



# אובייקטיב

אנליזה | ייעוץ השקעות | ניהול סיכונים

**השקעות אלטרנטיביות – שנת 2023**

## **רקע**

שנת 2023 מגיעה אחרי תהפוכות בשווקים. מגיפת הקורונה שהכתה ב- 2020 ולאחריה שנת שיא ב- 2021, המלחמה באוקראינה, אינפלציה גועשת, עליות ריבית מהירות וטלטלות במערכת הפיננסית טרפו את הקלפים בשווקי ההשקעות ויצרו סביבה מאתגרת לכל הקרנות האלטרנטיביות. בישראל המצב מאתגר עוד יותר, בשל חוסר היציבות המדיני והחשש מהשפעות המהפכה המשפטית שהממשלה מקדמת. כל אלה הביאו לתחילת שנה חלשה המאופיינת בזהירות רבה של המשקיעים.

## **מגמות עיקריות שנצפו במהלך השנה:**

**הטיית ההשקעות לחו"ל** - ניכרת מגמה של הגדלת ההשקעה בקרנות המשקיעות בחו"ל על חשבון השקעות בישראל, בשל הרצון של משקיעים פרטיים ומוסדיים להעביר כספים לחו"ל בעקבות העלייה בחוסר הוודאות בישראל כתוצאה מהמהפכה המשפטית המקודמת על ידי הממשלה.

**השפעת הריבית** – העלאות הריבית ברחבי העולם השפיעו על כל תחומי ההשקעות, האטו את פעילות הקרנות, הורידו את שווי הנכסים והכבידו את עלויות המינוף. כמו כן, עליית הריבית יצרה אלטרנטיבת השקעה לקרנות לכן המשקיעים מחפשים להשקיע בקרנות עם תשואה צפויה אטרקטיבית, שיכולות לפצות על פרמיית הסיכון העודפת בגין אי הסחירות.

**נזילות** – חלק מהקרנות הפתוחות הגבילו את הנזילות שלהן למשקיעים, בעקבות בקשות משיכה גדולות מצד משקיעים. קרנות אלה משקיעות בנכסים לא סחירים, אשר הנזלתם הייתה פוגעת בתשואה של המשקיעים הקיימים בקרנות, ולכן הקרנות יצרו מנגנוני נזילות שונים אשר מאפשרים להן להמשיך לנהל את הפורטפוליו בצורה אופטימלית מצד אחד, וכן לאפשר נזילות מסוימת למשקיעים הפודים מצד שני. לרוב לאחר תקופת ייצוב הקרן, שעלולה לקחת מספר רבעונים, הקרנות חוזרות למנגנון הנזילות הרגילים. נציין כי שינוי מנגנוני הנזילות גרם לכך שמשקיעים פרטיים, אשר פחות הכירו את המנגנונים השונים, העמיקו את תהליך בחינת ההשקעות שלהם ולקחו בחשבון את אופן הנזילות של הקרנות בביצוע השקעותיהם.

**גידול באפשרויות ההשקעה למשקיעים פרטיים** – באופן כללי ניכר גידול בהשקעות של הלקוחות הפרטיים באמצעות פמילי אופיס, סוכנים ובנקים. בנוסף כתוצאה מהרצון של משקיעים פרטיים להיחשף לקרנות גדולות שיש להן סף השקעה מינימאלי גבוה, ישנה התרחבות בפעילות של פידרים המשמשים כצינור השקעה לקרנות גדולות. כמו כן, ישנו גידול בפעילות של קרנות של קרנות (funds of funds).



(funds) אשר גם הן מציעות למשקיעים קטנים חשיפה למגוון רחב של קרנות ללא צורך בעמידה בספי ההשקעה הגבוהים שלהן.

**הוצאות ישירות** – כתוצאה מוועדת יפה והרפורמה של מסלולי ההשקעה, המשקיעים המוסדיים יכלו לשנות בתחילת השנה את המגבלה של ההוצאות הישירות – מה שמשפיע על היקף ההשקעות שהמשקיעים המוסדיים יכולים לבצע. חלק מהמשקיעים המוסדיים ביצעו שינוי למגבלה של ההוצאות הישירות והם ניצלו את השינוי כדי להגדיל את רכיב ההשקעות האלטרנטיביות בתיק שלהם. עם זאת, ישנם עדיין גופים רבים שלא העלו את המגבלה למרות שחלקם נמצאים קרוב למגבלת המקסימום, מה שמהווה חסם בירוקרטי ליכולת שלהם להגדיל את ההשקעות בקרנות אלטרנטיביות.

**השקעות חוזרות וריכוזיות השוק** – משקיעים מוסדיים רבים התמקדו בהשקעות חוזרות בקרנות שהם כבר השקיעו בעבר, או בקרנות נוספות של אותו גוף. יש לציין כי באופן כללי בשוק, לקרנות חדשות קשה יותר לגייס ויש נטייה להתמקד בקרנות גדולות וותיקות ובקרנות של גופים גדולים כמו בתי השקעות וחברות ביטוח בישראל. מגמה זו מעידה על חוסר הוודאות בשווקים, אשר דוחף את המשקיעים להשקיע במוכר, וגורם לזהירות יתר בביצוע ההשקעות.

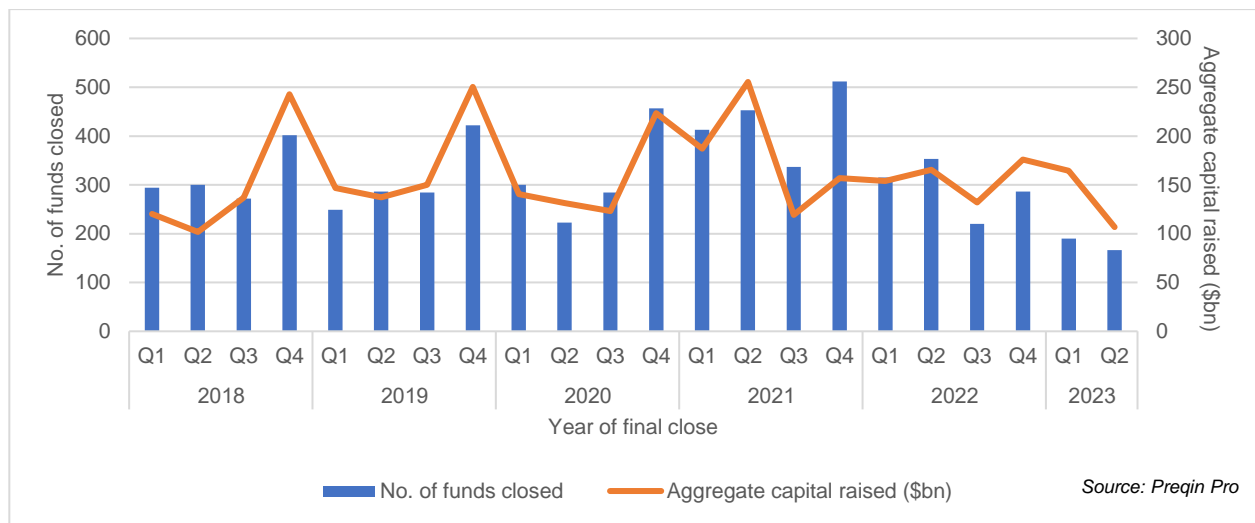
**תמחור הנכסים** – אינפלציה, עליית ריבית וצמיחה כלכלית איטית יותר העלו את פרמיות הסיכון בשווקים בעולם. זה הוביל לירידה בהערכות השווי של נכסים והאט את זרימת העסקאות בשווקי ההון הפרטיים. למגמה זו הייתה השפעה על ביצועי התיקים הקיימים, אשר חוו האטה מסוימת בקצב הגידול של שווי התיקים. במבט קדימה, הצפי הוא שקרנות מתקופות הבציר הנוכחיות ייהנו מרמות תמחור נוחות יותר, בהשוואה לשנים האחרונות מה שצפוי לסייע לביצועים שלהן.

## התייחסות להתפתחויות באסטרטגיות ההשקעה השונות:

### Private Equity

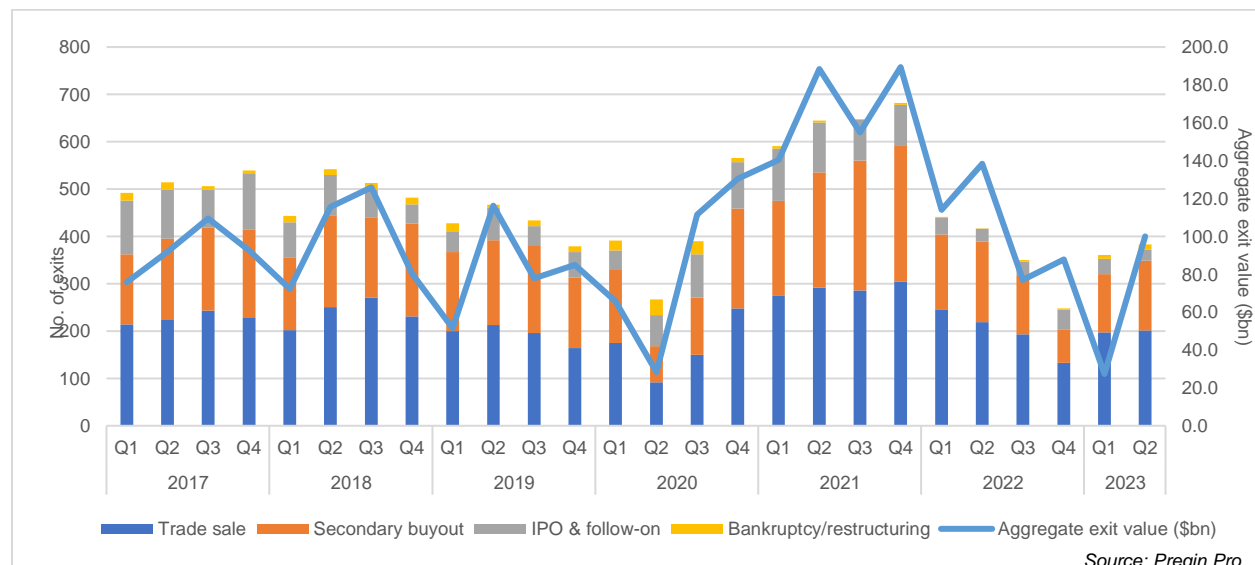
גיוסי ההון הפרטיים העולמיים צנחו השנה. ע"פ מחקר של חברת Preqin מספר קרנות הפרייבט אקוויטי העולמיות שנסגרו במחצית הראשונה של 2023 ירד בכ- 53% ל-356 קרנות, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. הירידה בגיוס ההון הייתה פחות בולטת, עם ירידה של 15% ל-271 מיליארד דולר, כאשר הרבעון השני של 2023 מהווה את הרבעון החלש ביותר לגיוס כספים מזה חמש שנים. לאחר מספר שנים של ביקוש גבוה מצד המשקיעים ביחס להיצע הקרנות, השוק השתנה במידה ניכרת, ולמשקיעים יש הרבה יותר הזדמנויות השקעה. כתוצאה מכך, תהליכי הבדיקות הולכים ומתהדקים, והמשקיעים סלקטיביים יותר לגבי אופן הקצאת ההשקעות. הירידה החדה בכמות הקרנות שגויסו מעידה על מגמת הריכוזיות של השוק לקרנות גדולות בעלות מותג חזק.

## סך גיוסי ההון הפרטי ברחבי העולם



הרבעון השני הראה עלייה בפעילות האקזיטים, אם כי הירידה בהשוואה לשנה הקודמת עדיין בולטת. השווי המצרפי של האקזיטים בהשקעות פרטיות בעולם הגיע ל-99.9 מיליארד דולר ברבעון השני, ירידה של 27.7% בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד. עם זאת, שווי זה מייצג עלייה של פי 2.65 לעומת הרבעון הראשון של 2023 שהיה חלש מאד עם שווי אקזיטים של 27.3 מיליארד דולר בלבד. הסיבה לכך היא שלאחר שדעכה ההשפעה של ההרחבות הפיסקליות בשל המגפה, זרימת הכספים דרך שוק ההון הפרטי ירדה באופן ניכר, וסביבת הנפקות החלשה בשוק הציבורי תרמה לירידה תלולה בערכי היציאה.

## היקף האקזיטים בשוק ה-PE, לפי סוג אקזיט

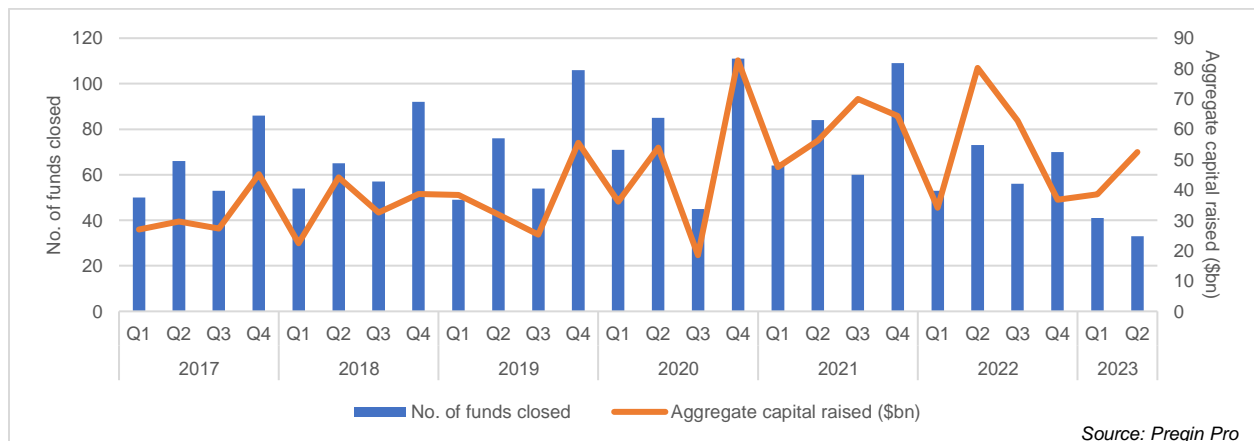


אחד המשתנים המרכזיים שהכבידו על פעילות העסקאות לאחרונה היה חוסר הוודאות סביב שיעורי הריבית. ההשפעה של העלאות הריבית על שוק ההון הפרטי מדגישה את ההבדלים בין אסטרטגיית ההשקעות של הקרנות השונות בעולם ההון הפרטי. קרנות שמינפו את הפורטפוליו בצורה משמעותית נפגעו באופן חד יותר, בהשוואה לקרנות המתמקדות ביצירת ערך מוסף בחברות בהן הן משקיעות.

## אשראי

לפי נתוני Preqin, השנים 2021-2022 היו שנות שיא בגיוסים לקרנות חוב עם גיוסים בהיקף של כ- 218.3 מיליארד דולר בשנת 2021 ו- 225.7 מיליארד דולר ב-2022. מגמה זו התהפכה לקראת סוף שנת 2022 כאשר הרבעון האחרון של השנה שיקף ירידה של כ- 43% לעומת הרבעון מקביל ב- 2021. במהלך הרבעון הראשון של 2023, הייתה טלטלה במגזר הפיננסי. הפדרל ריזרב האמריקאי המשיך במדיניות מוניטרית מצמצמת, עם העלאות ריבית מהירות. זה גרם להידוק בחוב הפרטי, כמו שאר קבוצות הנכסים, אך עם זאת הוא הושפע פחות מסוגי נכסים אחרים מאחר וחלק משמעותי מההשקעות מבוצעות בריבית משתנה. על רקע זה, ברבעון הראשון של 2023, קרנות חוב פרטיות גייסו 31.9 מיליארד דולר מ-33 קרנות, ירידה של כ- 10% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. ברבעון השני של 2023 גייסו 71.2 מיליארד דולר על ידי 34 קרנות חוב פרטי. נתוני הרבעון השני משקפים חזרה לצמיחה, לאחר שני רבעונים חלשים. יש לציין כי הנתונים משקפים גידול בהיקף הגיוסים אך ירידה בכמות הקרנות – מה שמצביע על כך שהשוק מרכז את ההשקעות בקרב קרנות גדולות יותר.

### סך גיוסי החוב הפרטי ברחבי העולם



להעלאות הריבית בשוק ישנה גם השפעה שלילית על החוב הפרטי. עלייה בריבית מביאה לגידול בשיעור חדלות הפירעון של הלווים, ושחיקת שווי הבטוחות, מה שמגדיל את שיעור המינוף (היקף חוב לשווי הנכסים). מגמות אלה גרמו למנהלי השקעות לבצע השקעות זהירות יותר, להוריד את שיעור ה-LTV של התיק ולקחת יותר בטחונות. יש לציין כי העלאת הריבית מאפשרת לקרנות לתת אשראי ללווים איכותיים עם דירוג אשראי גבוה יותר, מה שגם מקטין את רמת הסיכון של התיק.

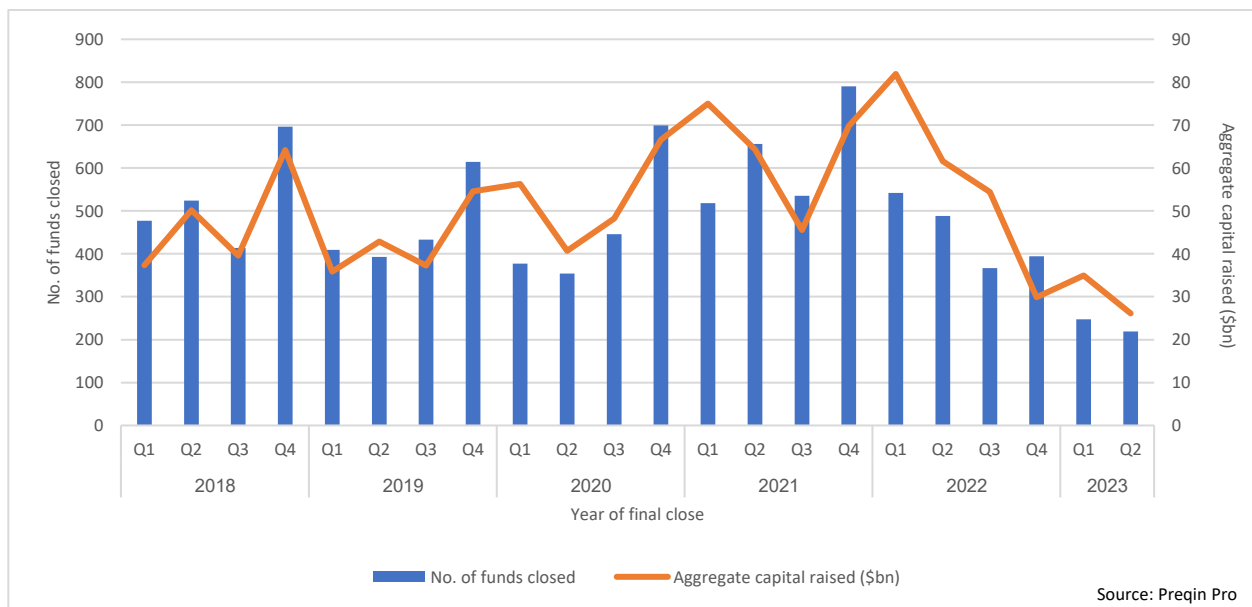
בחלק מהקרנות, העלאת הריבית בשוק הביאה משקיעים רבים לפדות את השקעתם. לדוגמה, קרנות המשקיעות באשראי צרכני בפלטפורמות peer-to-peer ולכן קרנות אלה ביצעו שינויים במנגנוני הנזילות למשקיעים וישנה גם קרן שהחליטה לסגור את הפעילות. התפתחויות אלה מדגימות את הצורך בניתוח מעמיק של הקרנות והחשיבות של הבנת מנגנוני הנזילות השונים שהן מציעות.

## הון סיכון

שוק ההון סיכון נמצא בתקופה מורכבת בעולם, ובישראל בפרט. על פי דוח שפרסמה קבוצת ויולה, הירידה בהשקעות בעולם עמדה על כ- 50% במחצית הראשונה של 2023, לעומת צניחה של 73% בשוק הישראלי. יש לציון ששנת 2022 הייתה שנה חזקה עבור השוק בישראל, ולכן הירידה היא מנקודה התחלתית גבוהה יותר. לאחרונה חלה התאוששות בעולם, אבל בישראל זה לא בא לידי ביטוי מכיוון שישנה ירידה משמעותית בהשקעות וגיוסים בישראל עקב המהפכה המשפטית שהממשלה מקדמת, וחשש מצד משקיעים זרים להיכנס לישראל.

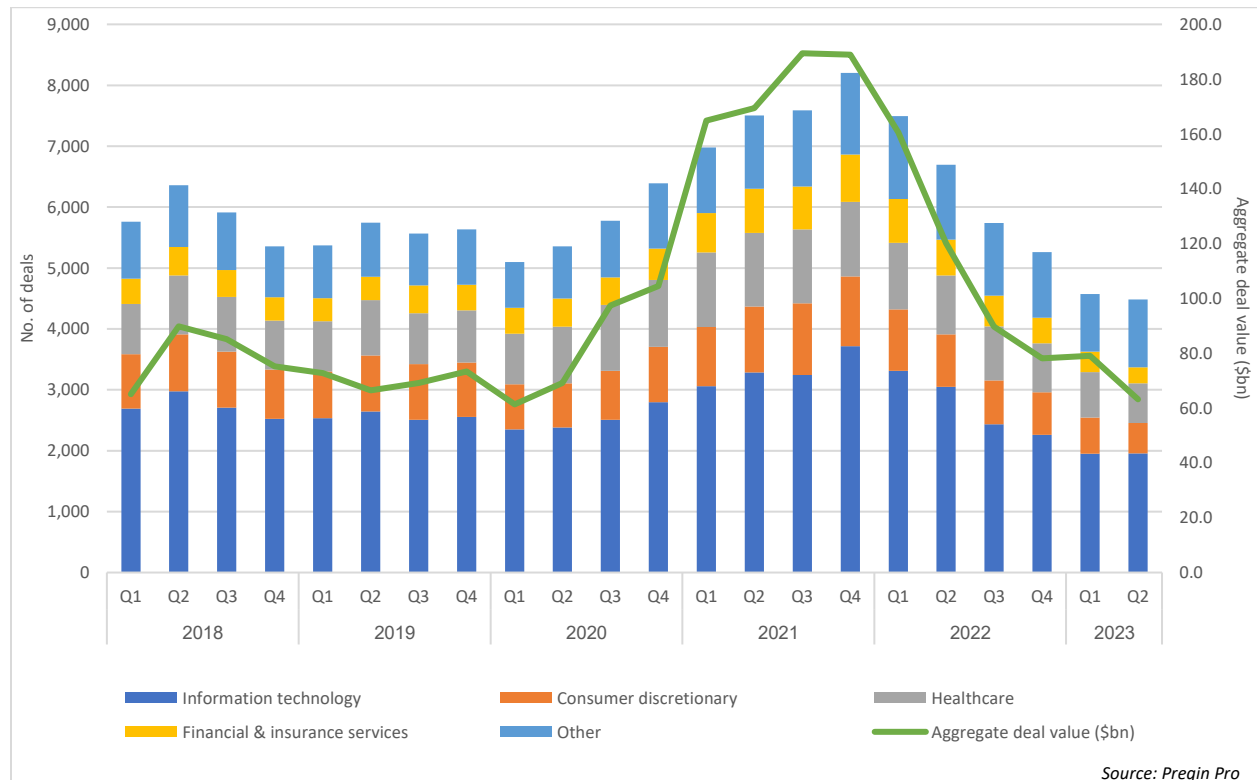
גיוס הכספים נותר קשה עבור מנהלי קרנות המעוניינים לגייס הון. מספר הקרנות שנסגרו נמצא במגמת ירידה וההון המצטבר שגויס מציג מגמה דומה, עם 219 קרנות שגייסו 26.1 מיליארד דולר ברבעון השני. המשקיעים נשארים פסימיים, ועל כן קצב ההשקעות איטי יותר. כתוצאה מכך, מחזורי הגיוס של הקרנות מתארכים, במיוחד עבור קרנות עם מנהלים קטנים ופחות מוכרים. סביבת הגיוסים החלשה משפיעה גם על קרנות גדולות – למשל, לאחרונה פורסם כי קרן אינסייט פרטנרס, אחת מהקרנות הפעילות בארץ בתחום ההון סיכון, הודיעה על קושי בגיוס הון לקרן החדשה שלה וקיצוץ של 5 מיליארד דולר (25%) ביעד הגיוס שלה.

### היקף הגיוס בשוק ההון סיכון



דו"ח ההון סיכון של Preqin לרבעון השני של 2023 מראה כי ביצוע העסקאות במגמת ירידה ב- 6 הרבעונים האחרונים מאז השיא בסוף שנת 2021, וירד ל- 4,485 עסקאות. השווי המצרפי ירד ל-63.2 מיליארד דולר. ההתכווצות ניכרת על פני כלל הסקטורים.

### היקף העסקאות בשוק ההון סיכון, לפי סקטור



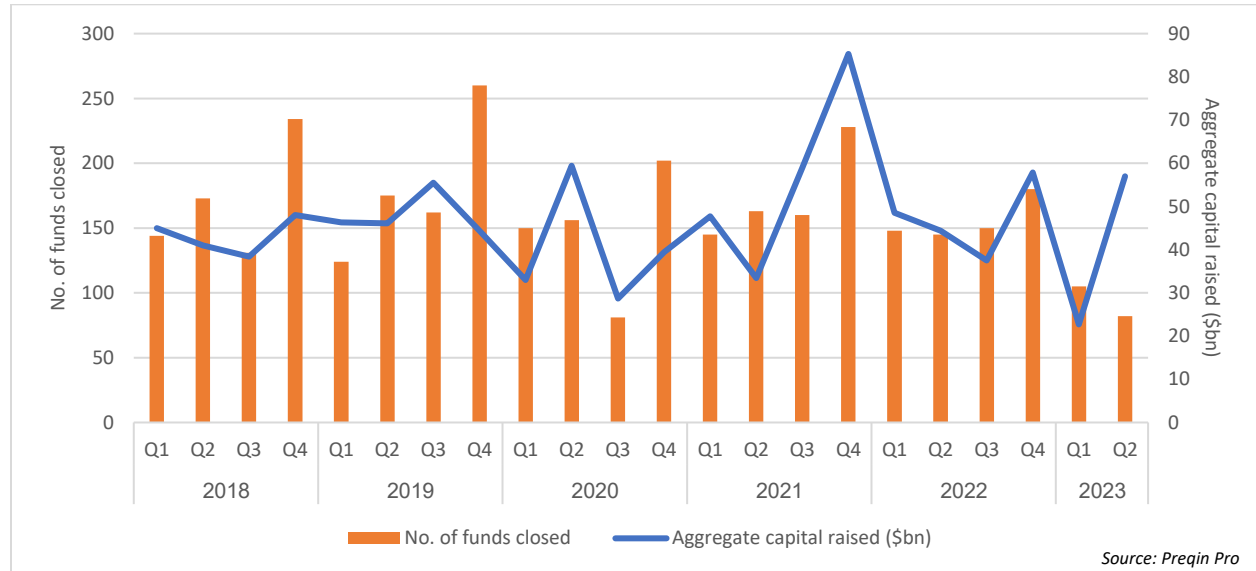
לעת עתה, סביבת יציאה איטית יותר מגבילה את הנזילות עבור המשקיעים, שרבים מהם עשויים לשקול מכירת אחזקות בשוק המשני. זה עשוי להוות הזדמנות לקרנות Secondary המחפשות השקעות בתמחור נוח. מבחינת שווי העסקאות, סקטור טכנולוגיית המידע גרר כלפי מטה את השוק. בהסתכלות רחבה יותר, גם היקף עסקה ממוצעת נמצא בירידה, אם כי מגמה זו אינה הומוגנית בכל הסקטורים.

### נדל"ן

תחילת שנת 2023 היתה מאתגרת מאוד לקרנות הנדל"ן. הגיוסים לקרנות חוו ירידה משמעותית ואי וודאות רבה שררה בשווקים גם באשר ליכולת ביצוע עסקאות. נציין שתחום הנדל"ן רגיש מאוד לעלייה בריביות בשל ההשפעה על שווי הנכסים. הרבעון הראשון של 2023 היה הרבעון הגרוע ביותר של גיוס כספים בחמש השנים האחרונות, אפילו מתחת לנתוני הרבעון השלישי של 2020, בשיאה של המגיפה. מספר הקרנות שנסגרו וההון המצטבר שגויס ירד במהלך שלושת החודשים הראשונים של השנה, כאשר רק 105 קרנות נסגרו ובסך הכל גויסו 22.7 מיליארד דולר.

עם זאת, ברבעון השני, לאחר שניכרה התייצבות מסוימת בריבית, חלה התאוששות מרשימה וגויס הון של כ- 57 מיליארד דולר – גידול של 151% לעומת הרבעון הראשון ו- 28% לעומת הרבעון המקביל של 2022. גם בשוק זה, בדומה לסגמנטים האחרים, ניכרת מגמה של התמקדות המשקיעים במספר מצומצם של קרנות גדולות, כאשר קרנות עם מותג חזק צפויות למשוך משקיעים רבים בתקופה של אי וודאות. סה"כ במחצית הראשונה של השנה נסגרו 187 קרנות – הנתון הנמוך ביותר מאז 2018.

### סך הגיוסים לקרנות נדל"ן



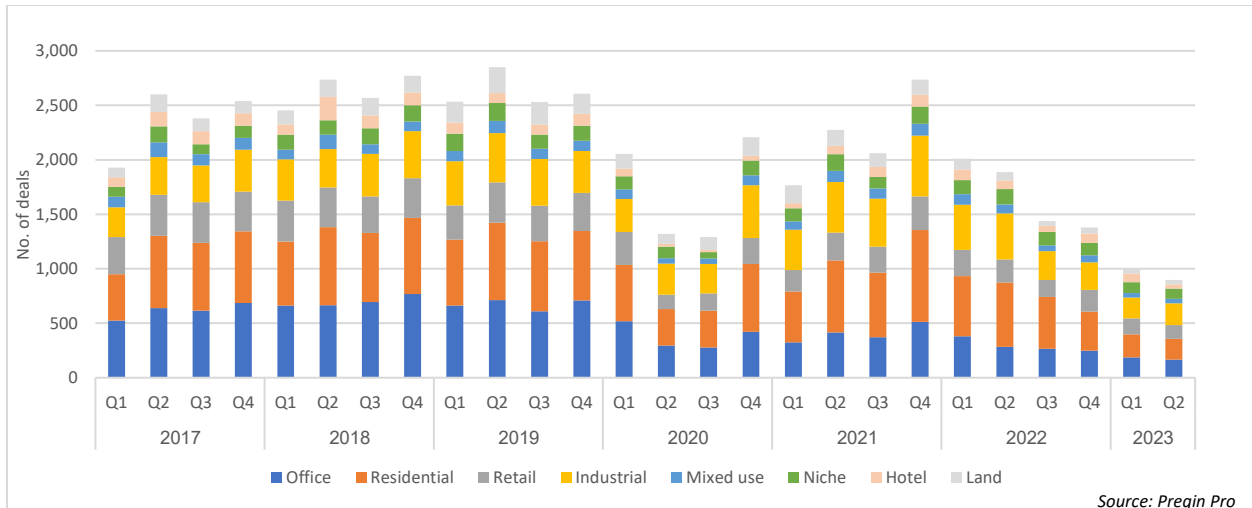
עליית הריבית האטה את קצב עסקאות הנדל"ן העולמי וציננה את השוק. נתוני העסקאות למחצית הראשונה של 2023 הם הנמוכים ביותר מאז שנת 2017. עם זאת, מומנטום הגיוס ברבעון השני היה יציב, וישנה נטייה של משקיעים לעסוק באסטרטגיות אגרסיביות יותר מבעבר כמו השקעות ערך מוסף ורכישות אופורטוניסטיות.

בהקשר של קרנות נדל"ן, יש לשים לב שקיים פער בין השקעה בקרנות נדל"ן לבין השקעה בריטים הסחירים, הנובע מכך שהמכשירים הסחירים תנודתיים הרבה יותר מנכסים המוחזקים על ידי הקרנות, אשר משוערכים באופן תקופתי – רבעוני ושנתי. בשל כך, ההשקעות בקרנות ריט סחירות לא עלו בצורה חדה בתקופה שהיו עליות בריטים הסחירים, וגם לא חוו את הירידות החדות שנצפו בשוק הסחיר. עם זאת, עליית הריבית בשוק השפיעה על שערך הנכסים בקרנות בשל העלאת שיעור ההיוון.

מגמה נוספת שניכרת בתחום הנדל"ן היא שינוי בסוגי הנכסים. בשל שינויים באופי העבודה, חברות רבות מקטינות את היקף המשרדים שלהן, מה שמביא לקיטון משמעותי בהשקעות במשרדים, וגידול של סוגי נכסים אחרים על חשבונם. משרדים היוו רק 18% מסך העסקאות ברבעון השני של 2023, ירידה מ-25% ברבעון השני של 2019. נדל"ן תעשייתי היווה 22% ברבעון זה והיה המגזר היחיד שבו מספר העסקאות גדל מהרבעון הראשון של 2023.



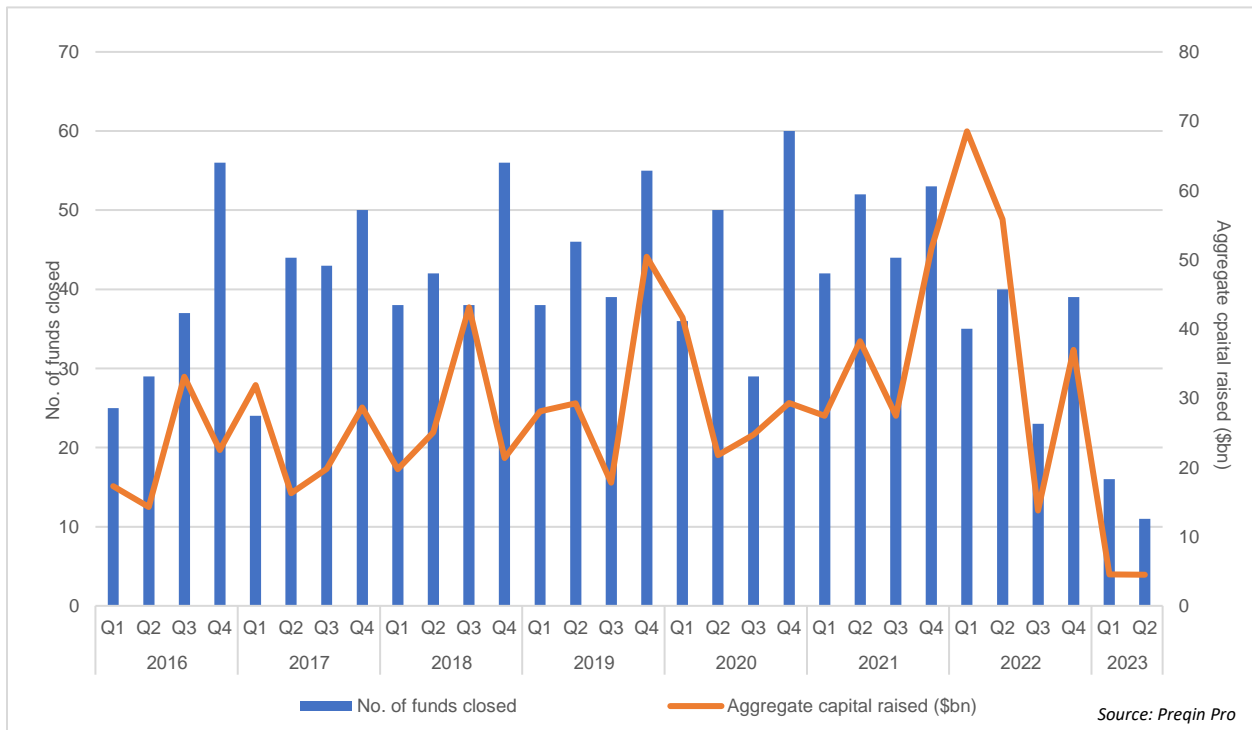
## מספר העסקאות בשוק קרנות הנדל"ן, לפי סוג נכס



## תשתיות

המחצית הראשונה של 2023 הייתה איטית עבור גיוסים לקרנות תשתיות. ברבעון הראשון, הון של 4.5 מיליארד דולר בלבד גויס על ידי קרנות שנסגרו. הקצב הזה נמשך ברבעון השני, כאשר שוב גויסו 4.5 מיליארד דולר. גם כמות עסקאות תשתיות ירדה לשפל שלפני המגפה. ברבעון השני של 2023, היו 443 עסקאות, בשווי מצטבר של 50 מיליארד דולר – הנתון הנמוך ביותר מאז 2016. עם זאת, במחצית השנייה של 2023 יש מספר רב של קרנות מגייסות, ופעילות רבה שצוברת מומנטום.

## גיוסים לקרנות תשתית





לסיכום, שנת 2023 הייתה עד כה שנה מאתגרת לקרנות האלטרנטיביות, עם השפעות מאקרו כלכליות שהקשו על מנהלי הקרנות בעולם ובישראל בפרט עקב המהפכה המשפטית. מתחילת השנה נצפו ירידות בהיקפי הגיוסים, בשערוך הנכסים, וקושי בניזילות למשקיעים, אך תקופה זו גם מהווה הזדמנות למשקיעים, בעקבות תמחור נוח יותר של נכסי ההשקעה ויכולת של הקרנות להתאים את ההשקעות לשינויים בשווקים ולייצר פורטפוליו אטרקטיבי. תקופה סוערת זו מדגישה את הצורך של המשקיעים לבצע ניתוח מעמיק של מוצרי ההשקעה, ולהבין את הסיכונים והחולשות בכל אפיק, כמו גם הצורך לזהות הזדמנויות השקעה - גם בתקופות של חוסר וודאות.

נכתב על ידי צוות אובייקטיב. אובייקטיב עוסקת באנליזה, ייעוץ וניתוח סיכונים של קרנות השקעה אלטרנטיביות ומסייעת למשקיעים בקבלת החלטות ההשקעה. אובייקטיב ניתחה למעלה מ-100 קרנות השקעה אלטרנטיביות מהארץ ומהעולם ומציעה ניתוחים מקיפים, מקצועיים ובלתי תלויים.



## « דיסקליימר

- אנליזה זו מבוססת על פגישות עם מנהלי הקרן, קבלת תשובות מהקרן לשאלון מפורט שהוצג לה, מצגת של הקרן לגופים מוסדיים, מסמכים שונים שהועברו על ידי הקרן לפי דרישה, נתוני שוק ומסחר.
- מסמך זה מיועד למשקיעים מתחכמים, מקצועיים ובעלי ניסיון על מנת לתת בידי משקיעים אלו כלים להערכת אפשרות השקעה בקרן, וכן למשקיעים בפועל בקרן. העתקה, הצגה או העברת המידע הכלול במצגת זו לצד ג' מהווה הצעה של ניירות ערך וכל העושה הצעה תוך הפרת הוראות חוק ני"ע, כאמור כפוף לדין פלילי.
- מסמך זה אינו מהווה ייעוץ השקעות המתחשב בצרכיו או בנתוניו הפיננסיים של המשקיע, או ברמות הסיכון המתאימות לו, ואינו מהווה המלצה להחזיק, למכור או להשקיע בקרן. מוצע לכל משקיע להיעזר בייעוץ הניתן בידי יועץ השקעות בעל רישיון, בהתאם לצרכיו של המשקיע.
- ככל שאנליזה זו מועברת ליועצי השקעות, יועצי השקעות רשאים לעשות בה שימוש לצרכיהם, ואינם רשאים להעבירה לידי לקוחות שאינם משקיעים כשירים כהגדרת המונח בחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, שיווק השקעות וניהול תיקי השקעות התשנ"ה – 1995 ("חוק הייעוץ") או משקיעים מסווגים כהגדרת בתוספת הראשונה לחוק ני"ע.
- ההשקעה בקרן כרוכה מטבעה בסיכונים, לרבות סיכונים הנובעים מאופיין ותנאיהן של ההשקעות שינהלו בקרן, אופן ניהולן, כמו גם סיכונים שאינם בשליטת הקרן כגון סיכונים הנובעים משינויים מקרו-כלכליים. מובהר כי האמור במסמך זה אינו מהווה ייעוץ משפטי, מיסוי, להשקעה בקרן. מומלץ לכל משקיע להיוועץ ביועצים נוספים המתאימים לבחינת ההשקעה בקרן.
- כל השקעה בקרן תתבצע בהתאם לאמור במסמכים המשפטיים של הקרן והתנאים המפורטים בהם בלבד, לאחר שהמשקיע קיבל לידי, בדק באמצעיו הוא ובאופן אישי ו/או עם וחתם על כל המסמכים המשפטיים הרלוונטיים.
- מסמך זה כולל תחזיות, הערכות ומידע אחר צופה פני עתיד שמידת התממשותם אינה ודאית.
- העובדות והנתונים המפורטים במסמך זה הינם כפי שידוע (as is) במועד הכנת המסמך, ללא כל ודאות שהציפיות וההערכות המתוארות במסמך אכן יתממשו, ותוצאות ציפיות והערכות אלו עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות המתוארות במסמך.
- החברה ו/או מי ממנהליה ו/או מי מנציגי החברה ו/או מי מטעמה אינם לוקחים על עצמם כל אחריות שהיא לכל הפסד ישיר או נסיבתי הנובע מהשקעה בקרן.
- מובהר למען הסר ספק כי במקרים בהם חוות הדעת נערכה לבקשת מנהל הקרן, תמורת עריכת חוות הדעת שולמה לחברה מאת מנהל הקרן.
- מסמך זה הינה רכוש וקניינה הבלעדי והמוחלט של חברת אובייקטיב, ומיועד לעיונם של לקוחות החברה להם נמסר בלבד. מקבל מסמך זה מתחייב כי אין להעתיקו, להפיצו או להעבירו, כולו או חלקו, לרבות גילוי לאחר כל או חלק מהמידע הכלול בו, בשום אמצעי, ללא אישור מפורש מראש ובכתב מאת מנהלי החברה.