

הריבית ממשיכה לעלות? ההשלכות על השוק האלטרנטיבי

השוק האלטרנטיבי לרוב מגיב באיחור לעליית הריבית | סקירה של אובייקטיב בוחנת את ההשפעה של עליית הריבית על סוגי השקעות שונים וגם מציגה תחזית ל-2023



בוזו ורשבסקי, מנכ"ל אובייקטיב

האטה באוקטובר 2022 עם היקף גיוסי חוב הנמוך ביותר מאז אמצע 2020 (פרוץ משבר הקורונה). האטה זו צפויה להימשך ולהשפיע על מספר עסקאות הרכישה לאור התייקרות עלויות החוב ונסיגה של משקיעים מהשוק. קרנות PE מחזיקות ומשקיעות בחברות למשך תקופה של כמה שנים, ובאותה תקופה שווי חברות המטרה נקבע על ידי הערכות שווי תקופתיות (לרוב, אחת לרבעון). בשל כך, אין רציפות של דיווחים ופרסומים למשקיעים ולציבור והשפעת שינויי הריבית ניכרת בהערכות השווי באיחור.

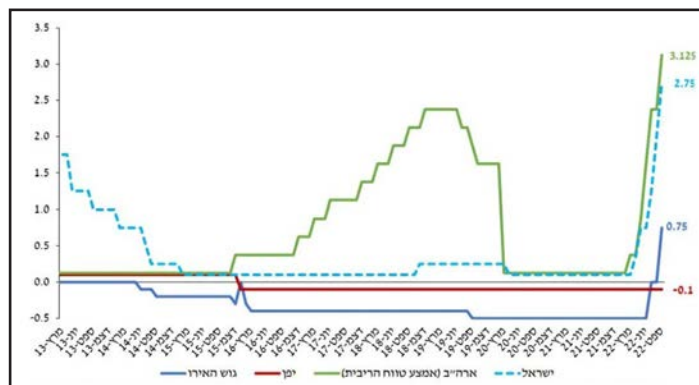
קרנות PE רבות פונות כיום למימוש יציאה באמצעות מכירה לגורמים שלישיים. בעוד שבעבר הנפקות היו אפיק יציאה פופולרי, כמעט ואין הנפקות חדשות נכון לסוף 2022, זאת לאור הירידות בשווקים והאפשרות של תמחור נמוך של החברות. כפועל יוצא מכך משך ההשקעה עשוי להיות ארוך יותר ולהוריד את ה-IRR בקרנות הנוכחיות ("שיעור התשואה הפנימי", המהווה מטריקת שיערוך כדאיות השקעה באנליזות).

עסקאות buyout הן פחות תכופות נכון ל-4Q 2022, מאחר ומנהלים רבים "יושבים על הגדר" בעודם מחכים להזדמנויות השקעה ראויים, כמו גם בשל התארכות בדיקות הנאותות לפני כל רכישה. בנוסף, בעסקאות חדשות ניתן לראות שהקרנות מקשיחות את דרישותיהן ובונות עסקאות שלוקחות בחשבון את הסביבה הכלכלית החדשה - עליית הריבית. כתוצאה מכך, נוצרות גם הזדמנויות לקרנות, הזדמנויות בצורת רכישת חברות במחירים אטרקטיביים יותר לעומת השנים האחרונות, מה שיוכל לעזור לתשואתן העתידית.

מחקר שחברת Preqin, ענקית הניתוח העולמית בתחום האלטרנטיבי, ביצעה לגבי פעילות של קרנות PE לפני ואחרי המשבר העולמי של

העלאות הריבית משפיעות גם על השוק האלטרנטיבי, גם אם באיחור. בעוד שהשוק הסחיר הוא בחזית של שינויי הריבית, השוק האלטרנטיבי לרוב מגיב באיחור. עם זאת, במציאות של תחילת 2023 הדברים מחללים לשוק האלטרנטיבי: גיוסים מצטמצמים או נדחים, מכפילים יורדים והשותף הכללי בקרנות השקעה ("ה-GP"), מתקשה יותר לגייס כספים ממשקיעים, בהשוואה לשנה הקודמת (במיוחד GP ללא טראק רקורד מכובד). במקביל, עליית הריבית הופכת מוצרים סחירים - כמו אנ"ח - ליותר אטרקטיביים למשקיעים.

הגרף הבא מסכם את ריביות הבנקים המרכזיים בישראל, ארה"ב, גוש האירו ויפן, משנת 2013 ועד לאוקטובר 2022:



ניתן לראות בגרף את שיעורי הריבית האפסיים שהיו נהוגים בעולם במשך שנים, ואת הזינוק החד שאירע לאורך 2022, כאשר ארה"ב היא "נושאת הדגל", אשר ביצעה את ההעלאות החדות ביותר, כאשר ישראל וגוש האירו אחריה. יפן, יש לציין, בשל מאפייני הכלכלה הייחודיים לה, ממשיכה לנקוט במדיניות של ריבית בנק מרכזי שלילית.

אז איך עליית הריבית משפיעה על סוגי השקעות השונים? להלן התשובות:

השקעות Private Equity¹

אפיק השקעות נפוץ בעולם הפרייבט אקוויטי הוא עסקאות buyout - רכישת חברה קיימת במטרה להשביח אותה ולמכור אותה בסיום התהליך (לרוב, לאחר 5-7 שנים). קצב עסקאות ה-buyout רשם

המשך בעמוד הבא <<<

1. PitchBook, "When the tide goes out", Q4 2022, November 2022

המשך מעמוד קודם <<<

אסטרטגיה רווחית אחרת היתה של ספקולציות לגבי מצבים פוליטיים וכלכליים ברחבי העולם (Global macro hedge funds), אשר הניבה תשואה של כ-6% בחישוב שנתי. עם זאת, קרנות מסוג equity hedge funds, אשר מתמקדות בקנייה של מניות מבטיחות ובמכירה בחסר של מניות בתמחור גבוה - קרנות אלו הניבו תשואה שלילית של 18%- בחישוב שנתי.⁴

קרנות חוב⁵

בדומה לקרנות הגידור, גם קרנות החוב נהנות מעליית הריבית: חלקן מעניקות הלוואות בריבית משתנה או שהלוואות חדשות נסגרות בריבית גבוהה יותר ועל כן רואות הכנסות ריבית גבוהות יותר. מנגד יש לציין, הסיכון להן חשופות קרנות החוב עלה גם הוא, כיוון שאסטרטגיית היציאה של חלק מההלוואות הינה מחזור של חוב. בעקבות המצב בשווקים, העלויות של המחזור עלו וישנו מחנק אשראי מסוים אצל הבנקים, נקודה שיכולה לעלות את החובות בפיגור. האסטרטגיה המובילה היא הלוואה ישירה (שליש מסך הפעילות של קרנות חוב), הקרנות דורשות בטחונות גדולות יותר מהלווים ובהתאם תשואה שמפצה על הסיכון.

באופן כללי, אפיק השקעה זה, מייצר למשקיעים לאורך זמן תשואות חיוביות, ללא תנודתיות ומעל התשואה האלטרנטיבית של אג"ח סחיר. עם זאת, בעקבות העלייה בתשואות של הרכיב הקונצרני הסחיר, משקיעים רבים בוחנים גם אלטרנטיביות בשוק הסחיר וניתן לראות האטה בהשקעה בקרנות אלו.

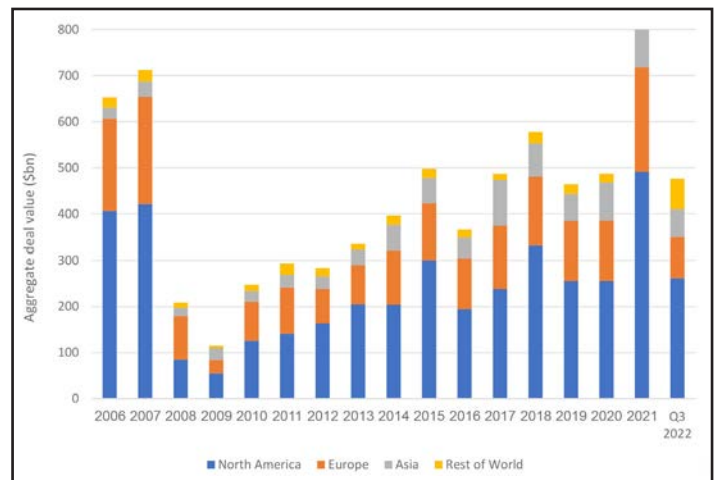
קרנות נדל"ן⁶

היסטורית, השקעה בנדל"ן נחשבת אפיק השקעה שמרני. אולם קרנות נדל"ן מושפעות מאוד מתקופות של עליות ריבית ואינפלציה גבוהה: הריבית הגבוהה משפיעה על היוון הנכסים ומורידה את ערכם, תשלומי משכנתאות מתייקרים, גיוסי החוב של חברות בנייה מתייקרים ובנוסף עליות אינפלציוניות שמשפיעות על הנדל"ן: עלויות הבנייה עולות, עלייה בשכר העובדים ועוד.

קרנות נדל"ן אשר פונות לאסטרטגיות של value add או opportunistic מתמודדות עם עלויות גבוהות יותר בתחילת חיי ההשקעה ועל כן המשקיעים דורשים תשואה גבוהה יותר. כדי להתמודד עם מציאות זו, וכדי לעמוד בתשואות היעד שלהם למשקיעים, קרנות נדל"ן כיום משקיעות במקורות ביקוש חדשים: נדל"ן באזור אסיה-פסיפיק, שטחי אחסון, תעשיית מדעי החיים ומתחמי "מולטי-פמילי".⁷

2008 בארה"ב ואירופה, מלמד שבחירה בקרנות עם ביצועים גבוהים לפני משבר לא דווקא מרמזת שאותן קרנות ישיגו תשואות כה גבוהות גם בתקופה של - ולאחר המשבר. כלומר, אין בהכרח הלימה בין תשואות יתר בתקופה של לפני ואחרי משבר כלכלי עולמי.² עם זאת, ההשקעות של קרנות PE מתבצעות לאורך מספר שנים, ולכן מצב כלכלי נקודתי לא דווקא משפיע על ביצועיהן הכלליים.

הגרף הבא מסכם את סך העסקאות אשר גובו על ידי קרנות PE משנת 2006 ועד 3Q 2022:



ניתן לראות את הירידה המשמעותית בהיקפי הפעילות בשלושת הרבעונים הראשונים של 2022, אשר בולטת עוד יותר על רקע ביצועי השיא בשנת 2021.

קרנות גידור³

עבור קרנות הגידור, תקופות של אי ודאות וספקולציות הן כר פורה לפעילות בעקבות התנודתיות בשוק הסחיר בו הן משקיעות. קרנות הגידור משקיעות בשוק הסחיר, לדוגמה: מניות, אג"ח, מטבעות וכו', לכן הירידות בשווקים השפיעו על ביצועיהן גם.

על פי Preqin, קרנות גידור פועלות במגוון רחב של אסטרטגיות ומיקומים גיאוגרפיים. התשואה הכללית של קרנות הגידור היא שלילית, אך יש לציין שישנו הבדל בין האסטרטגיות השונות והביצועים השונים של הקרנות בתחום זה. הביצועים הטובים יותר הם בקרנות אשר פחות רגישות לתנודתיות השוק (כלומר, עם שיעור "בטא" נמוך). האסטרטגיה הרווחית ביותר היתה במסחר בחוזים עתידיים בסחורות (CTA), אשר הניבה תשואה של כ-11% בחישוב שנתי.

המשך בעמוד הבא <<<

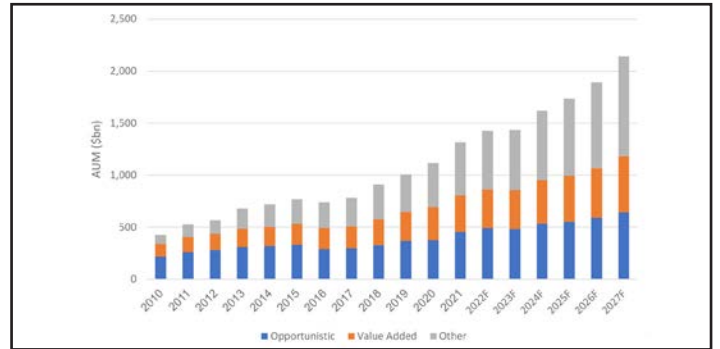
2. Preqin-Performance-Persistence-in-Alternative-Asset-Strategies-Private-Equity-Buyouts
3. Preqin, Hedge funds performance monitor: October 2022
4. Preqin Global Report 2023: Hedge Funds
5. PitchBook, Global Private Debt Report, H1 2022
6. PitchBook, Global Real Estate Report, H1 2022
7. Preqin 2022: Alternatives in North America

עולם השקעות

המשך מעמד קודם <<<

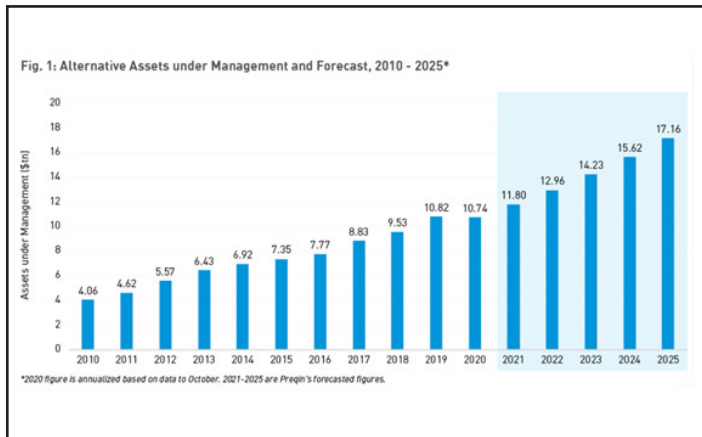
הגרף הבא מסכם איך הנכסים המנוהלים על ידי קרנות נדל"ן ברחבי העולם משנת 2010 ועד לערכם המשוער בשנת 2027:

גרף זה מאשש את תחזיות מנהלי קרנות הון סיכון לגבי קצב צמיחה מואט בתחום (בוודאי בהשוואה לשנת 2021), אולם שמדובר בהאטה בקצב הצמיחה בלבד, ולא הצטמקות הענף.



תחזית ל-2023

• ככל שגדלה אי הוודאות בשווקים, ישנם משקיעים שבוחרים לעצור השקעות או להשקיע באפיקים שמרניים יחסית, אשר יניבו להם תשואה חיובית ורציפה. עם זאת, ישנו צפי להמשך הגידול ברכיב ההשקעות האלטרנטיביות אצל המשקיעים. המצב בשוק כתוצאה מעליית הריביות ובעקבותיה הסיכון, נוצר בשוק גם הזדמנויות רבות. המציאות הכלכלית מלמדת כי נדרשת בדיקה מעמיקה של הקרנות, הבנת אסטרטגיית הקרנות והשוק בו הן פועלות במיוחד בימים אלו.



כפי שניתן לראות מהגרף, התחזית היא לגידול משמעותי בתחום הנדל"ן, לרוב בשל קטגוריית ה"נכסים אחרים", גם אם 2022 תסתכם ב"דריכה במקום" מבחינת ערכי הנכסים.

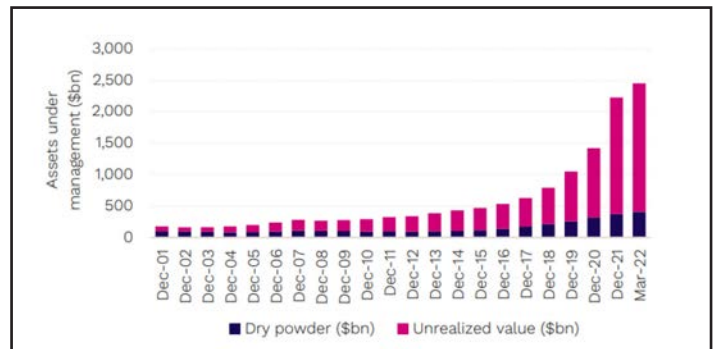
קרנות הון סיכון⁸

עלויות הריבית ייקרו את עלות גיוס הכספים והקטינו את שווי החברות. בנוסף, נרשמת גם ירידה חדה במכפילים - אם במהלך 2021, 341 חברות אמריקאיות זכו למעמד "יוניקורן" עם הערכת שווי של מיליארד דולר ומעלה, אז ב-3Q 2022, לא הוכרז על שום יוניקורן אמריקאי חדש. חברות שבעבר זכו במימון VC והפכו לציבוריות איבדו בממוצע כ-69% מערכן בשנה האחרונה. גם משקיעים ב-VC הקטינו את השקעותיהם במהלך 2022, ועל כן הקרנות מוגבלות יותר ביכולות ההשקעה שלהן. קרנות הון סיכון חדשות עושות כיום את ההתאמות למציאות החדשה: הן מעדיפות להשקיע בסטארטאפים עם מוצר קיים (early stage), אשר מביא איתו יותר וודאות מאחר והחברה הוכיחה היתכנות טכנולוגית וכלכלית, מנהלי קרנות מעדיפים מנהלי סטארטאפים מנוסים, תהליכי בחירת החברות להשקעה יסודיים ומובנים יותר ועוד.⁹ בעקבות הירידות האחרונות ניתן לראות שמשקיעים חוששים יותר להשקיע בתחום ההון סיכון. יתרה מזו, אנו רואים משקיעים שמבקשים לסגת מהחלטתם להשקיע בקרנות מסוג זה. עם זאת, בעקבות הירידות בשווקים, התמחור של חברות בתחום יותר ריאלי ולכן נוצרות גם הזדמנויות.

הגרף הבא מסכם את סך הנכסים המנוהלים על ידי קרנות הון סיכון ואת סך ה"אבקה היבשה" (מזומן זמין להשקעה):

• עליות הריבית מרסנות את האינפלציה אך גם יגררו כלכלות רבות למיתון. גורמי צמיחה כמו צריכה אישית והשקעות בנכסים יצרניים - אשר עלו מאוד אחרי הקורונה - מראים האטה. עם זאת, נכון לצמבר 2022, התחזית בארה"ב היא שקצב העלאת הריבית יתמתן על ידי נגיד הבנק המרכזי ושהאינפלציה בארה"ב רוסנה. כלומר, השוק בארה"ב נמצא "מעבר למשוכה" בכל הקשור להעלאות הריבית.

• השקעות אלטרנטיביות יכולות להיעשות במגוון תחומים ובכל תחום פועלות קרנות רבות. קיים הבדל בין קרנות קיימות (אשר השלימו את תהליך הגיוס ולא השקעה) לבין קרנות שהן "בתחילת חייהן" ועוסקות כעת בגיוס כספים: קרנות חדשות מתאימות את עצמן לתנודתיות בשוק הסחיר, קרנות PE חדשות יכולות לאתר חברות השקעה במחירים יותר אטרקטיביים, קרנות נדל"ן חדשות יכולות להתמקד בתחומים אשר מראים ביקושים גבוהים, ועוד.



נכתב על ידי צוות אובייקטיבי. אובייקטיב עוסקת באנליזה, ייעוץ וניתוח סיכונים של קרנות השקעה אלטרנטיביות בארץ ובעולם ומסייעת למשקיעים בקבלת החלטות ההשקעה.

8. pitchbook.com/news/articles/venture-capital-valuations-unicorns-crossover-investors
9. Preqin Global Report 2023: Venture Capital