%
מיטב reigo	הלוואות קצרות נדל"ן בארה"ב	6.9%
פניקס חוב נדל"ן	הלוואות חוב בכיר לקבלנים בארה"ב	6.7%
הראל המגן (ארה"ב)	הלוואות נדל"ן בארה"ב	6.3%
אי.בי.אי COMRIT	מיזמי נדל"ן מיני בארה"ב	5.5%
קרנות חוב בכיר US		
פניקס עוגן	תק והלוואות לחברות מדרגות	15.1%

*עד סוף הרבעון השלישי 2023

קרנות חוב

הקראות גם קרנות אשראי, הן מוצר שמאפשר השקעה בחוב פרטי ומהוות חלק מתעשיית ההשקעות האלטרנטיביות (לא סחירות). את הכסף שהן מניסות מהמשקיעים הן מעניקות כהלוואות מסוגים שונים: הלוואות בין אנשים (P2P), לנדל"ן בארץ ובחול או לעסקים, ועוד. הלוואות אלה מטובות לרוב בשעבודים ובערבויות

ובתורו לקריסת לוחים ולפגיעה בתשואות הקרן.

כתוצאה מכך נוצר גל של בקשות פדיון מצד משקיעי הקרנות. אך מכיוון שמרבית הנכסים שלהן אינם סחירים, ולכן לא נוילים, נקלעו חלק ניכר מהן לקשי נזילות ועצרו, או לכל הפחות האטו, את משיכת הכספים והחזר כספי הלקוחות. זה קרה בין היתר לקרנות חוב שניהלו כמה גופי פיננסים מקומיים כמו וואלו וההייתה בשליטת הפניקס, אי.בי.אי, טריא, פאגיה ומגדלור, כמו גם למנהלי השקעות בולטים בעולם, ולמשל קרן האשראי לנדל"ן BREET של ענקית ההשקעות בלקסטון.

והוא 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 וולת'סטון (מבית סוכנות הביטוח נטו), בחשד שבכרייה 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.

הרכיב האלטרנטיבי עושה יתר 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, או המשמעות היא שלא משקיעים יותר בשוק הסחיר? זה לא הגיוני, כי אז המשקיעים היו מספיקים הון", מוכר גורם בתעשיית קרנות ההשקעה. "אז האם אחרי עשור של תשואות יפות בשוק הלא סחיר, אירוע של עצירת פדיונות צריך למנוע מלהשקיע בזו נכון, יש השקעות לא טובות שיוודות לטמיון, אבל יש גם

רועי ויינברג

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, רוגמת הבנקים, לרוב הגדול של מגזרי הפעילות הכלכלית שנפגעו, חלקם באופן קשה.

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 האלטרנטיביות (לא סחירות). את הכסף שהן מניסות מהמשקיעים הן מעניקות כהלוואות מסוגים שונים, למשל הלוואות בין אנשים (P2P), הלוואות לנדל"ן בארץ ובחול או לעסקים ועוד. הלוואות אלה מטובות לרוב בשעבודים ובערבויות, ומתנהלות בקורלציה נמוכה יחסית לביצועים בשוקי ההון.

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

מכיוון השני, היו גם משקיעים שהפעילו לחץ על מנהלי הקרנות להעלות את הריבית הלווים כדי להשאיר את אפיק ההשקעה אטרקטיבי. צעד זה הוביל לגידול בשיעור כשלי האשראי (דיפולט),

צילום: Shutterstock / א.א.א. / קרייאטיב



הוא 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 מסהרי". 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 העליות. כשהמוצר אינו סחיר נמצעות 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 אחר, 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 משוה ללווה הוא ייפגע גבוה יותר מבתקופת הלוואה של שנה שנתיים. לכן גם הסיכוי שתשואה של הקרן תיפגע גבוה יותר.

כמה תשלמו למנהל הקרן?

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

האם פיזור ההלוואות גדול?

ככל שיש יותר פיזור בהלוואות, רמת הסיכון יורדת. ורק בין הפיזור גם בין מספר הלווים וגם בין הסקטורים השונים. האם מרבית רק בהלוואות לנרדל? האם מדובר רק באנשים פרטיים או גם בעסקים? האם 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 בשערי המטבע האמריקאי אל מול השקל: כשהדולר מתחזק התשואה של הקרן עולה, ואילו כשהוא נחלש - היא יורדת.

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 לנרדל? 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 פרוינט משקיעים, הטילו חלק מהאסמה 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



ארז ברית מטנדס: "גם אנשי מקצוע לא תמיד מבחינים בהבדלים, והכניסו לאותה מקשה קרנות חוב לנרדל" P2P שאין בהן ביטחונות, או בסוגיית הזמן שבו הקרן נזילה"

לקוחות ריטייל נכנסו לתחום, ולא אחת נפגעו. או 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 ורע", אומר גורם בתחום. לדברי ארו ברית, מנכ"ל ומייסד בית ההשקעות טנדס שעומד מאחורי קרן Golden Bridge (תשואה של 9.5% ב-2023), חוסר ההבנה

אשראי צרכני ולנרדל? בארה"ב וכן לנרדל? בישראל. בחלק מהקרנות הציג אשתקד אי.בי.אי תשואה שהגיעה גם ל-9.5%, כשבי-2021 היא אף עמדה על שיעור רו ספרתי. חלק אחר עצרו פרוינט בשל קשיים תורמיים.

עוד דוגמה לשני הקצוות הללו אפשר למצוא בוואלו, שפרן הלוואות מנובות 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 להרגיש 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

עוד זווית

מי שומר על המשקיעים בקרנות הלא סחירות

התגלו אי-סדרים, כשלים ועיוותים בשייחוק וניהול ההשקעות בתחום זה. "לשם כך נדרש, בראש ובראשונה, לאמץ פריגמה שונה ואחראית מזו שהייתה נהוגה עד כה, שעיקרה חתימה להגברת גילוי המידע, המחקר והשקיפות בתחום, באמצעות החלת סטנדרטיזציה על גופים ומנהלי הנכסים השונים. כך אפשר יהיה לבצע הערכות איכות יאחול מקצועיות שישקפו על גופים ומנהלי הנכסים השונים. בייחוד לכלל הציבור המשקיעים את התמונה הרחבה, בייחוד לכלל האספקטים הנדרשים להילקח בחשבון בתהליך קבלת החלטות השקעה", מפרט שטרנשוס. בין אלו לדבריו: "איכות הניהול והביצועים של החברה המנהלת, המוניטין שלה, מדיניות ההשקעה, סיכונים וכד'. מהלך זה יתרום להמשך השגשוג בענף ויאפשר לציבור המשקיעים להיות מתלהיך קבלת החלטות מושכל, לא רק בייחוד לשאלה האם להשקיע בתחום, אלא בעיקר חשוב מכך - עם מי ראוי לעשות זאת".

רוני ויינברג

ומעורפלים", אמר שטרנשוס. "הצעד מאותם גם על אימוץ גישה אסרטיבית יותר של הרגולטור, לאחר שנים שבהן נקט מעורבות מינימלית בתחום". לדבריו, הצעד נעשה לאחר שמשקיעים רבים, שהיו אמורים להיות מודעים לכאורה לסיכונים ההשקעה, איבדו את הונם בהשקעות פרטיות - בין שבשל כשל ניהולי, תרמית או חוסר הבנה של מידת הסיכון. "עובדה זו מלמדת כי היעדר שקיפות ומחקר אויביקטיבי מהווה מוקד סיכון שאורב לכל משקיע, מתוכם, אמיד ומנוסה ככל שיהיה. לכן יש לחתור לסטנדרטיזציה של שקיפות, מחקר וגילוי מידע בתודם", מדיגש שטרנשוס. לאור ההתרחבות של עולם ההשקעות האלטרנטיבי בשנים האחרונות גם בידה הישראלית, הוא קורא לקידום מחקר אויביקטיבי בייחוד לפעילות הקרנות ומנהלי הנכסים הלא סחירים הפועלים מול ציבור המשקיעים בישראל. זאת, בייחוד לנוכח עלייה במספר המקרים שבהם

הפעילות בתעשיית קרנות ההשקעה הלא סחירות התרחבה בשנים האחרונות בהיקפה 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. מי שאמור לפקח על פעילות הקרנות היא רשות ני"ע בהיבט של הגנה על המשקיעים, כשגם לרשות שוק ההון יש נגיעה בתחום, ככל שמי שמשוק את הקרנות הוא בעל רישיון מטעמה. אבי שטרנשוס, מנכ"ל חברת הריינג מידרוג, מסביר כי בחודשים האחרונים פרסמה רשות ני"ע האמריקאית (SEC) שורת תקנות שנועדו ליעיל ולשפר את רמת השקיפות התחרותיות בתחום. בין אלו "כללים הנוגעים לשקיפות, בקרה, סטנדרטיזציה ומניעת ניגודי עניינים, שצפויים להגדיר מחדש את תעשיית הקרנות הלא-סחירות בארה"ב, לאחר שנים שהגבולות נותרו רופפים