



התפתחות בהחזקות המשקיעים המוסדיים הישראליים בהיי-טק

2016-2021

תוכן עניינים

3	שותפים
4	תקציר מנהלים
6	דברי פתיחה - ד"ר משה ברקת, הממונה על רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון
7	דברי פתיחה - פרופ' יוג'ין קנדל, יו"ר משותף של SNPI
8	פרק 1: התפתחות ההחזקות של המשקיעים המוסדיים
13	פרק 2: החזקות במניות של חברות טכנולוגיה ישראליות
19	פרק 3: החזקות במניות סחירות של חברות טכנולוגיה
23	פרק 4: החזקות לא-סחירות בחברות טכנולוגיה
31	פרק 5: ניתוח תוכניות ממשלתיות
38	נספח: מקורות מידע והגדרות

שותפים

את הדו"ח חיברו רון גיא וד"ר מאיה שטאון ממכון מחקר והמדיניות Start-Up Nation Policy Institute.

תודה מיוחדת למירי רזנשטוק, אורי עפרוני, כרמל צור, גיל בוטלר ורהב אוברציגר על הסיוע בהכנת הדו"ח.

רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון הינה רגולטור פיננסי עצמאי בישראל, המפקח על גופים פיננסיים חוץ בנקאיים, ובהם חברות ביטוח, קרנות פנסיה, גמל והשתלמות, וכן על מתן שירותים פיננסיים מוסדרים כגון נותני אשראי חוץ בנקאי, שירותי תשלום והעברת כספים, חברות פינטק ונותני שירותים פיננסיים במטבעות וירטואליים. כמו כן, אחראית הרשות, על רישוי סוכני ביטוח ויועצי פנסיה, והיא מפקחת על פעילותם מול המבוטחים והעמיתים. הרשות הוקמה ב-1.11.16 בהתאם לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (תיקוני חקיקה) ובראשה עומד ד"ר משה ברקת.



Start-Up Nation Policy Institute הוא מכון מחקר עצמאי העוסק בעידוד מדיניות החדשנות בישראל. המכון עובד בשיתוף עם המגזר הציבורי, תעשיית ההיי-טק ומקבלי החלטות נוספים על מנת לקדם מדיניות שתשמר את ההובלה הטכנולוגית של ישראל ותרחיב את השפעתה של החדשנות הישראלית על סקטורים נוספים במשק ועל כלל החברה הישראלית. המכון הוא חלק מקבוצת Start-Up Nation Central וממומן באופן מלא על ידי תרומות פילנתרופיות.

START-UP NATION
POLICY INSTITUTE



תקציר מנהלים

מטרת דו"ח זה היא לאפיין את ההתפתחויות שחלו בהחזקותיהם של המשקיעים המוסדיים בישראל (קרנות פנסיה, קופות גמל, וביטוחי חיים – להלן: מוסדות או משקיעים מוסדיים) בטכנולוגיה. השתמשנו בנתונים אשר סופקו על ידי רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן: רשות שוק ההון), ובהם סקר שנערך בקרב המשקיעים המוסדיים (הסקר הופץ במרץ 2022 וכלל המוסדות השיבו עליו עד תחילת חודש מאי 2022). המטרה העיקרית של הדו"ח היא לנתח את השינוי במדיניות ההשקעה של המשקיעים המוסדיים בישראל במניות של חברות טכנולוגיה ולייצר מדד ייחוס לדוחות הבאים ולניתוחים נוספים. הדו"ח מיועד להיות כלי עבודה למוסדות עצמם, לקרנות ההשקעה בהיי-טק, לחברות השוקלות גיוס השקעות מן המוסדות, ולמקבלי החלטות ולרגולטורים. אנו מקווים שדו"ח זה יעודד חוקרים להתמקד בסקטור זה, אך גם ידרבן את חיזוק הקשרים בין מקור ההשקעות הגדול במשק לבין הסקטור הצומח והדינמי ביותר בכלכלת ישראל.

הדו"ח מראה גידול של פי חמישה בהחזקות במניות טכנולוגיה בין 2016 ל-2021, ומצביע על שלושה גורמים עיקריים לגידול זה:

- בשנים אלו חל גידול משמעותי בנכסים המנוהלים לטווח ארוך על ידי הגופים המוסדיים. מגמה זו ממצבת אותם כמשקיעים בסדר גודל עולמי, ולכן הקרנות וחברות ההיי-טק מתחילות לראות בהם מקור פוטנציאלי חשוב להשקעות.
- העניין המתגבר של המוסדות להשקיע חלק גדול יותר מתיק הנכסים במניות נובע בין היתר משיעורי הריבית הנמוכים בעשור האחרון ומקיטון בכמות איגרות החוב המיועדות שממשלת ישראל סיפקה להם. מניות המתאפיינות ברמות תשואה וסיכון גבוהות הפכו להשקעה אטרקטיבית יותר, בהתאם לכך ההון המיועד להשקעות במניות בכלל ובטכנולוגיה בפרט צמח בצורה משמעותית בשש השנים האחרונות.
- העלאת שיעור ההחזקות בטכנולוגיה מסך התיק בחלק מהמוסדות.

על מנת להיחשף לחברות טכנולוגיה, המוסדות יכולים להשקיע במניות של חברות הנסחרות בבורסות, להשקיע ישירות במניות של חברות פרטיות, או להשקיע בתור LP בקרנות הון סיכון (Venture Capital Funds (VC)) ובקרנות פרטיות (Private Equity Funds (PE)) המתמחות בטכנולוגיה. טבלה 1 מסכמת את התפתחות ההחזקות בשלושת הקטגוריות הללו, תוך אבחנה בין חברות ישראליות וחברות זרות. התוצאות מוצגות לכלל המוסדות, ובדו"ח אנו מתייחסים גם לשוני בין המוסדות הקטנים למוסדות הגדולים.

טבלה 1: התפתחות החזקות המשקיעים המוסדיים

סוג השקעה		השקעות זרות		השקעות ישראליות	
		בשקלים	ב-%	בשקלים	ב-%
במניות סחירות		עליה	ירידה	עליה	ירידה
בקרנות VC ו-PE		עליה	יציבות	עליה	יציבות
במניות של חברות פרטיות		לא רלוונטי ¹	לא רלוונטי ¹	עליה דרמטית	עליה דרמטית

¹ עקב קושי בזיהוי הקטגוריה הזו ומיעוט החזקות בה, דו"ח זה לא מתייחס אליה.

בסקר הנלווה רוב המוסדות דיווחו על כוונתם להגדיל את השקעותיהם בסקטור ההיי-טק, ועל צעדים שהם נוקטים על מנת לחזק את המומחיות שלהם בהשקעות בסקטור זה. על רקע הירידות בשווקים ברבעון השני של 2022 בכלל, ובמניות טכנולוגיה בפרט, יש בכך בשורה מעודדת - נראה שהמיקוד בטכנולוגיה הוא חלק קבוע מהאסטרטגיה של המשקיעים המוסדיים ולא אופנה חולפת.

ממשלת ישראל השיקה מספר תוכניות על מנת לחזק את הקשר בין המוסדות לסקטור ההיי-טק, ביניהן מסלולים 40 ו-43. הניתוחים בדו"ח זה אינם מאפשרים להראות באופן מדעי קשר סיבתי בין יישום התוכניות לבין שינוי פרופיל ההשקעות של המוסדות. יחד עם זאת, הנתונים בדו"ח מצביעים בחוזקה על כך שהתוכניות השיגו את מטרתן ושאכן הייתה השפעה על פרופיל ההשקעות של המוסדות. הדבר בולט במיוחד בגידול הדרמטי בהשקעה הישירה בחברות טכנולוגיה פרטיות בישראל - שהייתה גם המטרה המוצהרת של מסלול 43. מוסדות אשר השתתפו בתוכניות הממשלתיות שילשו את החזקותיהם בחברות פרטיות בחמשת הרבעונים שחלפו מאז השקת מסלול 43 לעומת יציבות בהחזקות במוסדות אשר לא השתתפו בתוכניות הממשלתיות.

המגמות המתוארות בדו"ח זה, הן חדשות טובות לחוסכים הישראליים שבמשך שנים רבות לא זכו להיחשף לסקטור הצומח ובעל הפריון הגבוה במשק, ולחברות טכנולוגיה בוגרות בישראל אשר זכו לאחרונה לנגישות למקור מימון לטווח ארוך, המגביר את סיכויי הישגותן של החברות הללו בישראל.



דברי פתיחה: ד"ר משה ברקת, הממונה על רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון

בעשור האחרון אנו עדים לעלייה מתמשכת ומשמעותית בסכום הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים לטובת החיסכון ארוך הטווח של הציבור בישראל. נכון לסוף שנת 2021, שווי סך נכסי העמיתים (קרנות הפנסיה, קופות הגמל וביטוחי החיים) הסתכם לכ - 2.3 טריליון ש"ח וצפוי לעבור רף של 1 טריליון \$ תוך שנים ספורות.



דו"ח השקעות הגופים המוסדיים בהיי-טק, המשותף לרשות שוק ההון ול-Start-Up Nation Policy Institute - SNPI, בוחן לראשונה את השקעות הגופים המוסדיים הישראליים בסקטור ההיי-טק, בחלוקה למכשירי ההשקעה השונים: מניות סחירות, מניות לא סחירות וקרנות פרטיות. בנוסף, הדו"ח כולל סקר מקיף ששופך אור על המגמות העתידיות הצפויות והתכניות

של המשקיעים המוסדיים בכל הקשור להשקעותיהם בסקטור ההיי-טק בשנים הקרובות.

מעבר להיותו בסיס ייחוס להשקעות בסקטור ההיי-טק, הדו"ח מציע תובנות מעניינות ומשמעותיות ביחס להתנהגות מנהלי ההשקעות בגופים המוסדיים בכל הקשור להשקעותיהם בסקטור זה. ראשית, אנו עדים לגידול דרמטי בסך ההשקעות בסקטור ההיי-טק בשנים 2016-2021, ולצפי כי השקעות אלו ימשיכו לגדול גם בשנים הקרובות. חלק משמעותי מהגידול נובע מהשקעות בקרנות פרטיות מקומיות וזרות. שנית, הדו"ח מצביע על גידול דרמטי בהשקעות הגופים המוסדיים בחברות פרטיות בסקטור ההיי-טק בישראל מיד לאחר השקת מסלול השקעה 43 שקודם על ידינו בשיתוף רשות החדשנות ומשרד האוצר. זו עדות חזקה וברורה ליכולת של תמריצים ממשלתיים לייצר השקעות טובות לחוסכים התומכות בתעשייה הישראלית. מסלול 43, אותו השקנו לפני כשנתיים, איפשר לגופים המוסדיים להיחשף להשקעות בהיי-טק, כאשר הממשלה נותנת הגנות מהותיות לחוסכים, באופן המאפשר יצירת WIN WIN הן לחוסכים והן למשק הישראלי.

הגופים המוסדיים בישראל עברו בשני העשורים האחרונים כבדת דרך משמעותית. הגידול המאסיבי בנכסים המנוהלים בשוק החיסכון ארוך הטווח בישראל, כמו גם התחרות על תשואות בענף, הביאו ליצירת מומחיות בהשקעות באפיקים ובנכסים שבעבר לא היו בליבת פעילותם של הגופים המוסדיים. כפי שמשקף בדו"ח זה, ההתבגרות והבשלות של הגופים המוסדיים בישראל הביאו לכך שסקטור ההיי-טק הפך להיות אפיק השקעה משמעותי בתיק הנכסים של ציבור החוסכים לפנסיה.

אני סבור שמגמת הגידול החיובית בהשקעות בסקטור ההיי-טק תמשיך ותתעצם, ותאפשר לציבור החוסכים הישראלי ליהנות גם הם מפירות הצמיחה של ענף מרכזי זה בכלכלה הישראלית. כולנו שמחנו לראות כי צעדי התמיכה הממשלתיים, ובראשם מסלול 43, נחלו הצלחה והשיגו את מטרותם. אך יחד עם זאת, חשוב להמשיך ולייצר תכניות ממשלתיות שיעודדו השקעות בתתי סקטורים ספציפיים תחת מטריית ההיי-טק הישראלי, המיוצגים בחסר בתיק הנכסים של ציבור החוסכים לפנסיה, לטובת החוסכים ולטובת המשק הישראלי. כך למשל, תכניות מושכלות לעידוד השקעות בפודטק, אגטק, פינטק ואינשורטק, כמו גם תשתיות וטכנולוגיות המתמודדות עם השפעות סביבה ואקלים, יכולות להציב את ישראל בחזית הכלכלות החדשניות והצומחות, להעלות את הפריון והרווחה של המשק הישראלי, לחזק את חוסנו של המשק בפני סיכונים ריאליים ופיננסיים, ולספק לחוסך הישראלי אפשרות להשקעה בתיק הנכסים שהוא מחזיק ולהשגת תשואה ברת קיימא לטווח ארוך ההולמת את יעדי החיסכון.

דברי פתיחה: פרופסור יוג'ין קנדל, יו"ר משותף של SNPI

מתחילת שנות ה-2000 הדעה השולטת בישראל הייתה שהיתרון היחסי שלנו הוא יצירת רעיונות. בהתאם, ההיגיון הכלכלי היה שישראל תתמחה בהקמת סטארט-אפים/"חברות מוצר" למימוש רעיונות אלה, ואז תמכור אותן לחברות ענק זרות שימסחרו ויפיצו את המוצר הטכנולוגי. ההנחה הבסיסית מאחורי קביעה זו היא שישראלים לא טובים בהקמה וניהול של חברות גדולות. עד לא מזמן חברות סטארט-אפ רבות נוסדו במטרה להימכר לקונה אסטרטגי בשלב יחסית מוקדם. משקיעים מוסדיים לא היו ערוכים ולא רצו להשקיע בחברות כאלה, אך גם לא יכלו להתחרות עם חברות טכנולוגיה זרות ברכישתן, וכמובן לא למסחר את המוצרים הטכנולוגיים. במקום זה, ההשקעות המעטות יחסית בטכנולוגיה נעשו במניות סחירות או דרך קרנות.



במשך העשור האחרון הנחה זו לגבי חוסר היכולת של ישראלים להצמיח חברות גדולות הלכה ונחלשה, זאת לאור הופעתן וצמיחתן של מספר רב של חברות טכנולוגיה ישראליות גדולות. המייסדים שלהן, לרוב יזמים סדרתיים שכבר מכרו בהצלחה חברה לפני כן, רצו להשאיר את חותמם והראו שאפשר לבנות חברות גדולות ומצליחות בישראל. חברות אלו, שמספרן הלך וגדל בחמש השנים האחרונות, היוו הזדמנות עבור המשקיעים המוסדיים בישראלי להגדיל את השקעותיהם בטכנולוגיה בכלל ובטכנולוגיה ישראלית בפרט. הדו"ח שלפניכם אשר נערך תוך שיתוף פעולה בין רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון ומכון המחקר והמדיניות Start-Up Nation Policy Institute – SNPI, חוקר תופעה זו. זאת על ידי הצגת התפתחותן של האחזקות במניות טכנולוגיה של המוסדות המנהלים חסכוניות לטווח ארוך של הציבור. הדו"ח מראה בבירור שהאנומליה של הדרת רגלי המשקיעים המוסדיים מסקטור ההיי-טק הישראלי – הסקטור שמציג את נתוני הצמיחה והפרייון הכי גבוהים במשק – הגיעה לקיצה בשנים האחרונות. נראה שמאז 2016, המשקיעים המוסדיים בישראל החלו להתייחס להשקעות בטכנולוגיה בכלל, ולהשקעות בטכנולוגיה ישראלית בפרט, כ-Asset Class ולא כאוסף עסקאות מזדמנות. הם שכרו מומחים, פיתחו שיטות עבודה, וצברו ניסיון המאפשר שיפור מתמיד והגדלה נוספת של השקעות אלו בעתיד. אלו חדשות טובות לחוסכים לפנסיה בישראל אשר נחשפים לסוג נכסים חדש המאפשר פיזור תיק טוב יותר.

בנוסף, מראה הדו"ח שמסלולים אשר הושקו על ידי הממשלה על מנת לעודד את המוסדות לפתח מומחיות בהערכת השקעות בטכנולוגיה ונתנו תמריצים להשקעה בחברות טכנולוגיה פרטיות בישראל נחלו הצלחה משמעותית. תוכניות דומות (עם השינויים הנדרשים) הממוקדות בפתרון כשלי שוק ספציפיים יכולות לעודד השקעות בתחומים בהם קרנות VC מסורתיות ממעיטות להשקיע. תחומים טכנולוגיים בהם לישראל יש יתרון יחסי, כמו חקלאות, מים, אקלים, ותחומים מסוימים במדעי החיים, יכולים ליהנות מהשקעות מהמוסדות הישראליים אחרי שאלו יפתחו מומחיות וניסיון כפי שעשו בתחומי התוכנה והחומרה. כמובן הדבר יאפשר פיזור תיק יותר טוב עבור החוסכים.

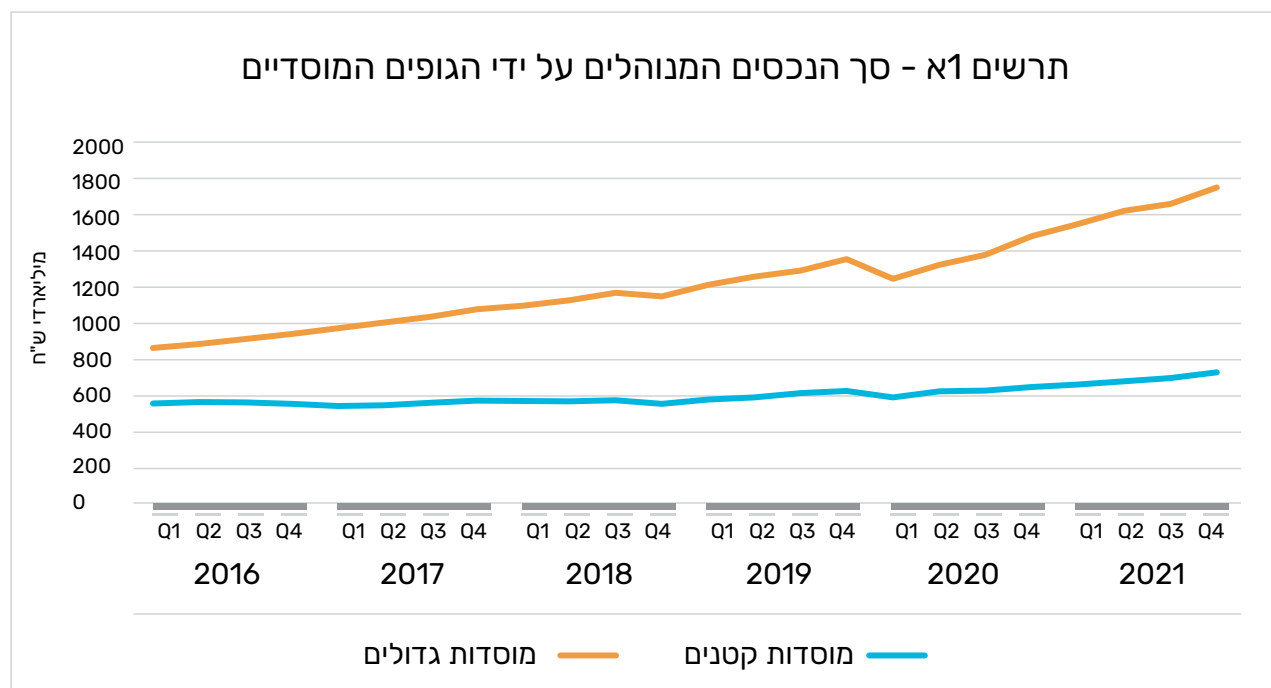
מבחינת התפתחות סקטור ההיי-טק, המעורבות הגדלה של המשקיעים המוסדיים חשובה מאוד. היצע של הון, אשר יכול ללוות חברות או קרנות בהתמדה ובמקצועיות לטווח ארוך יעודד את חברות הטכנולוגיה הישראליות לצמוח ולהישאר בישראל. חברות "שלמות" כאלה חשובות למשק הישראלי משום שהן יוצרות מקומות עבודה רבים, בשכר גבוה, ובמגוון רחב של אנשי מקצוע ולא רק לאנשי טכנולוגיה.

שיתוף פעולה הולך ומתעצם בין סקטור הטכנולוגיה הישראלי – הקטר של המשק – לבין מקור המימון העיקרי במדינה, מהווה בסיס איתן לפיתוח מתמשך של הסקטור ושל כלכלת ישראל ומביא תועלות רבות לשני הצדדים. אנו מקווים שהנתונים והתובנות המוצגות בדו"ח זה יתנו חיזוק נוסף לשיתוף פעולה זה.

פרק 1. התפתחות ההחזקות של המשקיעים המוסדיים

משקיעים מוסדיים² בישראל צברו נכסים מנוהלים משמעותיים ב-15 השנים האחרונות, בעיקר בעקבות חוק פנסיה חובה והצמיחה המהירה של המשק. תרשים 1א מציג את סך כל ההחזקות של המוסדות בחמש השנים האחרונות (במחירים שוטפים)³, ומחולק לפי מוסדות גדולים וקטנים.⁴ שיעורי הצמיחה גבוהים מאוד בשתי הקבוצות, אך הצמיחה במוסדות הגדולים הייתה מהירה יותר, ולקראת סוף 2021 הם החזיקו כ-70% מכלל הנכסים המנוהלים בשוק חיסכון ארוך הטווח בישראל (ראה תרשים 1ב).⁵

בנוסף לצמיחה הדרמטית בסך כל הנכסים המנוהלים, אופיינה התקופה של 2016-2021 בירידה בשיעור ההחזקות באגרות חוב ממשלתיות, במזומן, ובפיקדונות בבנקים, מ-50% מסך הנכסים ב-2016 ל-44% ב-2021. ניתן לייחס כמחצית מהשינוי לירידה בכמות האג"ח המיועדות, ואת השאר לתגובת המשקיעים המוסדיים לשערי הריבית הנמוכים בתקופה זו. בדו"ח זה נתמקד בהחזקות במניות – ישירות או דרך קרנות – מכיוון שהשקעות בטכנולוגיה נעשות בעיקר באפיק זה. תרשים 1ג מראה שלצד הצמיחה המהירה בסך כל הנכסים, התקופה המדוברת אופיינה גם בעלייה מהירה בשיעור ההחזקות במניות: עבור מוסדות גדולים, מ-15% ל-26% מסך הנכסים, ועבור מוסדות קטנים, מ-5% ל-11%.



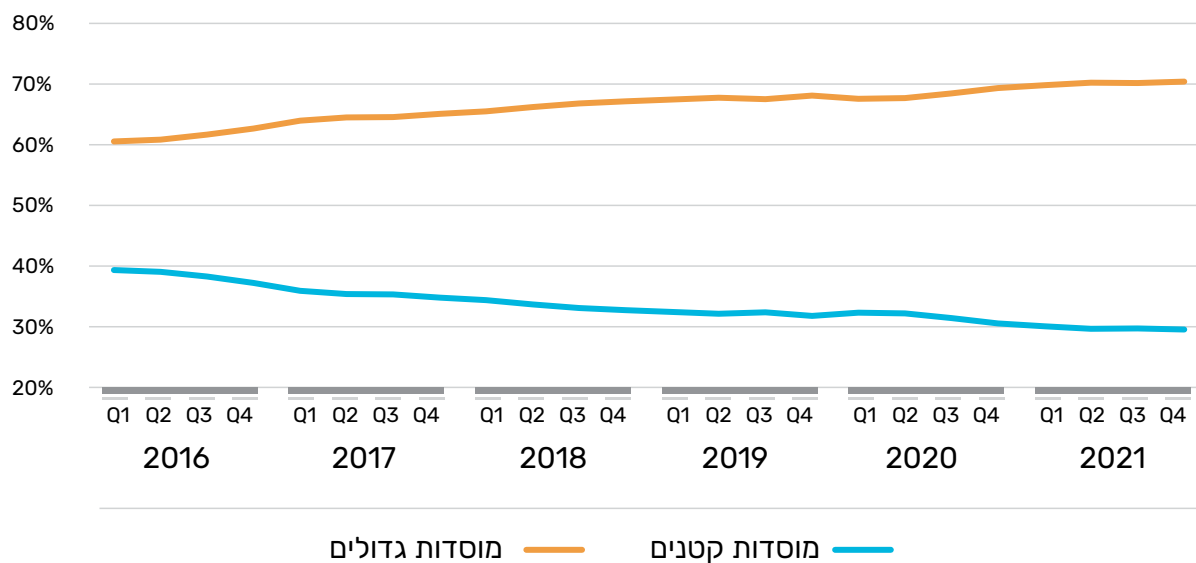
² בדו"ח זה אנו מתייחסים לכספי עמיתים בקרנות פנסיה, קופות גמל וביטוחי מנהלים – אך ורק החיסכון ארוך טווח.

³ כל הנכסים הם Marked to Market. נכסים סחירים משוערכים ברמה יומית, והלא-סחירים משוערכים תקופתית.

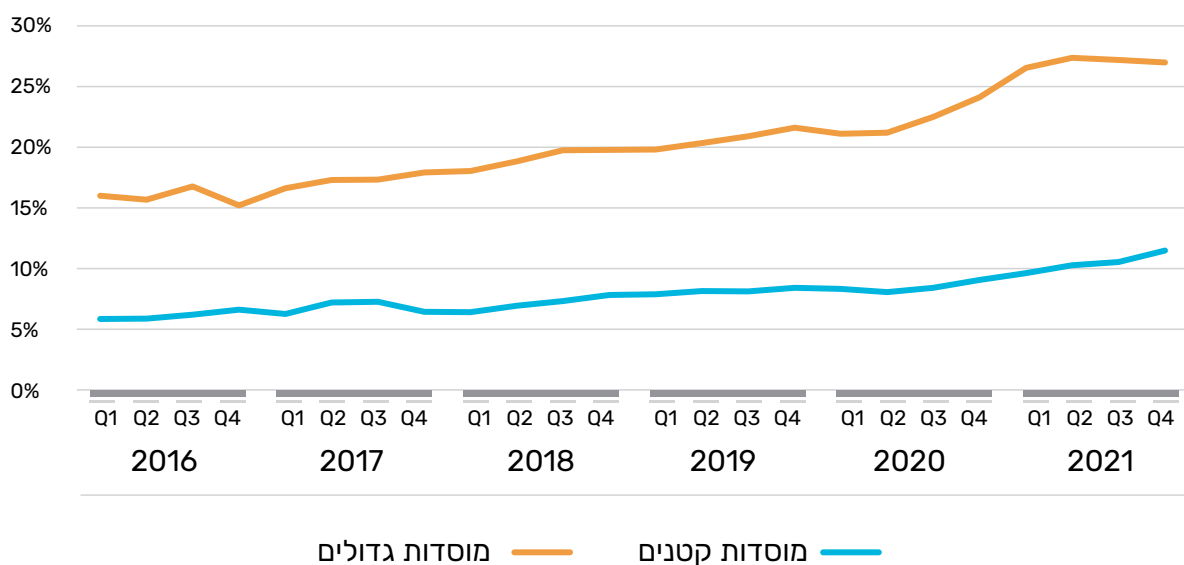
⁴ קבוצת המוסדות הגדולים (לפי הגדרת רשות שוק ההון) קבועה לאורך כל התקופה וכוללת עשרה מוסדות: אלטשולר שחם, הלמן אלדובי, הפניקס, הראל, ילין לפידות, כלל, מגדל, מיטב דש, מנורה ופסגות.

⁵ מטרת הדו"ח היא להציג את ההשקעות של המוסדות הישראליים בהיי-טק באופן כללי, ובהיי-טק ישראלי בפרט. לצערנו, אין בנמצא נתונים על החלטות ההשקעה של המוסדות – מכירה וקנייה של מניות או השקעה בקרנות, אלא אך ורק נתונים על החזקות המוסדות בתחילת ובסוף כל רבעון. בהתאם לכך, נאלצנו להסתפק בניתוח של התפתחות ההחזקות ולא של זרם ההשקעות. בהמשך הדו"ח, מוצג אומדן של החלטות ההשקעה עבור מניות סחירות.

תרשים א' - חלוקת הנכסים המנוהלים לפי גודל המוסדות



תרשים א' - החזקות במניות מתוך סך הנכסים המנוהלים

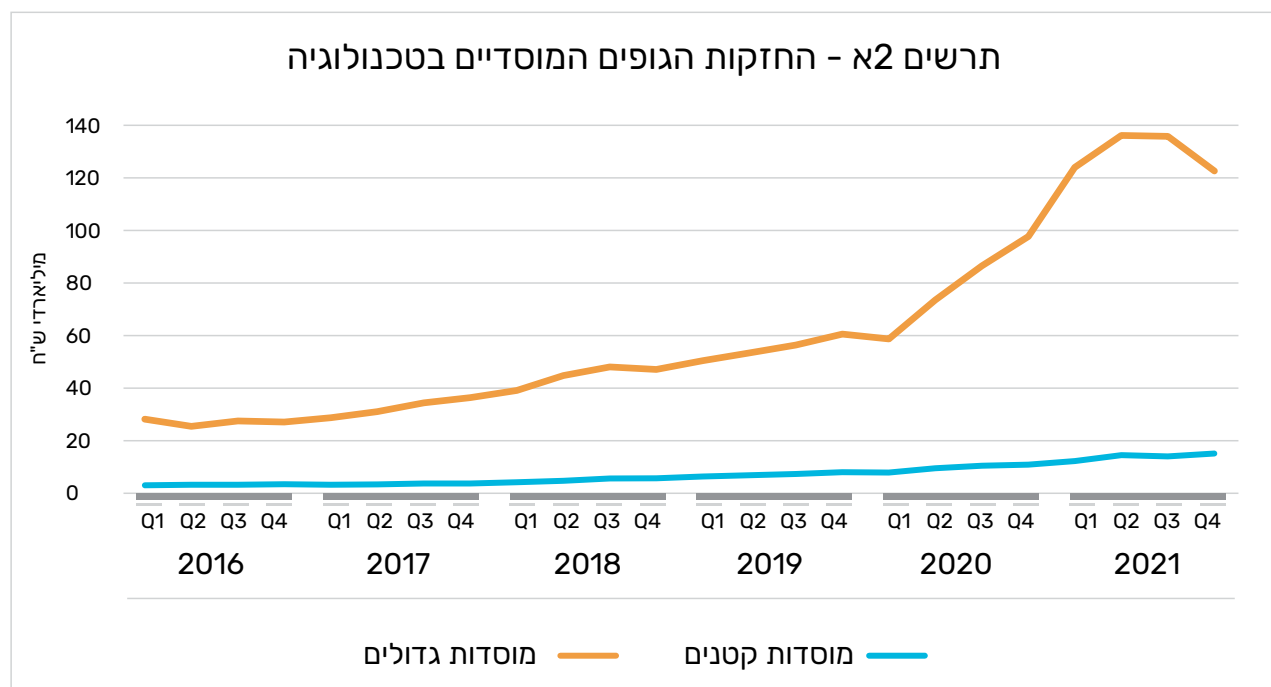


השקעות בטכנולוגיה

בעשור האחרון, מוסדות אחדים פיתחו מיומנות בהשקעה בתחום הטכנולוגיה שהייתה חסרה לפני כן, והגדילו בעקביות את ההשקעות שלהם בתחומי הטכנולוגיה. כמו כן, רשות החדשנות, רשות שוק ההון, והרשות לניירות ערך ביחד עם משרד האוצר, השיקו תוכניות שעודדו את המוסדות הישראליים להשקיע בטכנולוגיה (ראו פירוט בהמשך).

השקעות בטכנולוגיה נעשות בעיקר דרך רכישת מניות בשלוש דרכים אפשריות בישראל וגם בחו"ל: השקעה ישירה במניות של חברות טכנולוגיה נסחרות, השקעה ישירה במניות של חברות טכנולוגיה פרטיות, והשקעה בקרנות VC ו-PE המתמחות בטכנולוגיה. כיוון שההשקעות הישירות בחברות פרטיות זרות הינה מינימלית, דו"ח זה לא יעסוק בהן. אופן שיוכן של חברות וקרנות לסקטור הטכנולוגיה מוסבר בנספח.

תרשים 2א מראה שסך כל ההחזקות מוכוונות טכנולוגיה (ולא כחלק מההשקעה במדדי מניות רחבים) על-ידי מוסדות ישראלים גדל בצורה דרמטית בשש השנים האחרונות. מוסדות גדולים וקטנים כאחד הציגו צמיחה של כמעט פי חמישה בהחזקות מוכוונות טכנולוגיה. תרשים 2ב מציג את שיעור ההחזקות הטכנולוגיות מתוך סך ההחזקות במניות, אשר גדלו בתקופה זו בכעשר נקודות אחוז מסך ההשקעה במניות הן בקרב המוסדות הגדולים והן בקרב המוסדות הקטנים.⁶



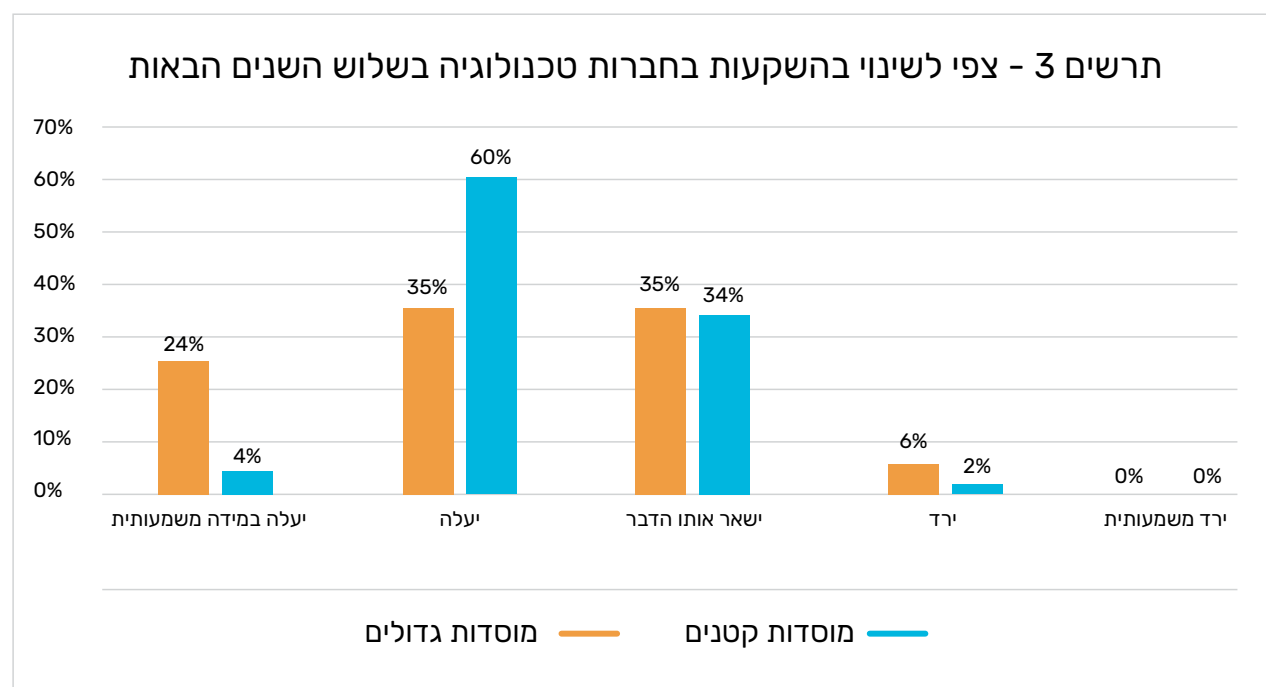
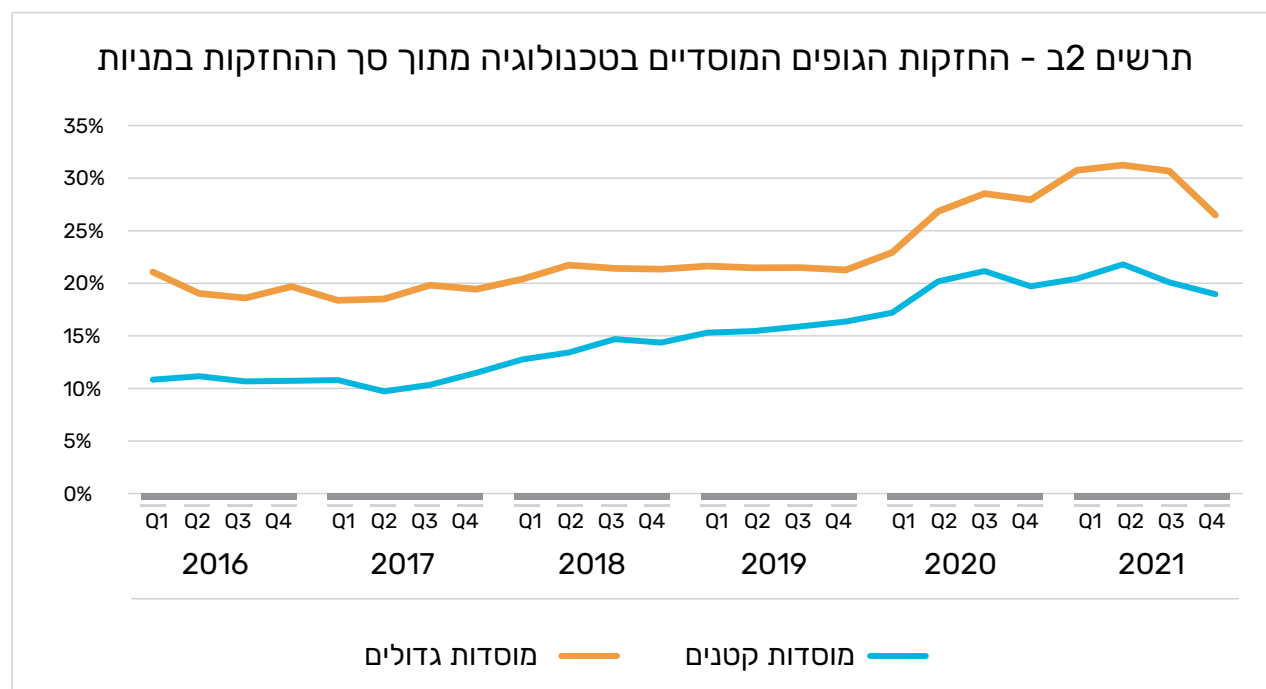
על מנת לבחון האם מגמות אלו צפויות להמשיך גם בעתיד, ולהבין את כוונותיהם של המוסדות לגבי המשך ההשקעות בטכנולוגיה, ביצעה רשות שוק ההון סקר בקרב המוסדות במרץ-מאי 2022.⁷ הסקר נערך על רקע ירידות משמעותיות בשוקי ההון בעולם, ובמיוחד במניות הטכנולוגיה. בזמנים כאלה, ניתן לצפות לירידה בביקוש לנכסים עם תשואה וסיכון גבוהים, ולכן חשוב להבין כיצד רואים המוסדות את התפתחות ההשקעות העתידיות שלהם בטכנולוגיה.

בסקר נתבקשו המוסדות לדווח על התוכניות שלהם לגבי השקעות בטכנולוגיה בשלוש השנים הבאות.

⁶ תרשימים 2א ו-2ב מציגים ירידה משמעותית בהחזקות בטכנולוגיה בקרב המוסדות הגדולים ברבעון האחרון של 2021. זהו נתון מפתיע בהתחשב בכך שהשוקים היו עדיין במגמת עלייה בתקופה זו. בדיקה העלתה כי חלק ניכר מהירידה נובעת מההחלטה של אחד המוסדות הגדולים להוריד בצורה דרמטית את חשיפתו לטכנולוגיה במדינה אחת.

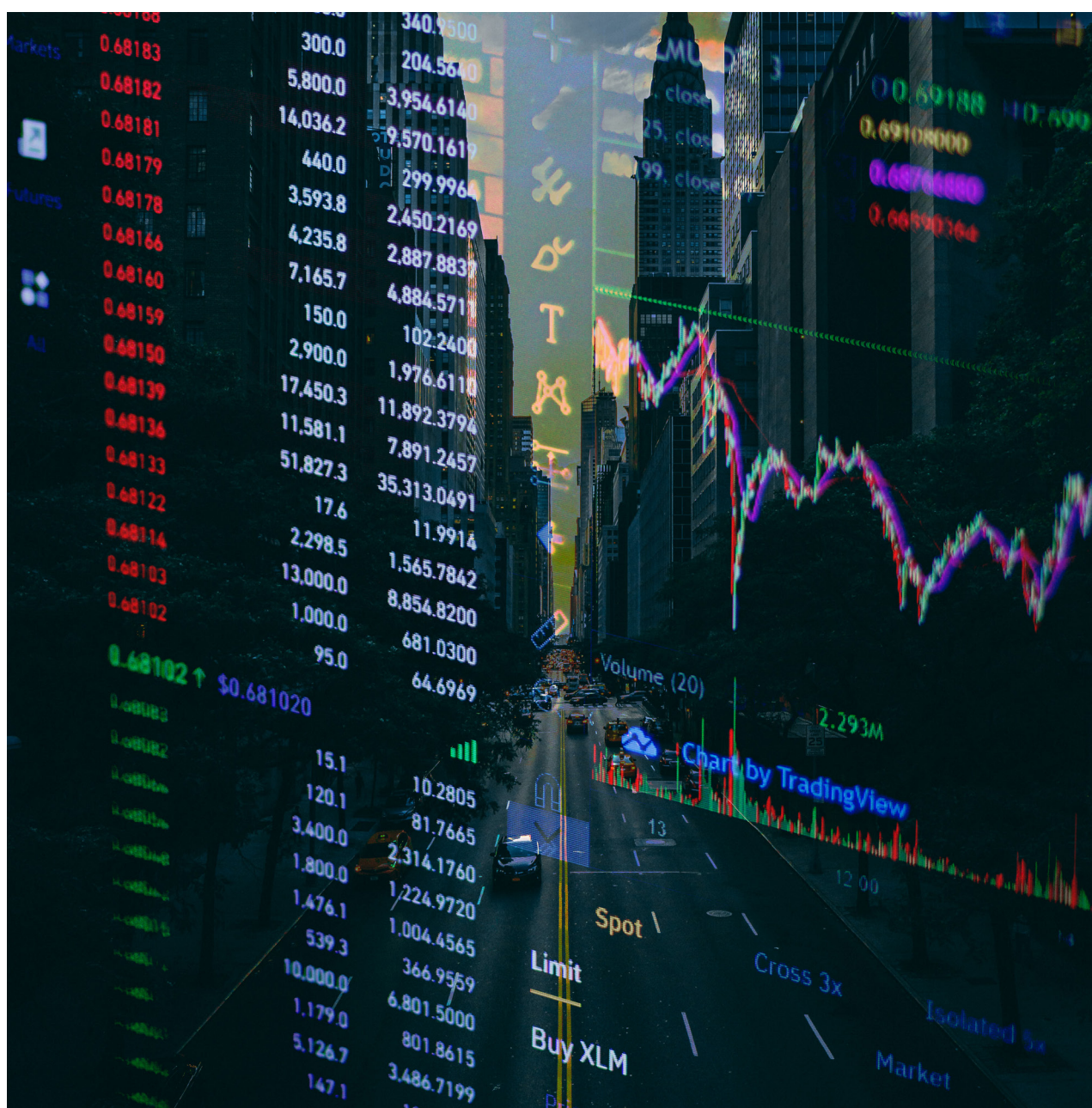
⁷ בסקר השתתפו 55 מוסדות – 9 גדולים (המוסדות שנשארו עצמאיים ב-2022) ו-46 מוסדות קטנים. חברות הביטוח אשר מנהלות את הנוסטרו בנוסף לכספי העמיתים, ענו פעמיים, מכיוון שהחשבונות הללו מנוהלים בצורה עצמאית ונפרדת. כך שבדו"ח זה אנו מציגים את תשובותיהם של 14 מוסדות גדולים ו-50 מוסדות קטנים.

התוצאות בתרשים 3 מוצגות בנפרד למוסדות גדולים וקטנים. כ-60% מהמשיבים מתכוונים להעלות או להעלות במידה משמעותית את שיעור השקעותיהם בטכנולוגיה. רק 6% מהמוסדות הגדולים ו-2% מהמוסדות הקטנים מתכננים להקטין את ההחזקות שלהם בטכנולוגיה, ואף לא אחד מהם מצפה להקטין אותן משמעותית. כשליש מן המוסדות מתכננים להשאיר את ההחזקות ברמת שיעורן הנוכחית בתיק. נראה כי ההתייחסות להשקעות טכנולוגיה נותרה חיובית. ניתן לשער שהמוסדות פחות אופטימיים מאשר ב-2021, אך לא זיהינו פסימיות ביחס לסקטור הטכנולוגי.



סיכום

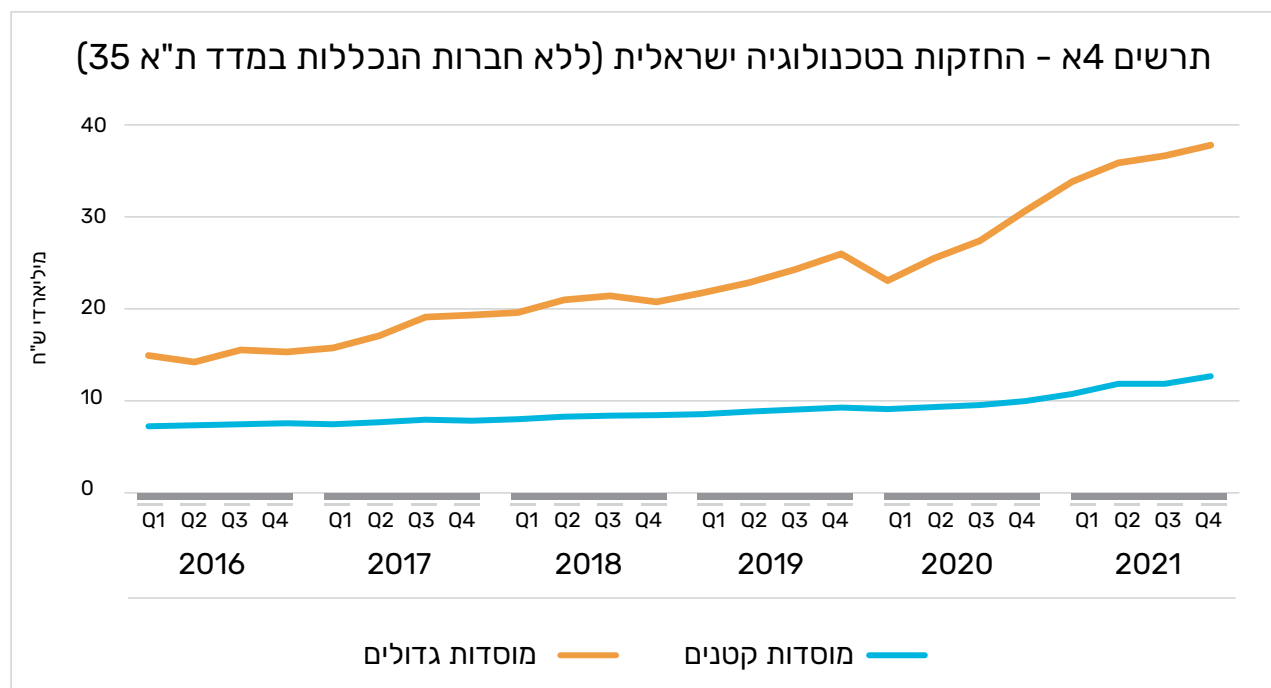
הצמיחה בנכסים המנוהלים של המשקיעים המוסדיים בישראל, המלווה בעלייה בשיעור המניות ובשינוי המדיניות של המוסדות כלפי סקטור הטכנולוגיה, הביאה לגידול דרמטי בהשקעות בטכנולוגיה מאז 2016, באופן אבסולוטי וגם ביחס לתיק כולו. המוסדות מדווחים על המשך המגמה הזאת גם בשלוש השנים הבאות, ורובם אף מתכוונים להגדיל את ההחזקות – זאת למרות הירידות בשוקי המניות בזמן עריכת הסקר. מכאן שההשקעות בטכנולוגיה הפכו עבור המוסדות לאפיק השקעה קבוע ולא מהווים אופנה חולפת. שינוי זה מלווה בפיתוח מיומנות, ניסיון ומוניטין של המוסדות, אשר ישפרו את היכולות שלהם להשקיע בחברות ובקרנות בעתיד.



פרק 2. החזקות במניות של חברות טכנולוגיה ישראליות

השקעות בחברות טכנולוגיה זרות תורמות לפיזור תיק ההשקעות של החוסך הישראלי, אך למוסדות הישראליים אין יתרון יחסי בהשקעה בחברות אלו. לעומת זאת, השקעות בחברות ישראליות מקנות למוסדות הישראליים יתרון ביתי משמעותי במידע ובנגישות לעסקאות. כמו כן, להשקעות בחברות ישראליות ישנה חשיבות מיוחדת עבור המשק הישראלי.⁸ אי לכך, מתבקש בהן מיקוד מיוחד בדו"ח זה.

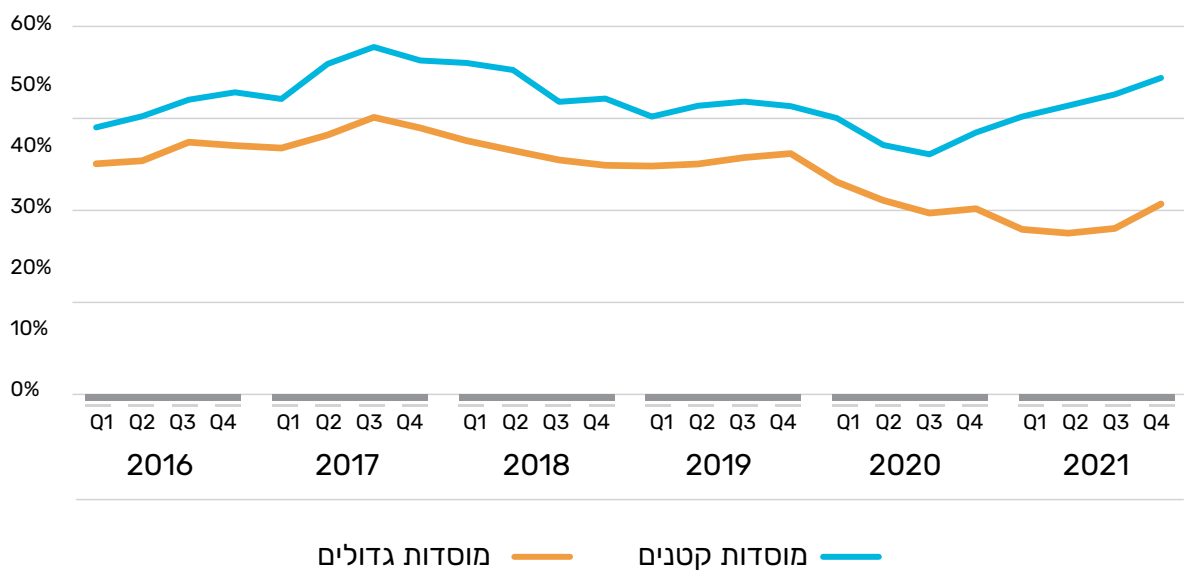
תרשים 4א מציג את הצמיחה של החזקות מוכוונות טכנולוגיה ישראלית (ללא מניות הכלולות במדד ת"א 35),⁹ בשלוש הקטגוריות: חברות ציבוריות, חברות פרטיות וקרנות. מוסדות קטנים הגדילו את החזקותיהם בשיעור דומה לסך החזקותיהם בטכנולוגיה – פי חמישה מאז 2016. לעומת זאת, מוסדות גדולים התמקדו בחברות טכנולוגיה זרות, כך שההחזקות שלהם בישראל גדלו רק פי ארבעה. אין לנו דרך לקבוע האם הדבר נובע מהחלטות השקעה, או מכך שההחזקות הזרות שלהם נהנו מתשואות גבוהות יותר מאלו של ההחזקות שלהם בישראל. תרשים 4ב אכן מראה כי שיעור ההחזקות הישראליות של המוסדות הקטנים מתוך סך ההחזקות בטכנולוגיה נשאר כמעט קבוע, אך במוסדות הגדולים חלקן היחסי קטן.



⁸ חברה ישראלית מוגדרת לפי הפעילות בישראל (לפי השייך ב-START UP NATION FINDER) ולא לפי מקום הרישום של החברה או הבורסה בה היא נסחרת.

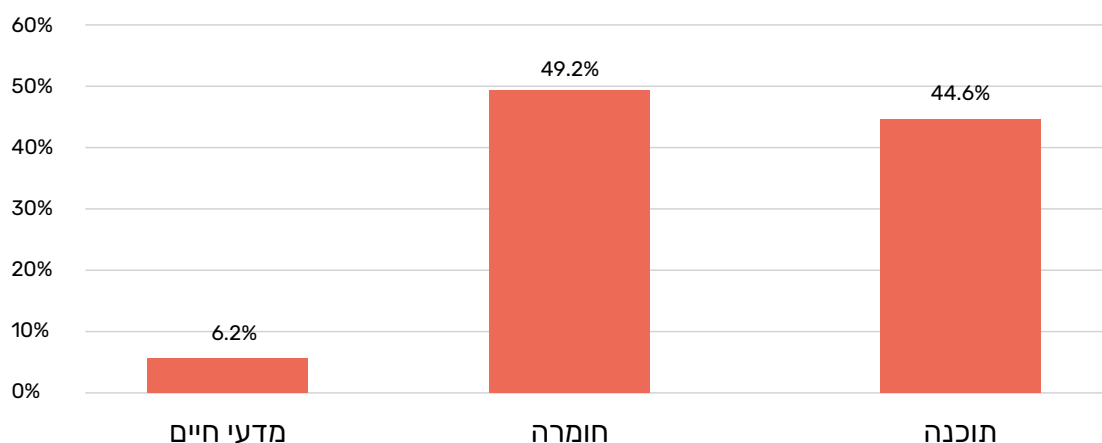
⁹ בדומה לעולם, גם למוסדות ישראלים ישנם מדדי ייחוס עבור נכסיהם הסחירים. אחד המדדים העיקריים בישראל הוא מדד ת"א 35, אשר מורכב ממניות החברות הגדולות ביותר בבורסת תל אביב, ובהן גם חברות טכנולוגיה. מוסדות נוהגים לעקוב אחרי המדד על ידי קניית מניות ישראליות באופן ישיר בבורסה, בעוד שבח"ל ההעדפה לרוב היא לקנות מדדים באמצעות תעודות סל או קרנות מחקות. המטרה שלנו בדו"ח היא ללמוד על החלטות השקעה מוכוונות-טכנולוגיה, ולא ברכישות מניות טכנולוגיה על מנת לעקוב אחרי מדד ייחוס. לכן, בדו"ח אנו לא מתייחסים להחזקות ישירות במניות הכלולות במדד ת"א 35 כהחזקות בטכנולוגיה.

תרשים 4ב - שיעור ההחזקות בטכנולוגיה ישראלית מתוך סך ההחזקות בטכנולוגיה



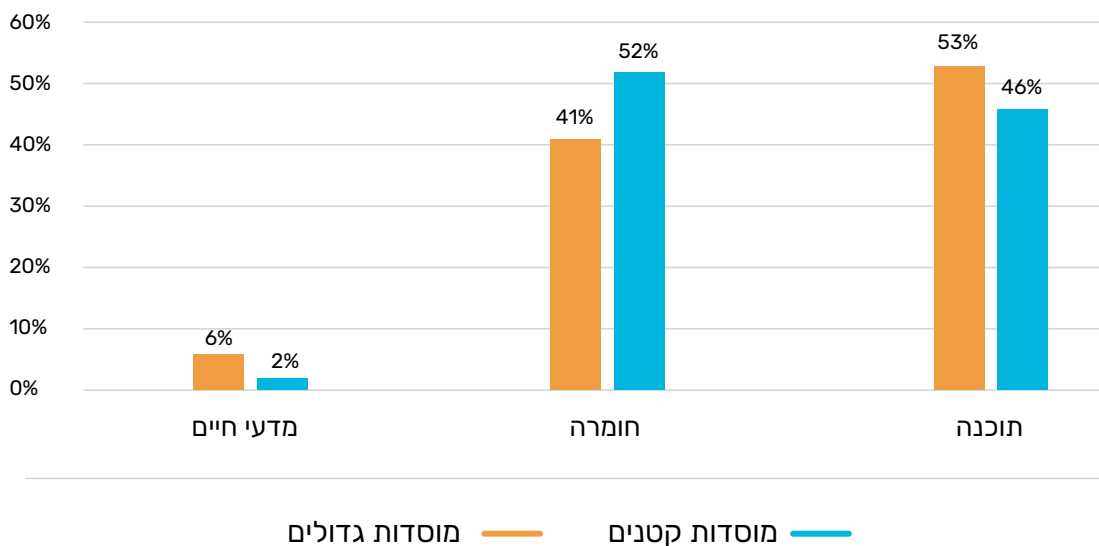
רשות שוק ההון ערכה סקר בו נשאלו המוסדות על חלוקת התיק הטכנולוגי שלהם נכון לדצמבר 2021 בין שלושה תחומים טכנולוגיים: תוכנה, חומרה, ומדעי החיים. תרשים 5א מראה שהמוסדות הגדולים והקטנים השיבו בצורה דומה: לחומרה ולתוכנה נתח דומה בתיק, וביחד הן מהוות כ-95% ממנו. החזקות במדעי החיים מהוות כעשירית מכל אחד משני התחומים האחרים. ייתכן שהדבר מושפע מהצלחתן של חברות ישראליות בתחומי החומרה והתוכנה אשר הביאה בעקבותיה השקעות אדירות ב-2021. תחום מדעי החיים טרם הציג הצלחות דומות.

תרשים 5א - החזקות בטכנולוגיה ישראלית בחלוקה לפי תחומים



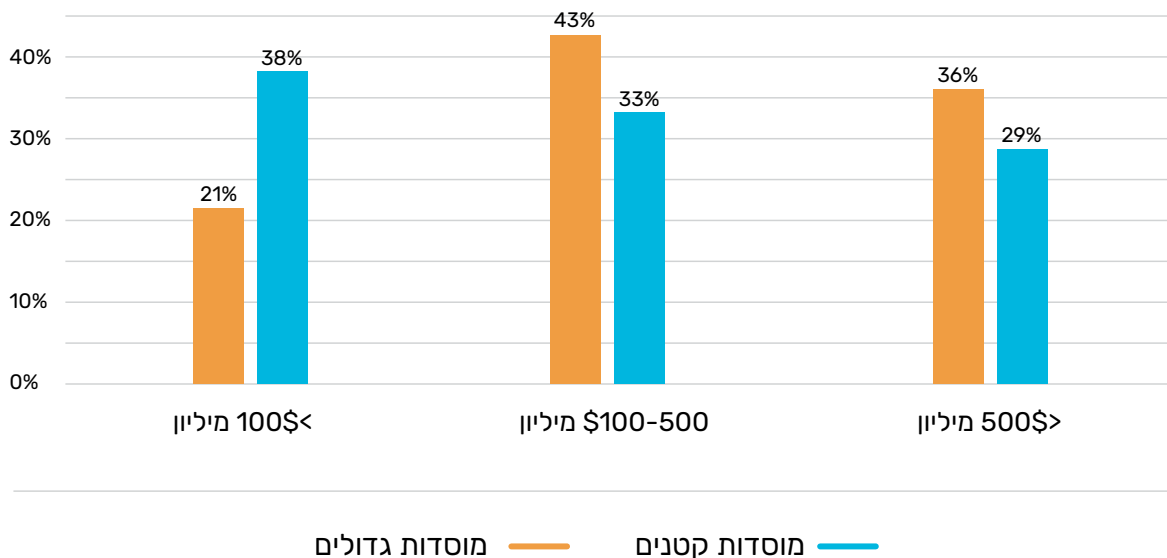
תמונה דומה מצטיירת גם מתגובות המשיבים באשר לאטרקטיביות ההשקעות העתידיות, לפי תחומי טכנולוגיה, המוצגות בתרשים 5. מוסדות קטנים אף פחות אופטימיים לגבי עתיד השקעותיהם במדעי החיים אך יותר אופטימיים לגבי השקעותיהם בחומרה. רמת האופטימיות של מוסדות גדולים באשר למדעי החיים נותרה יציבה, לצד גידול במצופה מחברות התוכנה.

תרשים 5 - תחומי ההשקעה הטכנולוגיים הצפויים להיות המבטיחים ביותר

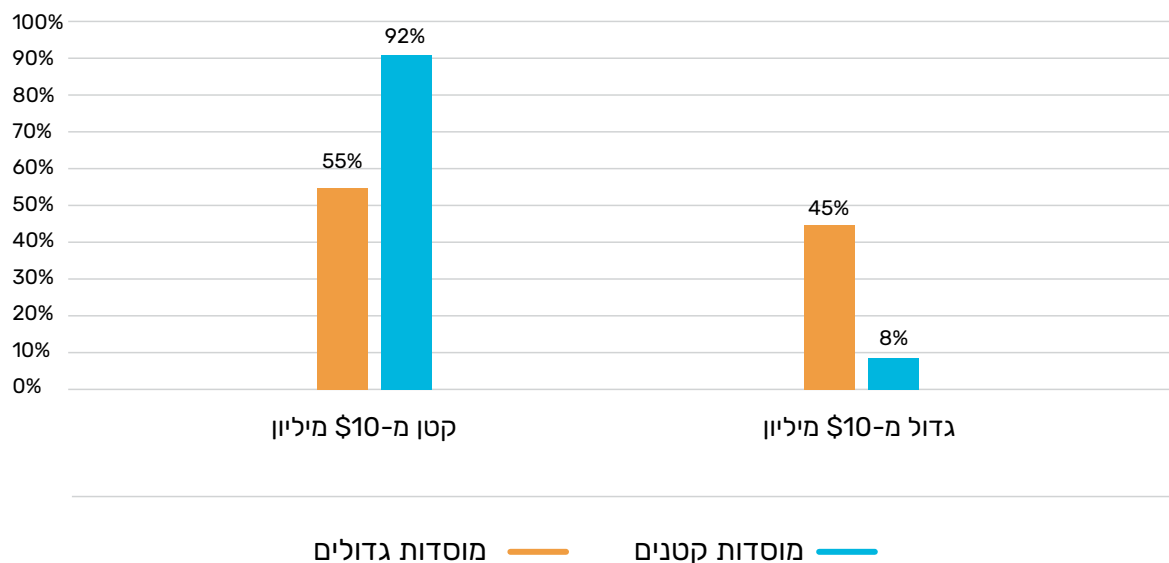


תרשימים 6א ו6ב מציגים את התפלגות ההחזקות הישירות בחברות טכנולוגיה ישראליות (ציבוריות ופרטיות) על-ידי מוסדות ישראליים, לפי גודל החברה וגודל ההשקעה, נכון לדצמבר 2021. למוסדות גדולים יש צורך להשקיע סכומי עתק, אי לכך, באופן לא מפתיע, הם פחות מתעניינים בחברות קטנות ובסבבי השקעה קטנים. עם זאת, נראה שכל המוסדות משקיעים במגוון רחב של חברות ישראליות באופן ישיר (נרחיב על כך בהמשך הדו"ח). במוסדות קטנים נדיר לראות השקעות בסכום גבוה מ-10 מיליון דולר, אשר שכיחות יחסית במוסדות גדולים (8% מול 45%).

תרשים 6א - תמהיל ההשקעות בטכנולוגיה לפי גודל החברה



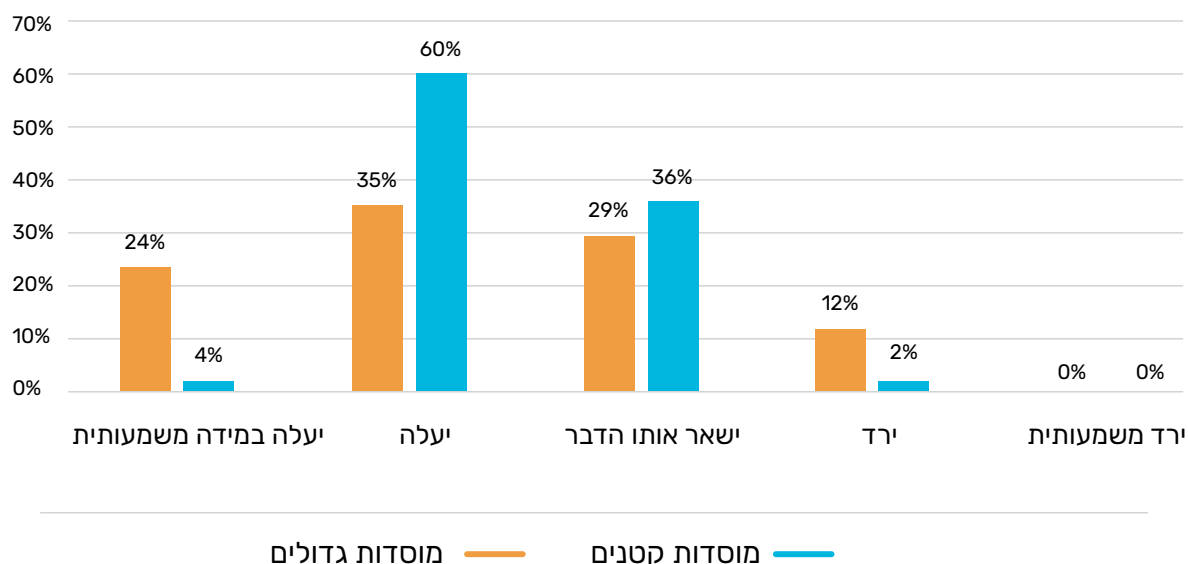
תרשים 6ב - תמהיל ההשקעות בטכנולוגיה לפי גודל ההשקעה



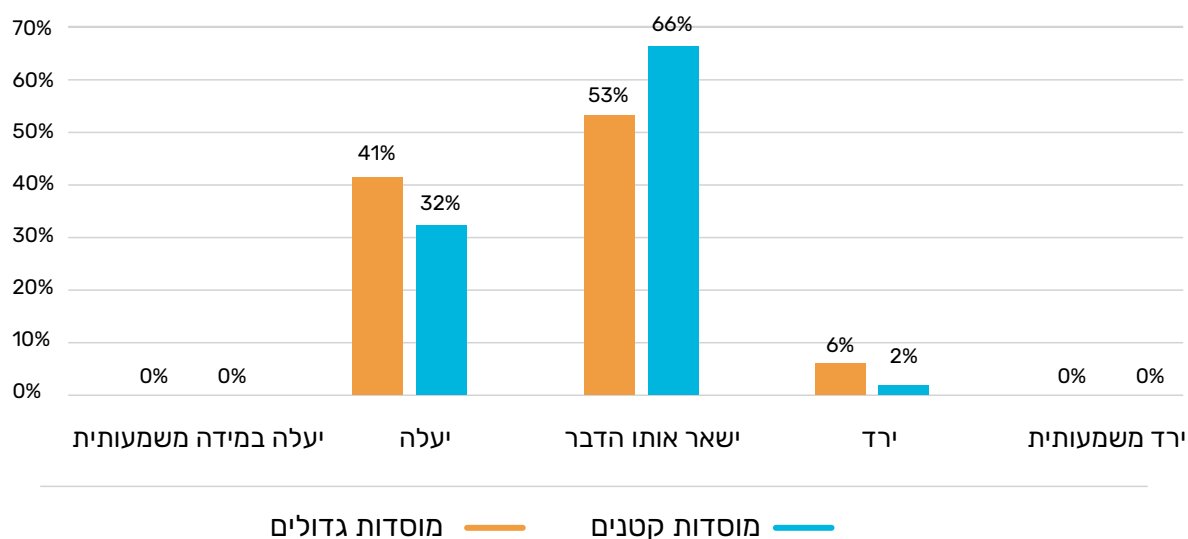
בדומה לתשובותיהם בפרק הקודם, המוסדות צופים עלייה בהשקעות בחברות טכנולוגיה ישראליות בשלוש השנים הבאות. תרשים 7א מראה ש-59% עד 62% מהמוסדות מתכוונים להעלות או להעלות משמעותית את ההשקעותיהם בטכנולוגיה ישראלית. לעומת זאת, כ-12% מהמוסדות הגדולים מתכוונים להוריד את ההשקעותיהם בטכנולוגיות ישראליות, שיעור גדול ביחס לצפי ההשקעות שלהם בטכנולוגיה ככלל. ועדיין, אין למוסדות כוונה להוריד את ההשקעות בצורה משמעותית, ושוב נראה כי כשליש מהמוסדות הקטנים והגדולים מתכוונים לשמור על רמתן הנוכחית של ההשקעות בטכנולוגיה ישראלית, כשיעורן מסך התיק.

בהינתן חשיבותם הרבה של סטארט-אפים בסקטור הטכנולוגיה בישראל, נשאלו המוסדות גם על תחזית ההשקעותיהם בחברות קטנות. תרשים 7ב מראה בבירור את ההעדפה של מוסדות גדולים כקטנים להשקיע בחברות גדולות. למרות שהמוסדות לא מתכוונים להקטין דרמטית את ההשקעותיהם בחברות קטנות, הרי שהם גם לא מתכוונים להגדיל אותן באופן משמעותי. על פי הסקר רוב מוחלט של המוסדות דיווחו שהם לא ישנו או יגדילו את ההשקעה שלהם בחברות הזנק - ללא הבדל משמעותי בין מוסדות קטנים ומוסדות גדולים.

תרשים 7א - צפי לשינוי בהשקעות בחברות טכנולוגיה ישראליות

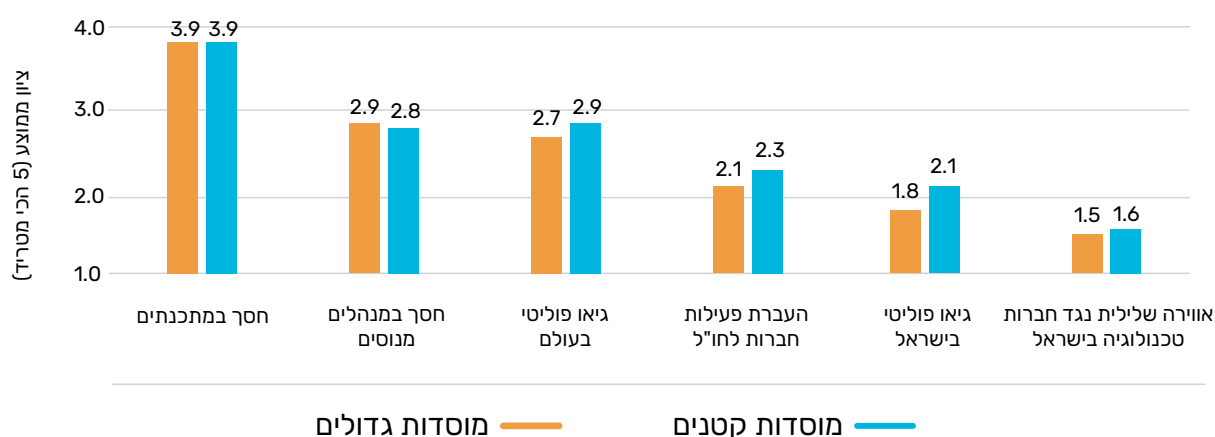


תרשים 7ב - צפי לשינוי בהשקעות בחברות טכנו- לוגיה ישראליות בשלבי הקמה מוקדמים



הסקר כלל בין השאר שאלה לגבי גורמי הסיכון הניצבים, להערכת המוסדות, בפני חברות טכנולוגיה ישראליות כיום. תחילה, התבקשו המשיבים לדרג כל אחד מששת גורמי הסיכון שהוצגו לפי חשיבותו מ-1 (הכי פחות מטרד), ל-5 (הכי מטרד). תרשים 8 מציג את רמת הדאגה הממוצעת של המוסדות ביחס לששת גורמי הסיכון שהוצגו. שלא באופן מפתיע, מחסור במתכנתים כרוך בחששות הרבים ביותר, ואחריו מחסור במנהלים טובים והמצב הגאו-פוליטי בעולם. המצב הגאו-פוליטי של ישראל, הנרטיב השלילי כלפי סקטור הטכנולוגיה בתקשורת הישראלית, והמעבר של חברות ישראליות לחו"ל מעוררים דאגה פחותה בהרבה. הסקר גם אפשר למשיבים להציע גורמי סיכון משלהם. בין התשובות השכיחות שהתקבלו היו אינפלציה ושערי ריבית עולים, וכן הירידה המשמעותית במחירי המניות של חברות ציבוריות אשר תקשה עליהן לגייס הון.

תרשים 8 - גורמי הסיכון המטרידים ביותר את הגופים המוסדיים בהשקעותיהם בסקטור ההיי-טק



לעיתים נשמעות טענות שמוסדות ממעטים להשקיע בחברות פרטיות ובקרנות, עקב חוסר נזילות. לאחר שהבורסה בת"א פיתחה פלטפורמת מסחר, TASE UP, המאפשרת למוסדות לסחור בהשקעות לא סחירות ביניהם - רצינו לאמוד את מידת השימוש בה. רק 12% מהמוסדות, גדולים כקטנים, דיווחו על שימוש ב-TASE UP. עובדה זאת מעידה על הקושי האובייקטיבי לסחור במניות של חברות פרטיות בשוק משני, ולא על כך כי בעיית הנזילות אינה כה אקוטית עבור המוסדות.

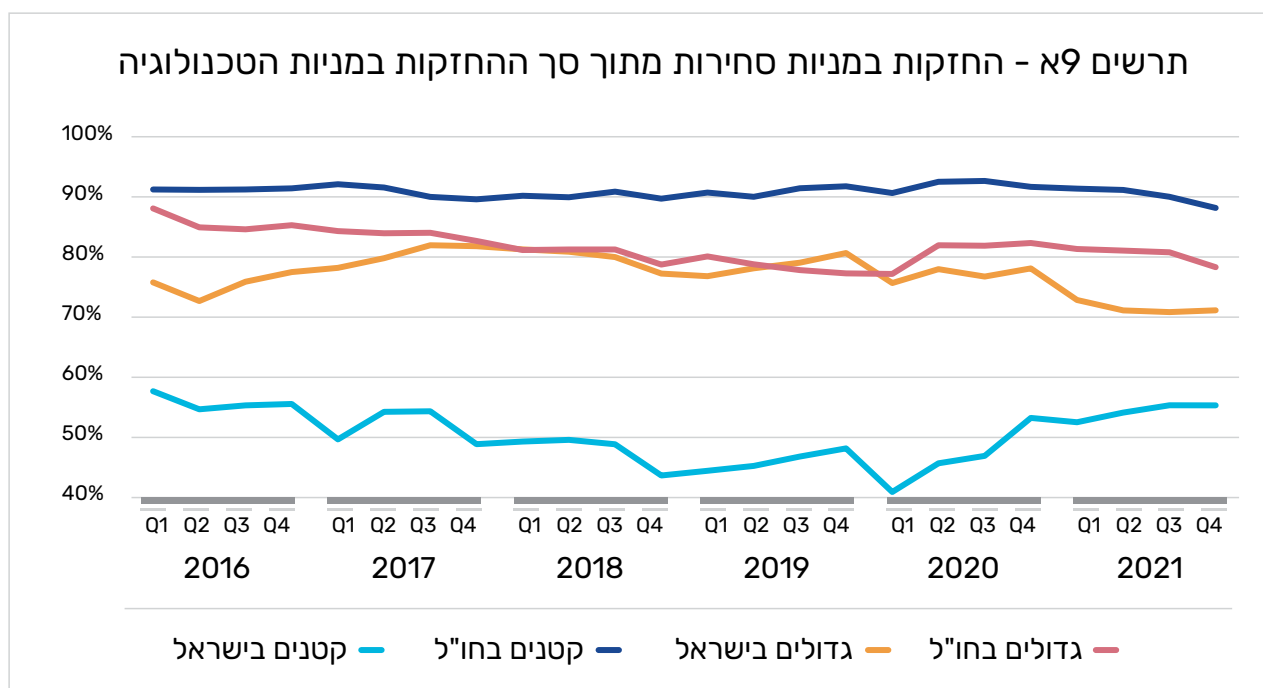
סיכום

הצמיחה בהשקעות בטכנולוגיה לוותה בעלייה דומה בהחזקות של המוסדות הקטנים בטכנולוגיה ישראלית, אך המוסדות הגדולים התמקדו יותר בהשקעות זרות. המוסדות לא מצפים לשינוי במגמה זו בשלוש השנים הקרובות, וזאת למרות הירידה הדרמטית בשווי של חלק מהמניות הישראליות שהונפקו ב-2021. אלה חדשות טובות לחוסכים הישראלים, אשר כספם התחיל ליהנות מחשיפה לסקטור הדינמי והצומח ביותר בכלכלה הישראלית. אלה גם חדשות טובות לסקטור הטכנולוגיה, אשר מקבל היצע צומח ויציב של השקעות מההון המקומי. מסקנה נוספת היא שבעוד כי רוב המשקיעים שואפים להיות חלק מסיפורי ההצלחה של חברות הטכנולוגיה הגדולות, רק חלק קטן מהם אופטימיים באשר להשקעה בחברות הטכנולוגיה הצעירות. הדבר מעורר דאגה על רקע הדו"ח של רשות החדשנות ו-SNPI המציג ירידה במספר הסטארט-אפים בשש השנים האחרונות. מומלץ לממשלת ישראל לעקוב אחר מגמות אלו ולשקול עידוד הקמת סטארט-אפים טובים בהיקפים משמעותיים יותר. פתרון ממוקד דמוי מסלול 43, עם השינויים הנדרשים, עשוי להוות מענה יעיל.



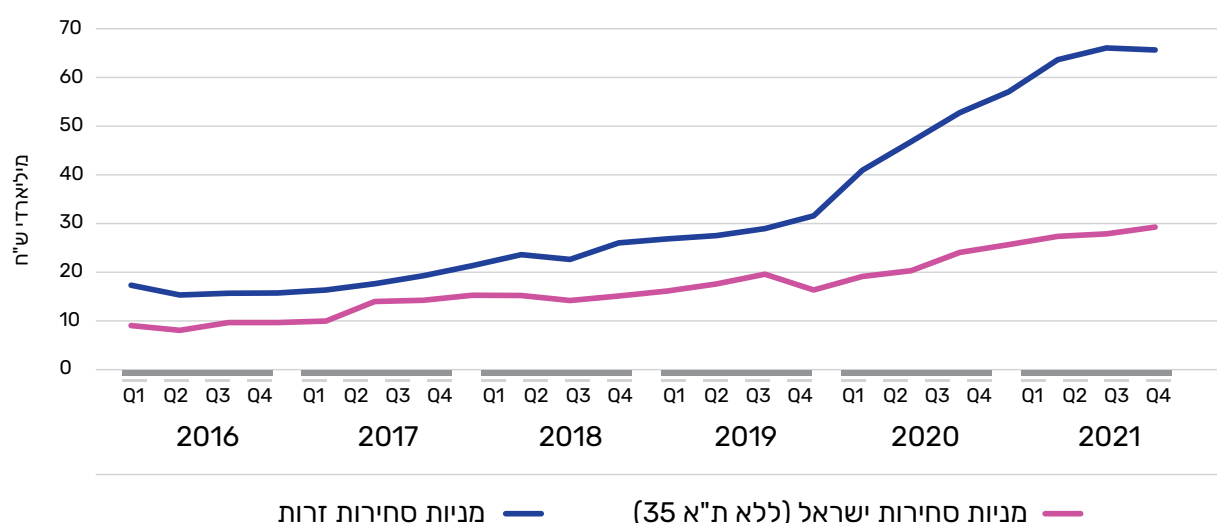
פרק 3. החזקות במניות סחירות של חברות טכנולוגיה

השקעות במניות של חברות ציבוריות הנסחרות בישראל ובעולם דורשות דיון נפרד מכיוון שעבורן קיימים נתונים יומיים זמינים. תרשים 9א מציג את שיעור ההחזקות במניות סחירות של חברות טכנולוגיה (ללא מניות במדד ת"א 35) בחלוקה למוסדות גדולים ולמוסדות קטנים: מניות סחירות זרות כשיעור מסך כל ההחזקות בטכנולוגיה מחוץ לישראל, ומניות ישראליות סחירות כשיעור מסך כל ההחזקות הטכנולוגיות בישראל (סחירות ולא סחירות).¹⁰ שיעור ההחזקות של המוסדות הקטנים במניות זרות סחירות נשאר יציב לאורך זמן, ברמה של כ-90% מהתיק הזה. יש להניח שגודל המוסדות הללו לא מאפשר להם גישה לקרנות או להשקעות בחברות פרטיות בחו"ל. לעומת זאת, החזקותיהם במניות סחירות בישראל ירדו מ-60% עד ל-40% ועלו שוב מאז. הדבר מצביע על פעילות אקטיבית של המוסדות הקטנים בהשקעות הלא-סחירות בישראל. המוסדות הגדולים הפחיתו במידה מסוימת את ההשקעות בחו"ל מ-90% ל-80% במניות סחירות. כפי שנראה בהמשך, העלייה המקבילה בהשקעות בקרנות זרות יכולה להצביע על שיפור ביכולות ההשקעה ובנגישות לקרנות טובות. החזקותיהם הסחירות בישראל עלו במידת מה, ובהמשך ירדו לרמה המקורית של כ-70%. לשם המחשה, תרשים 9ב מציג את התפתחותם של סך ההחזקות במניות סחירות בארץ ובחו"ל, על ידי כלל המוסדות.



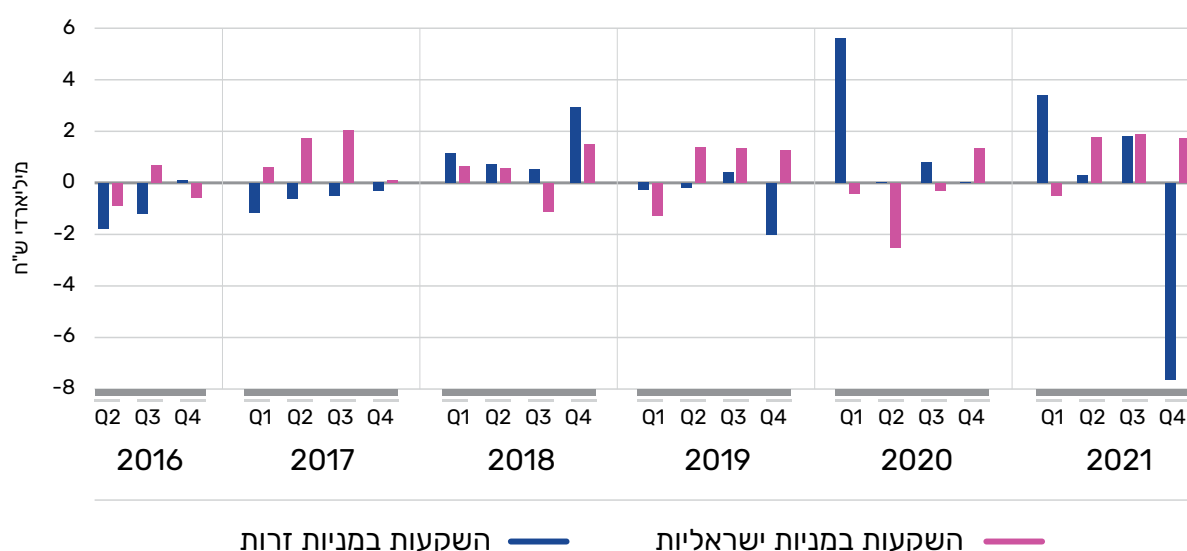
¹⁰ לצורך הניתוח בפרק זה, אנחנו משמיטים את ההחזקות וההשקעות של משקיע מוסדי אחד אשר שינה בצורה דרמטית את החזקותיו במניות סחירות בחו"ל ב-2020 וב-2021. הכללתו בניתוח מייצרת תמונה מעוותת.

תרשים 9ב - החזקות במניות טכנולוגיה סחירות - ישראליות וזרות



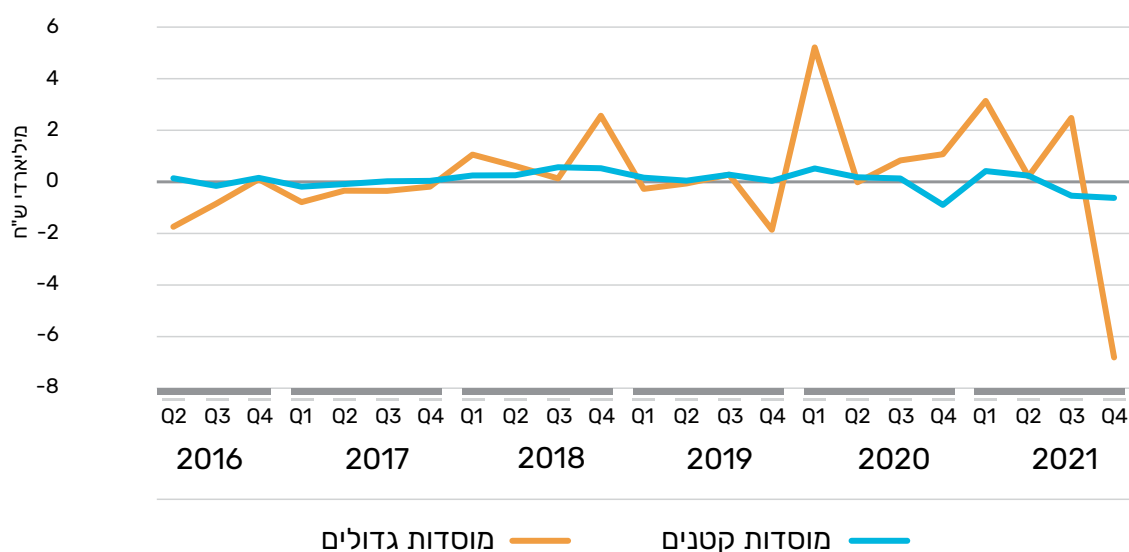
זמינות נתוני מחירי מניות סחירות, מאפשרת לנו לאמוד את החלטות ההשקעה של המוסדות באפיק זה. צמיחת ההחזקות במשך הרבעון מוסברת באמצעות שני גורמים בלבד: התשואה על הנכסים שהוחזקו בתחילת הרבעון, והחלטות רכישה או מכירה של מניות סחירות על-ידי מנהלי ההשקעות במהלך הרבעון. במילים אחרות, אנו יכולים לאמוד את החלטות ההשקעה נטו, אם נחסיר מהחזקות בסוף הרבעון את ההחזקות בתחילת הרבעון המוכפלים בתשואה הגולמית עליהן. אנחנו מעריכים כי התשואה על תיק הנכסים הסחיר במהלך הרבעון דומה לתשואה של המדד הרלוונטי. עבור מניות טכנולוגיה ישראליות אנו משתמשים במדד BLUETECH, ועבור מניות זרות במדד NASDAQ 100.¹¹ האומדן של ההשקעות נטו (קניות פחות מכירות) מוצג בתרשים 9ג לכלל המוסדות. לא זיהינו התנהגות שיטתית, אך בולטים הגידול בהשקעות ברבעון הראשון של 2020, והירידה ברבעון האחרון של 2021.

תרשים 9ג - השקעות נטו במניות סחירות

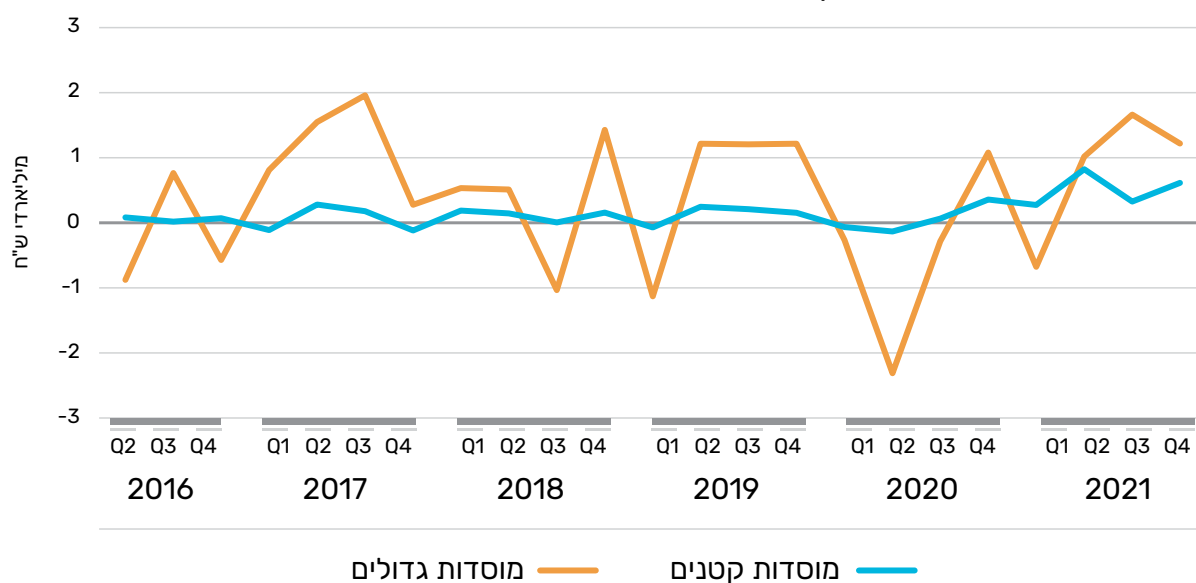


¹¹ סביר להניח שלתיק השקעות טכנולוגיה גדול ומפוזר תהיה ביטא קרובה ל-1.

תרשים 9ד - השקעות נטו במניות טכנולוגיה סחירות זרות



תרשים 9ה - השקעות נטו במניות טכנולוגיה סחירות ישראליות



תרשימים 9ד ו 9ה מציגים השוואות בין החלטות השקעה של קבוצת המוסדות הגדולים לקבוצת המוסדות הקטנים – עבור השקעות זרות וישראליות, בהתאמה. נראה שקיים מתאם בהחלטות ההשקעה, אך קיימת גם עצמאות רבה בהחלטות אלו. טבלה 2 מציגה את מקדמי המתאם בין החלטות ההשקעה של המוסדות הגדולים והמוסדות הקטנים. חשוב לציין שאלו המתאמים בין ההחלטות האגרסיביות של הקבוצות ולא של מוסדות בודדים. במניות הזרות, מקדם המתאם הינו 0.44 ובישראליות 0.49. אין בידינו מדד ייחוס להשוואת המקדמים הללו. מצד אחד, כלל המוסדות חשופים לאותם הניתוחים על המניות הסחירות ומושפעים מאותן הטיית התנהגותיות – אלו מבטיחים מתאם גבוה. ולצד זאת, לכל אחד מהמוסדות ישנם תזרים, מדיניות השקעה ומגבלות ייחודיות – אשר מייצרים שונות בהחלטות. לפיכך, המקדמים הנצפים לא מעלים אצלנו תהיות מיוחדות.

טבלה 2: מקדמי המתאם עבור רמת השקעה בין סוגי מוסדות וסוג השקעה

מוסדות גדולים - השקעות זרות	מוסדות גדולים - השקעות ישראליות	
מוסדות קטנים - השקעות זרות	0.44	X
מוסדות קטנים - השקעות ישראליות	X	0.49

סיכום

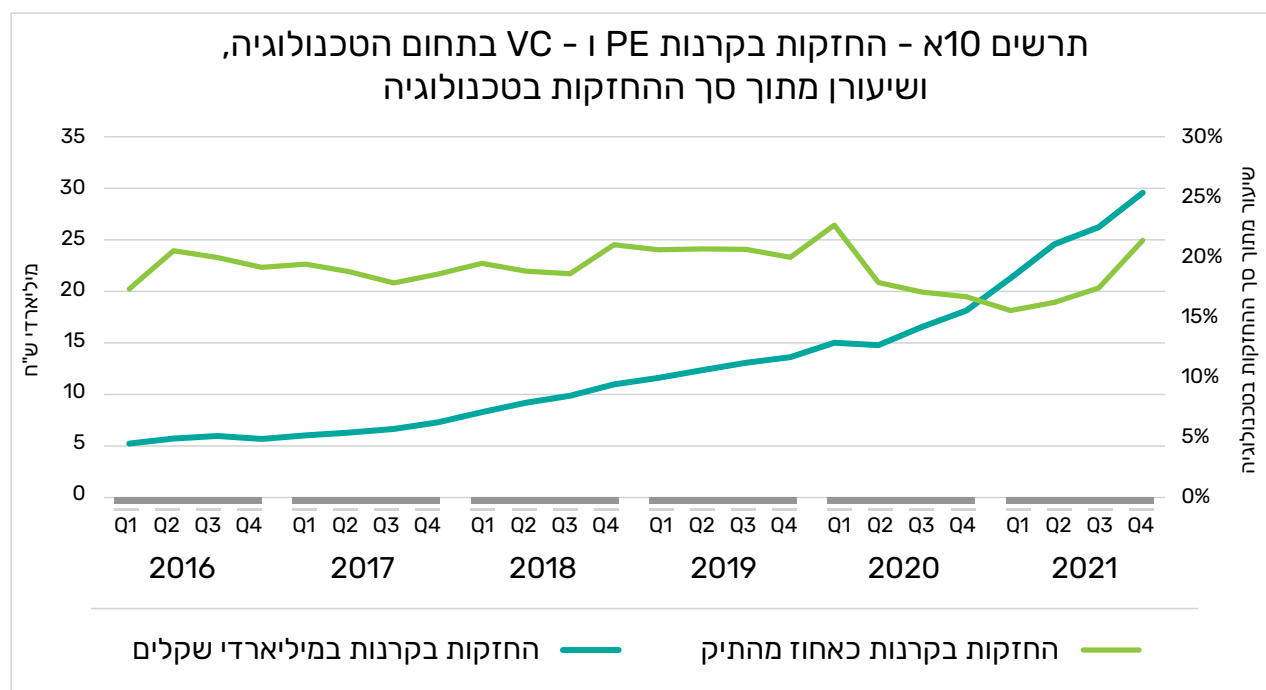
שיעור ההחזקות במניות סחירות בחו"ל ובישראל נותר יחסית קבוע עבור מוסדות קטנים, וירד במקצת עבור מוסדות גדולים. הנתונים מראים שמוסדות קטנים משקיעים בחו"ל בעיקר במניות סחירות, אך בישראל הם מחזיקים שיעור ניכר מנכסיהם בקרנות ובחברות פרטיות. זמינות נתונים על מחירי מניות סחירות מאפשרת להעריך את החלטות ההשקעה נטו של הקבוצות השונות בכל רבעון. התוצאות לא מצביעות על מגמות ברורות, אולי כפועל יוצא של התגודתיות בשווקים במשך תקופת הקורונה. ככלל, נראה שקיים מתאם סביר בין החלטות ההשקעה של המוסדות הגדולים והקטנים.

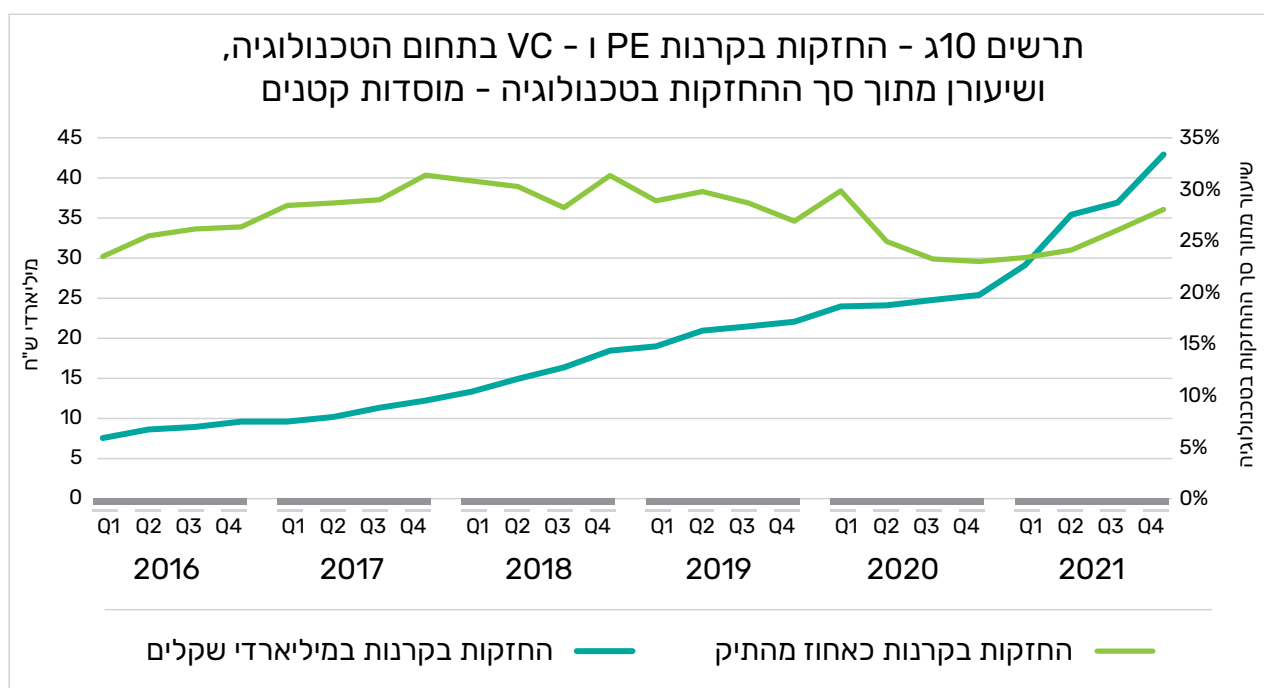
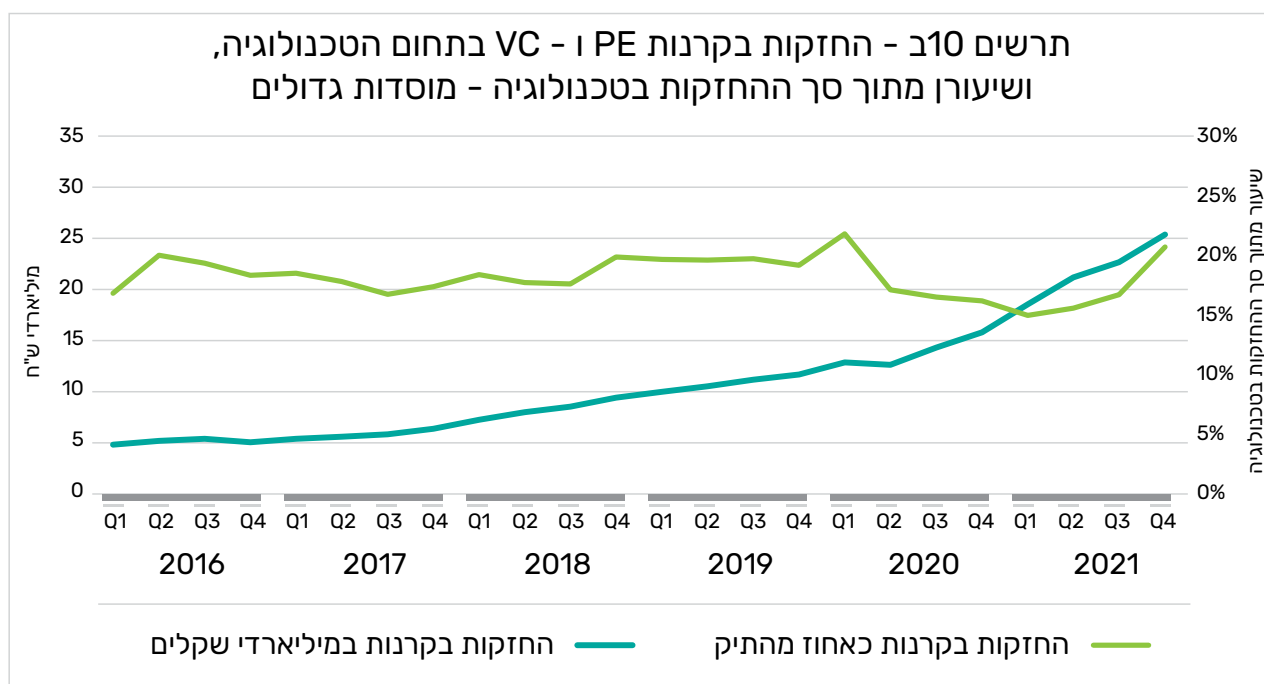


פרק 4. החזקות לא-סחירות בחברות טכנולוגיה

ניתן להשקיע בקלות יחסית במניות סחירות בבורסות בהתבסס על ניתוחים רבים המתפרסמים עליהן. עם זאת ההשקעה במכשירים לא סחירים - מניות בחברות פרטיות או קרנות - מצריכה מיומנות גבוהה בשל המיעוט היחסי של הנתונים הזמינים והניתוחים על החברות הללו. ההשקעה בהן דורשת נגישות לעסקאות פרטיות איכותיות ולמנהלי קרנות איכותיים אשר גם מוכנים לגייס הון מהגוף המוסדי. מומחיות היא תנאי הכרחי, אך דרושים גם ניסיון, מוטיבציה ותיק גדול דיו על מנת למשוך קרנות טובות.

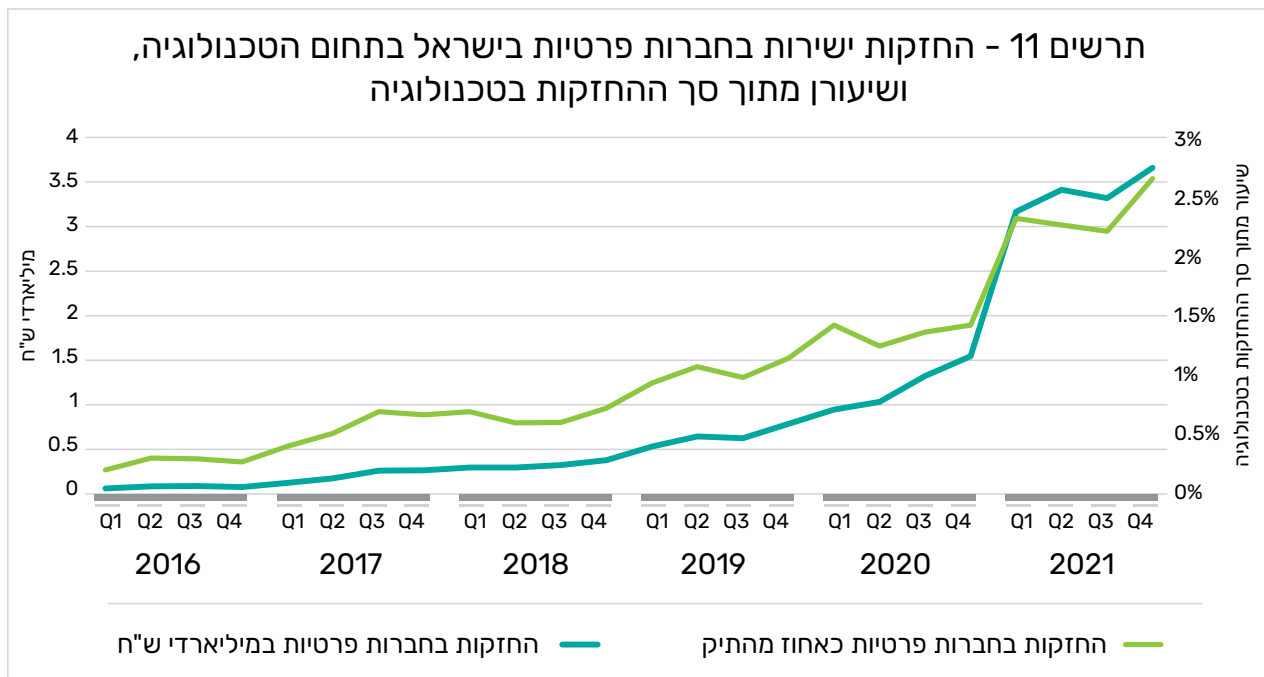
תחילה נציג את ההחזקות בקרנות הון סיכון (VC) וקרנות השקעה פרטיות (PE) זרות וישראליות המתמחות בטכנולוגיה. תרשים 10א מציג את ההחזקות בקרנות הללו על-ידי כלל המוסדות, במיליארדי שקלים וכאחוז מסך כל ההחזקות בטכנולוגיה. ההחזקות היחסיות נשארות יציבות, 16% - 20%, לאורך כל התקופה, למעט ירידה מסוימת בתחילת 2021 ועלייה חזרה לקראת סוף השנה. החלוקה למוסדות הקטנים והגדולים מוצגת בתרשים 10ב ו10ג. חשוב לציין שהמוסדות הגדולים מחזיקים בקרנות בשיעורים נמוכים מהמוסדות הקטנים: 15% - 20% לעומת 25% - 30%. כפי שהוצג בפרק 2, רוב החזקותיהם של המוסדות הקטנים הן בקרנות ישראליות.





השקעה במניות של חברות פרטיות מצריכה מומחיות וניסיון בביצוע Due Diligence על חברות טכנולוגיה, אך עד לא מזמן, למשקיעים המוסדיים בישראל לא הייתה מומחיות זו. במשך שש השנים האחרונות, חלק מהמוסדות, במיוחד הגדולים שבהם, פיתחו מומחיות זו במקביל להחלטות על הגידול בהשקעה בחברות פרטיות טכנולוגיות. חשוב לציין שההיצע של חברות הטכנולוגיה הישראליות הבוגרות גדל לאורך אותה תקופה, ואפשר השקעות מוסדיות בסכומים גדולים. תרשים 11 מראה גידול יוצא דופן של פי 56 בהחזקות במניות של חברות פרטיות - בחלקו כתוצאה מהחלטות השקעה, ובחלקו כתוצאה מצמיחה בערך החברות בשנים 2020-2021. סכום ההחזקות של המוסדות בחברות פרטיות היה זניח

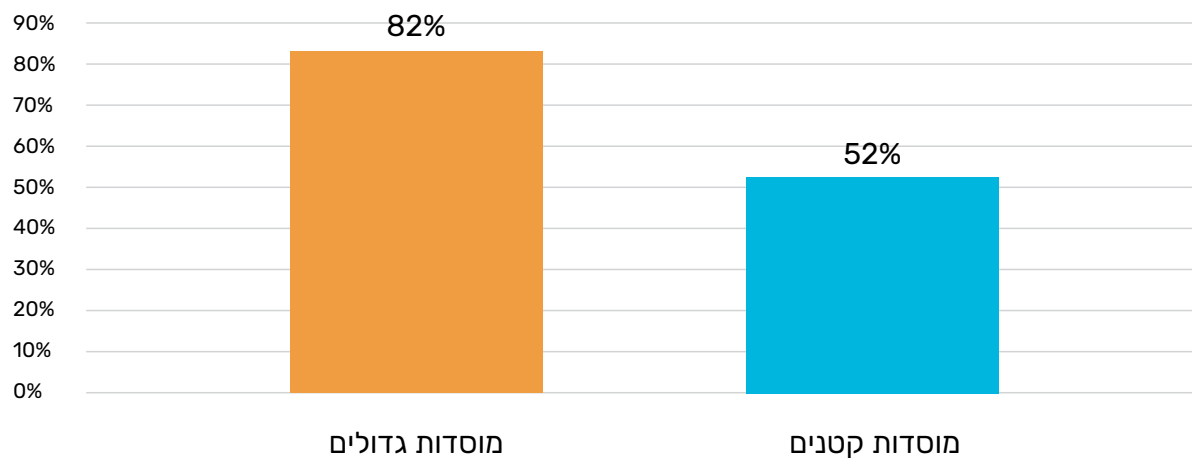
ברבעון הראשון של 2016. הצמיחה המשמעותית החלה ברבעון הראשון של 2019 והגיעה ל-35 מיליארד ש"ח ברבעון האחרון של 2021. אי לכך, שיעור ההחזקות הישירות בחברות פרטיות ישראליות גדל כמעט פי עשרה בשש השנים האחרונות.



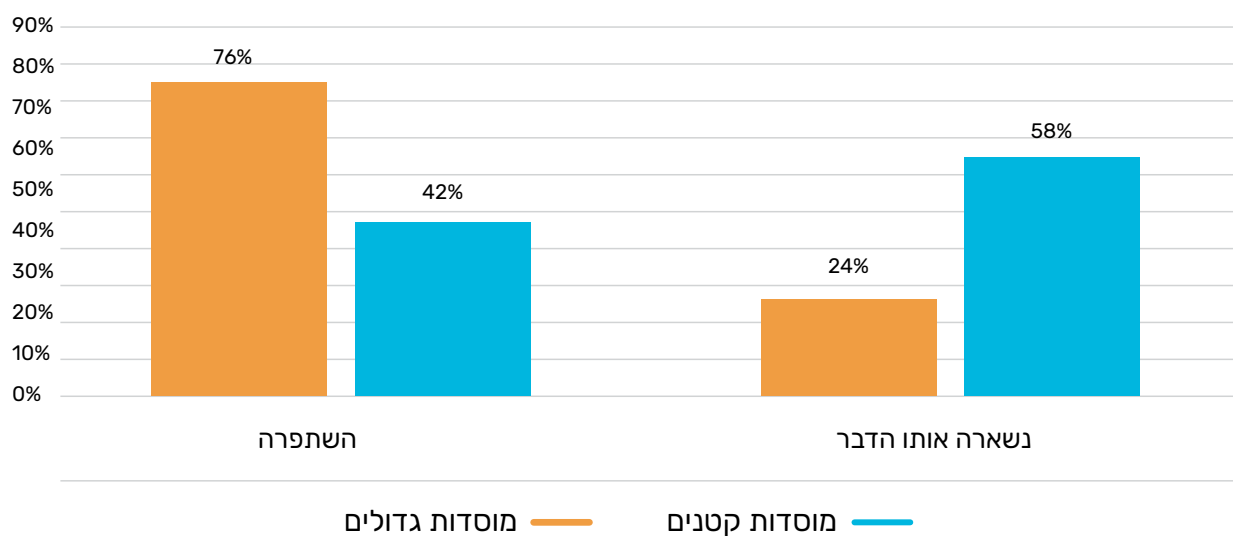
היקף ההחזקות בחברות פרטיות עדיין קטן - בערך 2.5% מסך תיק הטכנולוגיה, אך בהחלט מדובר בהתחלה טובה. ההבדל בין המוסדות הגדולים והמוסדות הקטנים לא משמעותי במיוחד, למעט העובדה שהמוסדות הקטנים כקבוצה לא החזיקו כלל במניות של חברות פרטיות עד הרבעון השלישי 2017 - וכיום חלקם אכן פיתחו מומחיות ומשקיעות בחברות פרטיות.

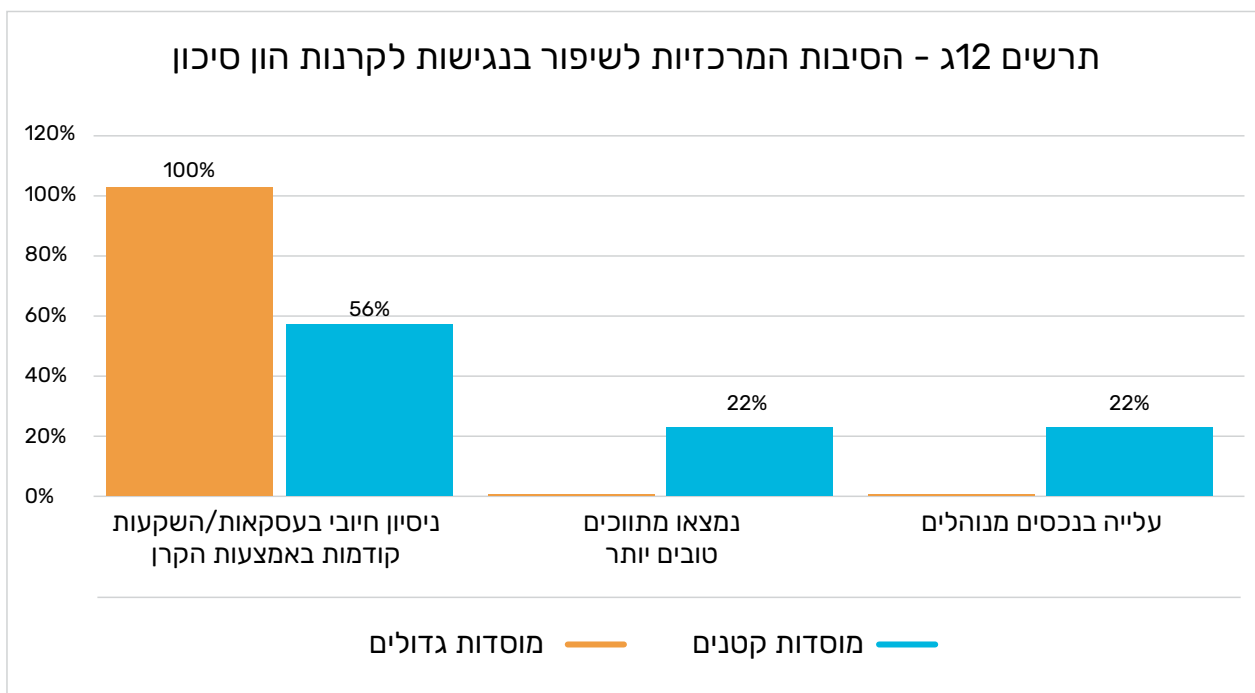
כפי שכבר ציינו, הנגישות לקרנות טובות מהווה גורם מרכזי (הכרחי אך לא מספיק) לתשואות גבוהות בעתיד והדבר נכון הן לקרנות VC והן לקרנות PE. הסקר כלל התייחסות לשינויים שחלו בנגישות המוסדות לקרנות איכותיות. תרשים 12 מציג את שיעור המוסדות החשים כי קרנות ישראליות איכותיות מעוניינות כיום, יותר מבעבר, לגייס הון בישראל. מעל 80% מהמוסדות הגדולים ומעל 50% מהמוסדות הקטנים חשים כי אכן חל שינוי לטובה. עובדה זו מעניינת במיוחד בהינתן כי הקרנות הישראליות ביצעו גיוסי שיא ב-2021, לכן העניין שלהן בגיוסים בישראל משקף החלטה אסטרטגית. תרשים 12 מציג תשובות לשאלה: האם נגישותם לקרנות האיכותיות בישראל השתפרה, נותרה ללא שינוי, או פחתה. כ-77% מהמוסדות הגדולים ו-48% מהמוסדות הקטנים מאמינים שנגישותם לקרנות הטובות בישראל השתפרה. אלו התבקשו לספק סיבות לשיפור בנגישות, ותשובותיהם מוצגות בתרשים 12ג. הסיבה השכיחה ביותר היא ניסיון טוב בעבר עם הקרנות, וסיבות שכיחות פחות היו גידול בנכסים ומציאת מתווכים טובים יותר המאפשרים גישה לקרנות האיכותיות. כ-30% מהמוסדות הוסיפו כי העלייה בנכונות הקרנות הישראליות הטובות לגייס הון בישראל, הביאה לשיפור במידת הנגישות. אחרים הוסיפו גם את המקצועיות של הצוותים שלהם ואת המוניטין שנבנה עם הקרנות.

תרשים 12א - האם קרנות הון סיכון ישראליות מוכנות יותר מבעבר לגייס כספים מהגופים המוסדיים הישראליים?

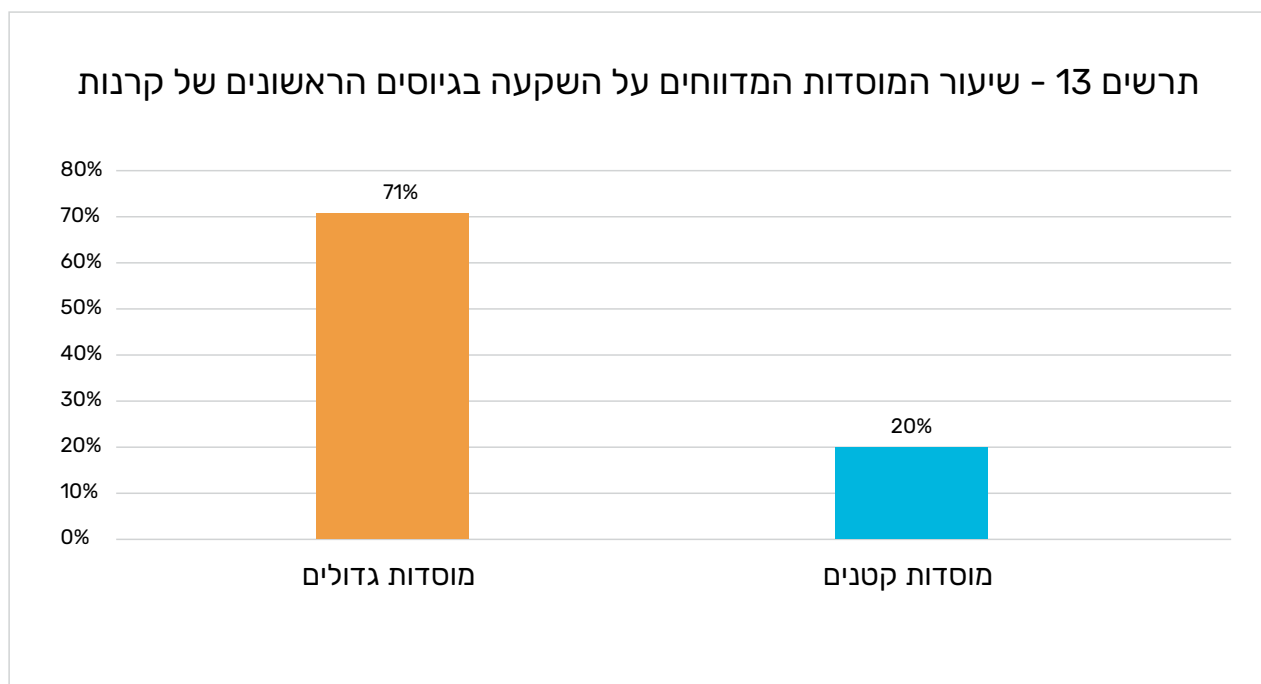


תרשים 12ב - האם הנגישות לקרנות הון סיכון מובילות השתנה?

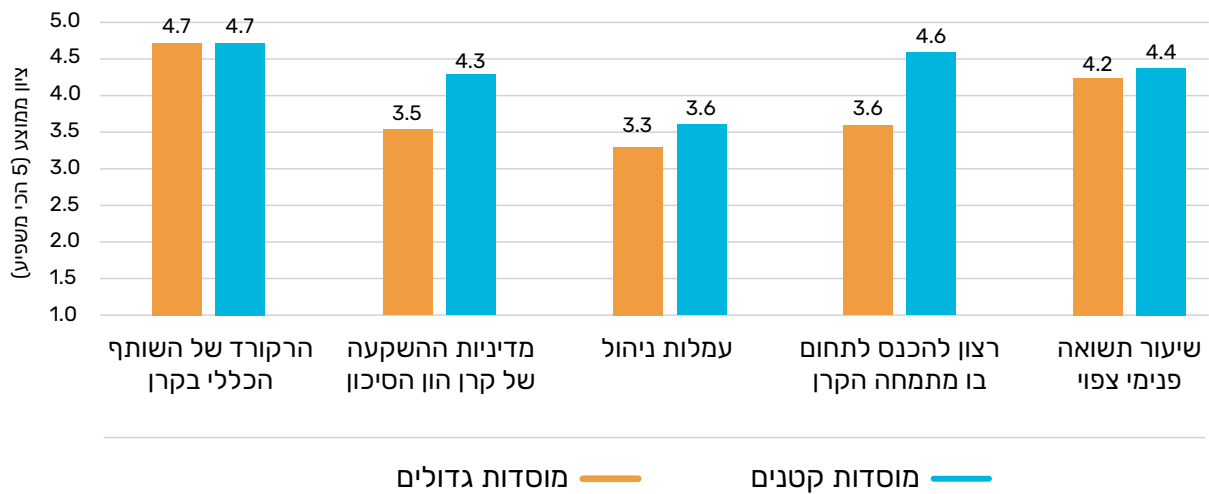




בסקר נשאלו המוסדות גם באשר לנכונות שלהם להשקיע בקרנות ישראליות המגייסות בפעם הראשונה (קרנות זרות ממעטות לגייס הון ממקורות ישראליים בסבב הגיוס הראשון שלהן). משיחות לא פורמליות, נראה שהמוסדות מתמקדים בביצועי העבר של הקרן כתנאי להשקעה בקרן. גישה זו מגבילה לעיתים את נגישות המוסדות לקרנות איכותיות, היות והמשקיעים הראשונים דורשים בדרך כלל המשך, ואף גידול בהשקעה בקרן מצליחה. תרשים 13 מציג את תשובות המוסדות: כ-71% מהמוסדות הגדולים ציינו שהם השקיעו בקרנות ישראליות בסבב הגיוס הראשון שלהן, בעוד שרק כ-20% מהמוסדות הקטנים השיבו בחיוב. ההבדלים בגודל ההשקעות מתורגמים להבדלים משמעותיים במומחיות שהגוף המוסדי רוכש לעצמו ומאפשרת לו יכולת ניתוח של קרנות חדשות ואיכות הצוותים שלהן.



תרשים 14 - הגורמים המשפיעים על השקעות בקרנות

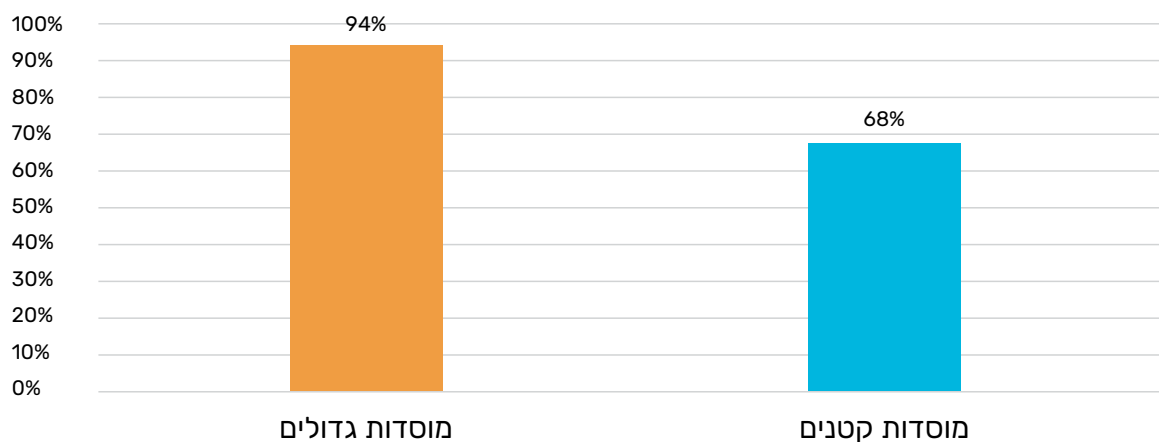


לבסוף, ביקשנו לדעת מהם הקריטריונים שהמוסדות מפעילים על מנת להחליט על השקעה בקרנות. בסקר הוצגו מספר קריטריונים שנדרש דירוג חשיבותם מ-1 (הכי פחות חשוב) עד-5 (הכי חשוב). תרשים 14 מציג את תשובותיהם של המוסדות. ביצועי העבר של השותף הכללי בקרן מסתמן כקריטריון החשוב ביותר עבור המוסדות. הקריטריון הבא בחשיבותו הוא שיעור התשואה הפנימי הצפוי. מדיניות ההשקעה של הקרן ורצון הגוף המוסדי להיחשף לסקטור ההתמחות של הקרן הם קריטריונים חשובים יותר עבור המוסדות הגדולים. באופן מפתיע, עמלות הניהול של הקרנות הן הקריטריון הפחות חשוב לכלל המוסדות. מוסדות גדולים ציינו כי גם האפשרות להשקעה משותפת עם הקרן בחברות פורטפוליו מהווה קריטריון חשוב עבורם.

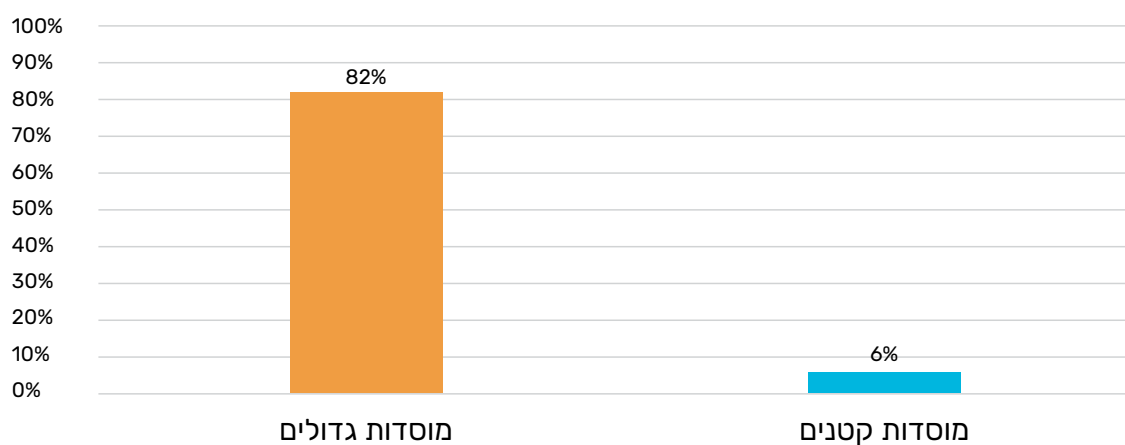
כעת נדון בשאלות הסקר הנוגעות להשקעות במניות של חברות פרטיות. מוסדות ישראלים משקיעים רק לעיתים רחוקות בחברות טכנולוגיה פרטיות זרות, ולכן, כפי שציינו קודם, נצמצם את הדיון להשקעה במניות של חברות פרטיות ישראליות בלבד. לא ניתן להשקיע בחברה פרטית ללא נכונותה לקבל את ההשקעה, זאת בשונה מהשקעה בחברות ציבוריות. אי לכך, קיימת חשיבות רבה לעמדתם של כמעט כל המוסדות הגדולים, כ-94%, ורוב המוסדות הקטנים, כ-68%, אשר מראה שבשנים האחרונות מוכנות חברות טכנולוגיה ישראליות לגייס מהן הון יותר מבעבר.

בשונה מהשוק הציבורי, השקעה בחברות פרטיות מאפשרת גישה למידע ייחודי על החברה אשר לא נגיש לציבור. עם זאת, השקעות אלו דורשות פיקוח הדוק יותר על החברה בהשוואה להשקעה בחברות ציבוריות. באופן מעשי, המוסדות אינם יכולים למנות דירקטור לחברה, אך ביכולתם למנות משקיף לדירקטוריון, אשר מאפשר לגוף המוסדי גישה למידע על החברה לצד התערבות בלתי-פורמלית. תרשים 15 מציג את שיעור המוסדות המדווחים על מינוי משקיף לדירקטוריון של חברות פרטיות. עלות המשקיף אינה תלויה בגודל ההשקעה, עובדה המעניקה יתרון מובהק לגודל. לכן, לא מפתיע שכ-82% מהמוסדות הגדולים ממנים משקיף, לעומת 6% בלבד מהמוסדות הקטנים.

תרשים 15א - שיעור המוסדות הסבורים שחברות טכנולוגיה ישראליות מוכנות יותר מבעבר לגייס הון מגופים מוסדיים



תרשים 15ב - שיעור המוסדות המדווחים על מינוי משקיפים בדירקטוריון של חברות פרטיות



השאלה האחרונה בסקר התייחסה לצעדים שהמוסדות נקטו על מנת לשפר את יכולתם להשקיע בסקטור הטכנולוגיה, כאשר למוסדות ניתנה יד חופשית בבחירת התשובות. התשובות הנפוצות ביותר היו חיזוק יכולות המחקר הפנימית (58%) ושימוש ביועצים חיצוניים ובמאגרי נתונים מתמחים (55%). במקום השני, ובפער ניכר (כ-12% וכ-9%), צוינו יצירת קשרים עם קרנות מתמחות ועם אגדי קרנות וכן, פגישות עם חברות. רק כ-5% מהמוסדות השיבו כי אינם עושים דבר כדי לשפר את יכולתם.

סיכום

בעשור האחרון חברות טכנולוגיה נהנו מהיצע ניכר של הון פרטי, ולכן נוטות להישאר פרטיות זמן רב יותר (2021 היא שנה יוצאת מהכלל, עם כמות רבה יחסית של הנפקות). לכן, מרבית הגידול בשווי החברה נוצר כאשר החברה עדיין פרטית. זאת לעומת שנות ה-90 וה-2000, בהן חברות הפכו לציבוריות בשלבים מוקדמים. מוסדות שאינם משקיעים בחברות פרטיות – ישירות או דרך קרנות – מחמיצים את מרבית עליות השווי של החברות. מתוך הבנה זו, שינו הגופים המוסדיים את גישתם כלפי השקעה בחברות פרטיות לאורך שש השנים האחרונות. ההשקעות שלהם בקרנות – זרות וישראליות – גדלו בקצב זהה לקצב הצמיחה של סך ההשקעות מוכוונות הטכנולוגיה שלהם, בעוד שההשקעות הישירות שלהם בחברות פרטיות ישראליות עלו בקצב מסחרר.

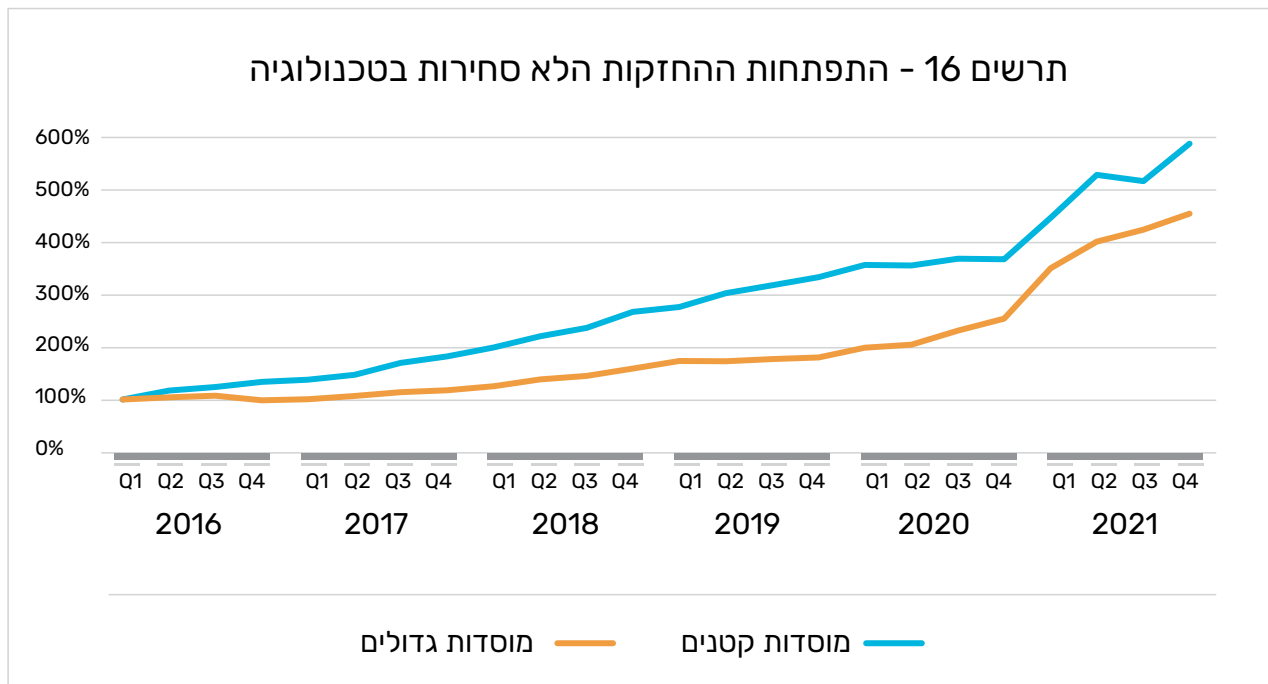
רשות החדשנות, רשות שוק ההון ורשות ניירות ערך מימנו חלק מההשקעה הכרוכה בשינוי הגישה ועודדו מוסדות להגדיל את המומחיות שלהם. בזכות תמיכה זו ובשל העניין הגדל בטכנולוגיה, חלק מן המוסדות השקיעו בבניית המומחיות בסקטור הטכנולוגיה בשנים האחרונות. מצד שני, המוסדות חשים גם כי נגישותם לקרנות VC ו-PE איכותיות השתפרה, ושחברות טכנולוגיה ישראליות צומחות מעוניינות לשתף אותם בסבבי השקעה יותר מבעבר. עובדה זו מגדילה את כדאיות ההשקעה במומחיות ומאפשרת השקעות מסיביות בחברות פרטיות ובקרנות.

אלו חדשות טובות לחוסך הישראלי, אשר יכול עתה ליהנות מחשיפה מוקדמת לסקטור הצומח ובעל הפריין הגבוה ביותר בישראל. אלו גם חדשות מצוינות לחברות טכנולוגיה ישראליות בוגרות הנהנות ממקור יציב וארוך-טווח של הון קרוב לביתן, וגם לקרנות VC ו-PE ישראליות. ההיצע והביקוש להשקעות בסקטור הטכנולוגיה הישראלי – עבור חברות וקרנות כאחד – סוף סוף נפגשים לאורך שש השנים האחרונות, ועדיין קיים עוד מקום רב לצמיחה.



פרק 5. ניתוח תוכניות ממשלתיות

בתחילת 2016, סך כל ההחזקות בטכנולוגיה ישראלית דרך מכשירים לא סחירים עמד על כ- 3.2 מיליארד ש"ח, 2.6 מיליארד ש"ח על ידי מוסדות גדולים ו-0.6 מיליארד ש"ח על ידי מוסדות קטנים. הסכומים הללו היוו פחות מ-10% מסך כל ההחזקות של המוסדות הגדולים וכ-20% מהחזקות של המוסדות הקטנים. כפי שרואים בתרשים 16, בין השנים 2016-2021, מוסדות גדולים הגדילו את ההחזקות הלא סחירות בקצב דומה לסך ההחזקות, כך ששיעור הנכסים הלא סחירים נותר סביב 10%. מוסדות קטנים העלו את ההחזקות הלא סחירות בקצב מהיר יותר, כך ששיעורן הגיע ל-25% מסך ההחזקות בטכנולוגיה.



על פני זמן, המוסדות טענו שמיעוט ההשקעות בחברות טכנולוגיה פרטיות נבע בעיקר בשל ניצול לא יעיל של זמנם של אנליסטים על עסקאות קטנות. כתוצאה מכך, מוסדות רבים לא פיתחו מומחיות בהשקעות בסקטור חשוב זה של הכלכלה הישראלית, וחוסכים רבים מדי לא קיבלו חשיפה לסקטור. על מנת לעודד מוסדות להקדיש משאבים לפיתוח מיומנות השקעה בחברות טכנולוגיה פרטיות, פיתחו רשות החדשנות והרשות לניירות ערך את מסלול 40, אשר מימן משרת אנליסט עבור מוסדות שהתחייבו להגדיל את השקעותיהם בחברות טכנולוגיה ישראליות. המסלול הושק במאי 2020 בהשתתפות חמישה גופים: ארבעה גדולים ואחד קטן.

במרץ 2020, עקב התפרצות נגיף הקורונה והגבלת הנסיעות בין מדינות, רשות החדשנות ומשרד האוצר חששו מעצירת ההשקעות בחברות טכנולוגיה ישראליות. הדאגה נבעה משתי סיבות עיקריות: רוב ההשקעות בחברות טכנולוגיה ישראליות נעשו על ידי משקיעים זרים, והפרקטיקה המקובלת על ידי הקרנות עד אז דרשה פגישות פנים מול פנים עם מנהלים, יזמים ודירקטורים כתנאי להשקעה. כתוצאה מכך, בספטמבר 2020 השיקו רשות החדשנות, רשות שוק ההון ומשרד האוצר את מסלול 43, שמטרתו מתן תמריצים למוסדות ישראליים להגדלת היקף השקעותיהם בחברות טכנולוגיה פרטיות בישראל ב-18 החודשים הבאים. המסלול נתן הגנה על פני שמונה שנים של עד 40% הפסד על כל התיק. בתמורה, המסלול דורש 10% מהרווחים, מעבר לתשואה מסוימת. חלק מההשקעות היו ניתנות לביצוע דרך קרנות,

אך מרבית ההגנה הוגבלה להשקעות במניות של חברות פרטיות. התוכנית הייתה חדשנית לא רק בפורמט, אלא גם בזכות השימוש בתקציב במקום בערבויות המדינה.¹² התוכנית הוגבלה לתמיכה בעד שני מיליארד ש"ח של השקעות, ומוסדות זכאיים יכלו להגיש הצעות לחלוקת סכום זה. כתריסר מוסדות הגישו בקשות אשר הסתכמו בסכומים גדולים בהרבה מהסכום המוקצב. לבסוף חתמו תשעה מוסדות על חוזה עם רשות החדשנות: ארבעה בנקים וחמישה משקיעים מוסדיים.

החפיפה בין המוסדות שהשתתפו במסלול 40 ו-43 הייתה גבוהה למדי. כמו כן, שני המסלולים הושקו בתוך פרק זמן קצר בשנה הראשונה לאחר פרוץ מגפת הקורונה, ולכן לא מתאפשר ניתוח של כל מסלול בנפרד. לפיכך, בפרק זה אנו מציגים התפתחויות בהחזקות בשתי קבוצות של מוסדות: ארבעה מוסדות שהשתתפו בשני המסלולים (להלן, השתתפו ב-43), ואלו שלא השתתפו באף אחד מהם (להלן, לא השתתפו ב-43).

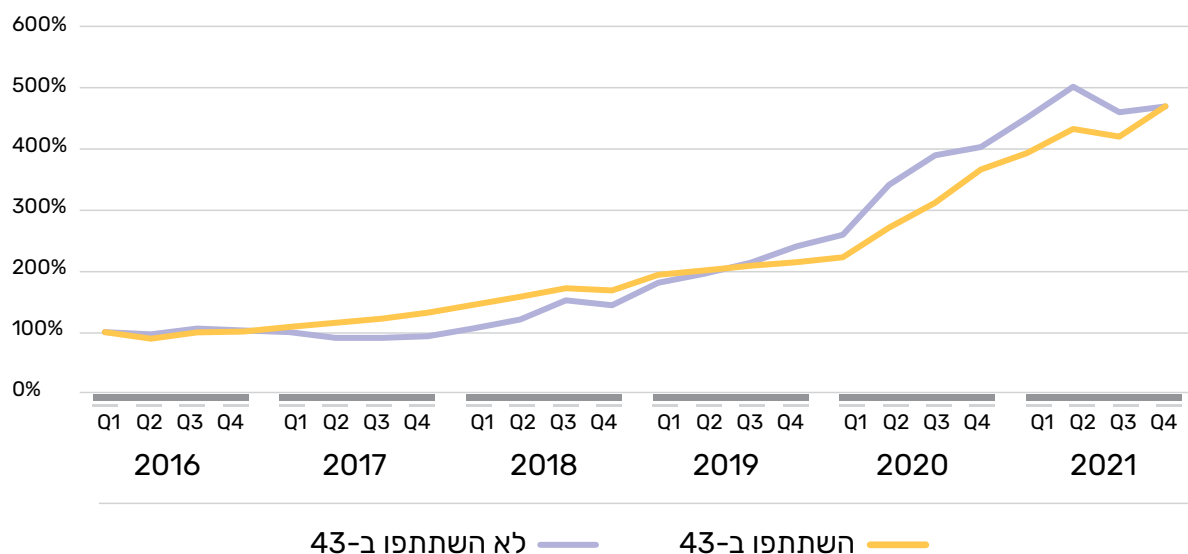
הניתוח בדו"ח זה לא מהווה הערכה מדעית של יעילותם של שני המסלולים. היות והמוסדות בחרו להשתתף בתוכניות אלו, סביר להניח שלמוסדות עם מדיניות השקעה אגרסיבית יותר בטכנולוגיה, היה עניין גבוה יותר להשתתף בשתי התוכניות. אי לכך, נוצר Selection Bias אשר לא מאפשר לקבוע קשר סיבתי. עם זאת, הראיות המובאות בדו"ח מצביעות על התפקיד החשוב ששתי התוכניות הממשלתיות הללו מילאו בקידום ההיי-טק הישראלי בזמן המשבר, ותרמו לחיזוק של מומחיות השקעה בטכנולוגיה במוסדות, כל זאת, בעלות יחסית נמוכה.

נשווה את ההבדלים בין ההחזקות של שתי קבוצות אלו בסוגי הנכסים השונים. תוספת האגליסט במסלול 40 אמורה הייתה להיות מלווה בגידול בהשקעות בחברות ישראליות - סחירות ופרטיות - באופן ישיר ודרך הקרנות. מסלול 43 לא הגן על השקעות בחברות טכנולוגיה ישראליות סחירות והגביל את ההגנה על השקעות דרך קרנות. כתוצאה מכך, אנו מצפים שההבדלים בין שתי הקבוצות לא יהיו מהותיים ביחס להחזקות בחברות ובקרנות זרות, וגם לא משמעותיים בהשפעתם על הבדלים בהחזקות של חברות ישראליות סחירות. ההשפעה על ההשקעות בקרנות ישראליות אמורה להיות משמעותית יותר, אך ההשפעה המרבית צפויה להיות על ההשקעות הישירות במניות של חברות ישראליות פרטיות. לנוחות ההצגה, אנחנו מנרמלים את סך ההחזקות בכל קטגוריה למאה אחוז בשתי הקבוצות ברבעון הראשון של 2016, וזאת על מנת להציג את הצמיחה היחסית שלהן.

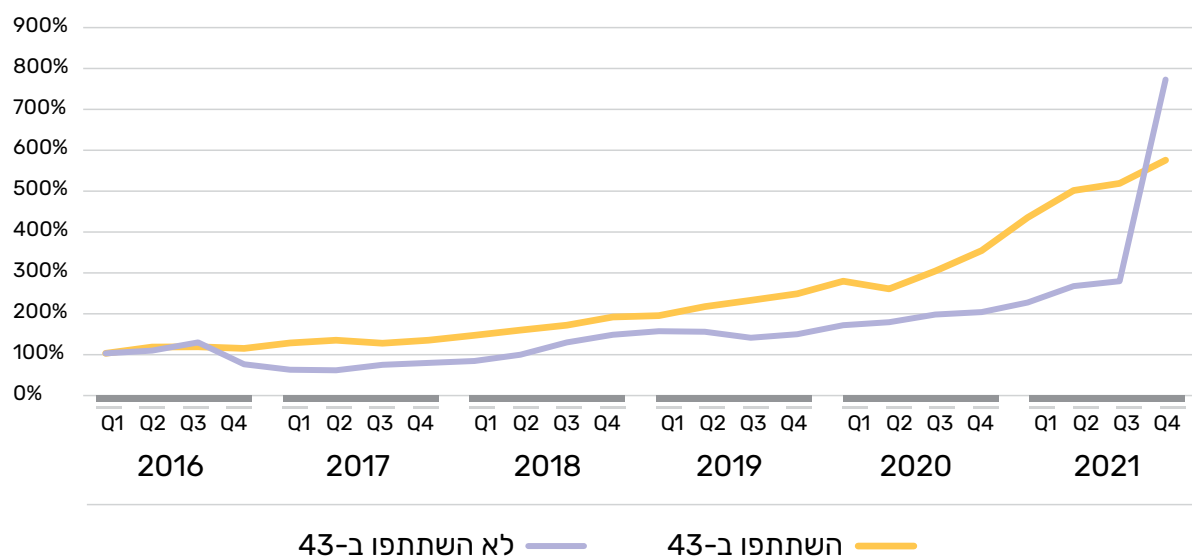
תרשים 17א מציג את ההתפתחות בהחזקות של חברות זרות הנסחרות בשוק הציבורי - אין צורך בניתוח על מנת להסיק שהתנהלותן של שתי הקבוצות כמעט זהה, כפי שהיה צפוי. תרשים 17ב מציג את שיעור הגידול בהשקעות בקרנות VC ו-PE זרות. למרות שההחזקות של קבוצת משתתפי מסלול 43 בקרנות זרות צמחו בקצב מהיר יותר לאורך כל התקופה, דווקא בסוף התקופה ניכרת עלייה משמעותית בהחזקות בקרנות של קבוצת המוסדות שלא השתתפו במסלול. גם כאן, אין סימן לשינוי בהחזקות של הקבוצה המשתתפת במסלול 43 כפי שהיה צפוי.

¹² התוכנית יצרה גם תועלת פיסקלית עבור ממשלת ישראל, אשר קיבלה תקבולי מיסים גבוהים משמעותית בשנים 2020-2021.

תרשים 17א - התפתחות ההחזקות במניות טכנולוגיה סחירות זרות - לפי השתתפות במסלול 43



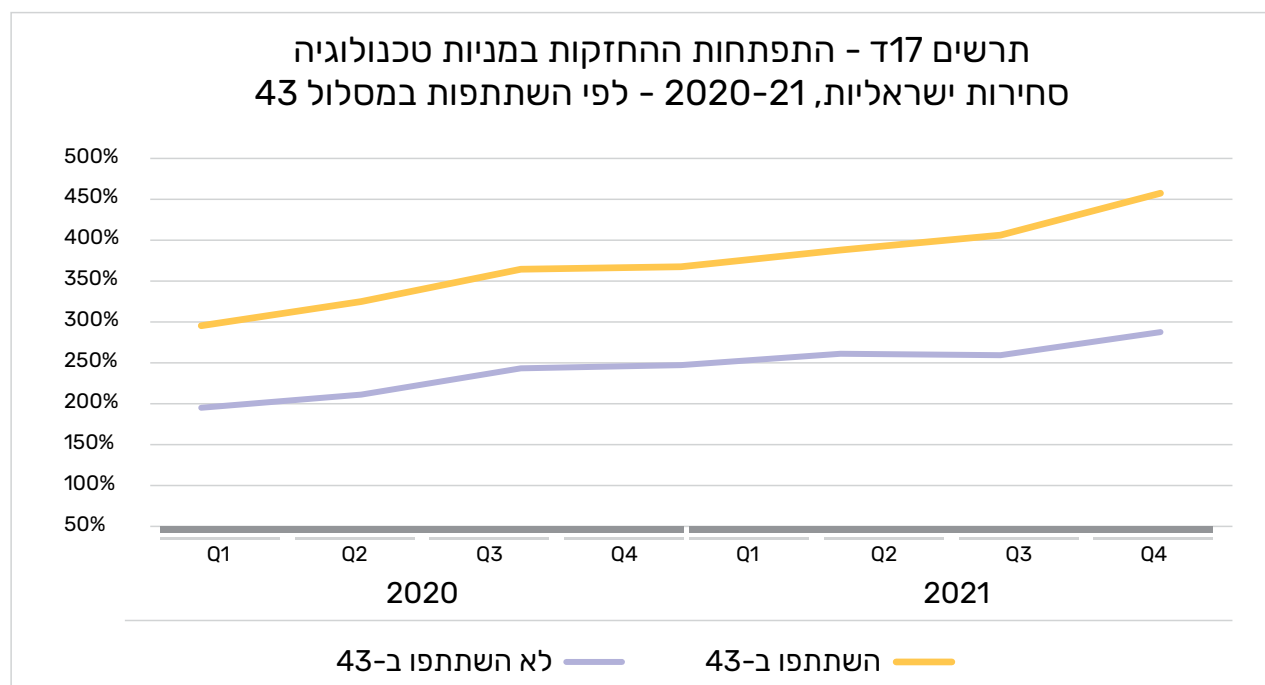
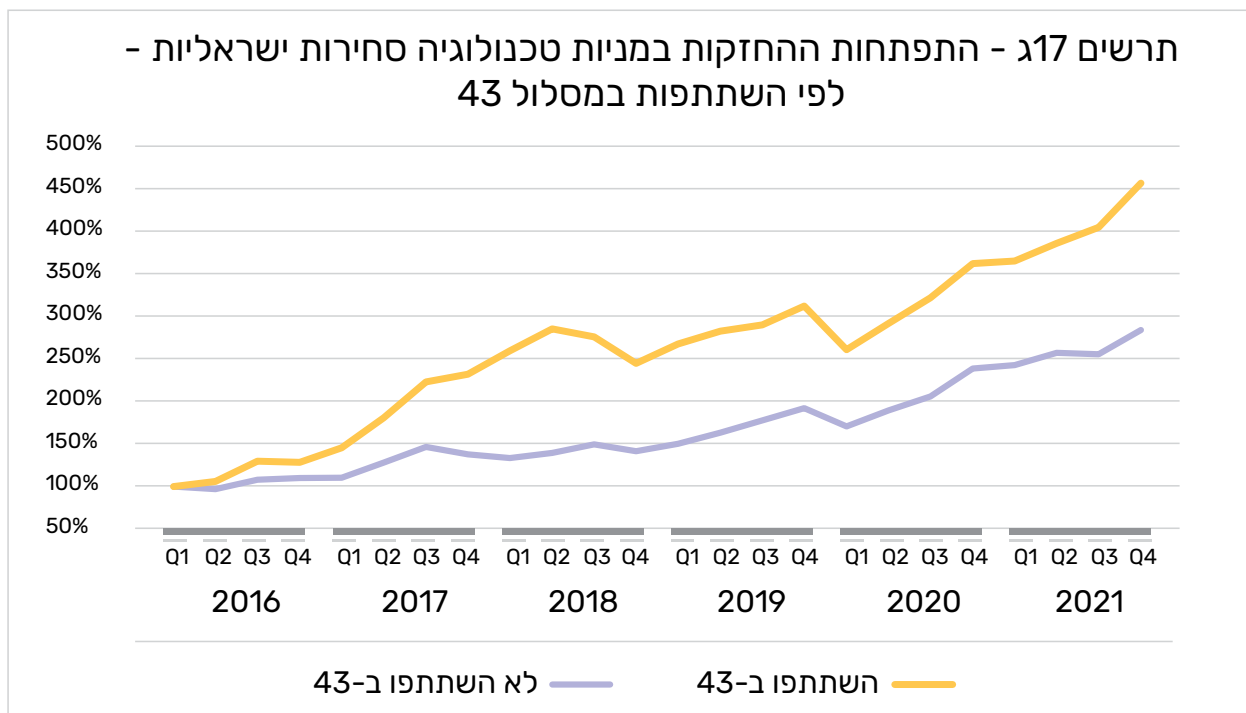
תרשים 17ב - התפתחות ההחזקות בקרנות טכנולוגיה זרות - לפי השתתפות במסלול 43



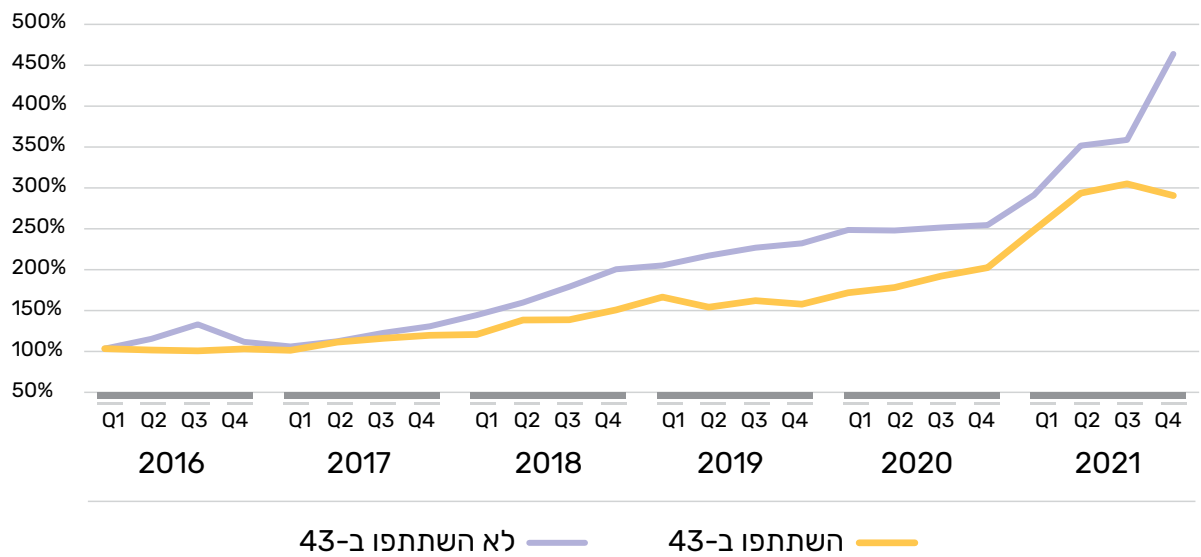
תרשים 17ג מתייחס להחזקות בחברות ישראליות סחירות. מסלול 40 היה עשוי להשפיע עליהן על ידי שיפור ביכולת האנליזה של המוסדות שבחרו למקד את האנליסט החדש שלהם במניות סחירות. נראה שקבוצת משתתפי מסלול 43 אכן השקיעה יותר לאורך כל התקופה מאשר אלה שלא השתתפו, אך מסלול 40 החל רק ברבעון השלישי של 2020. כפי שניתן לראות בתרשים 17ד, ההחזקות של שתי הקבוצות נעות כמעט במקביל במשך תקופה זו. הדבר לא תומך בהשערה לפיה המוסדות שרצו להגדיל את ההשקעות הסחירות שלהם בישראל, נרשמו למסלול 40.

ניתן היה לצפות להשפעה משמעותית יותר של השתתפות במסלול 43 על ההחזקות בקרנות ישראליות, אך תרשים 18 לא מאשש זאת. אמנם שתי הקבוצות מתנהגות בצורה דומה לאורך כל התקופה, אך דווקא

הקבוצה הלא-משתתפת משקיעה יותר בקרנות ישראליות, והפער אף גדל לקראת סוף 2021. למעשה, העדות המוצגת בתרשים 18 עקבית ותואמת את העלייה בהחזקות בקרנות זרות המוצגת בתרשים 17.

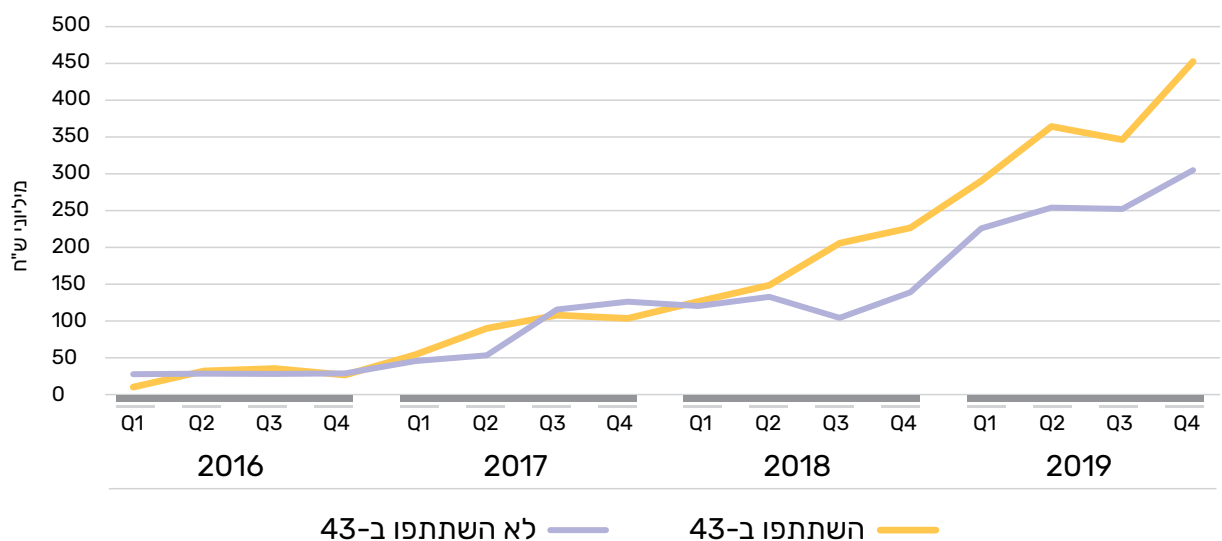


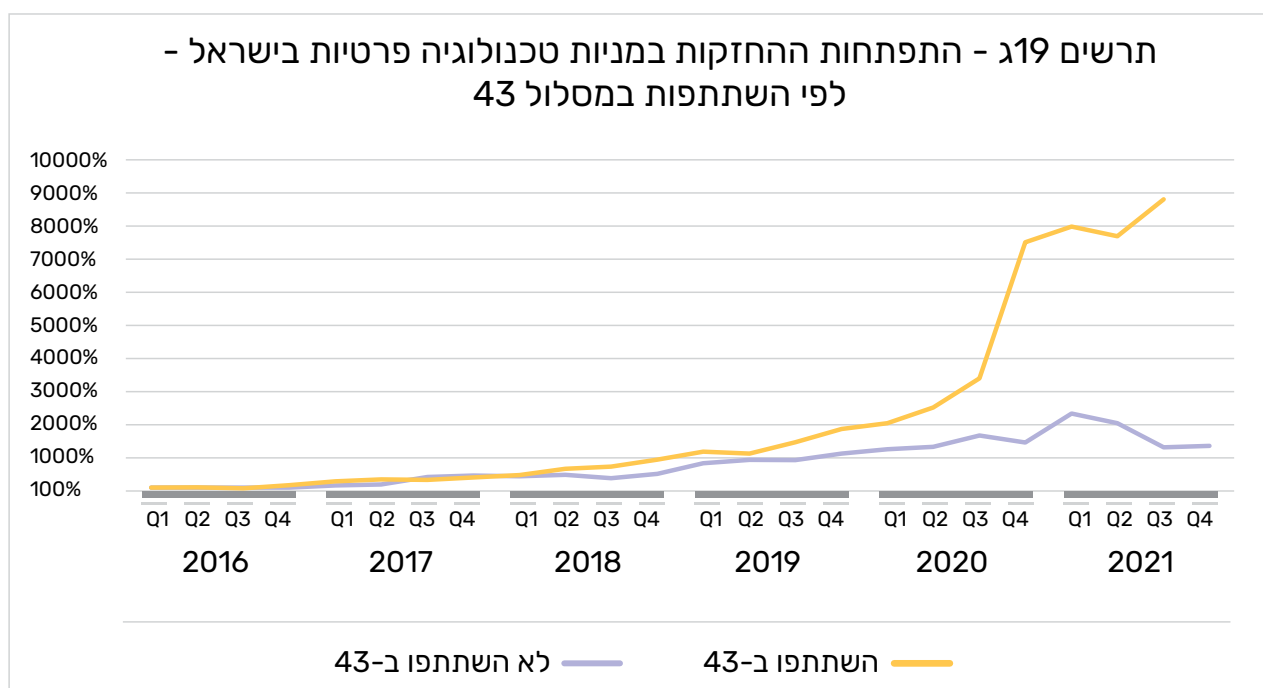
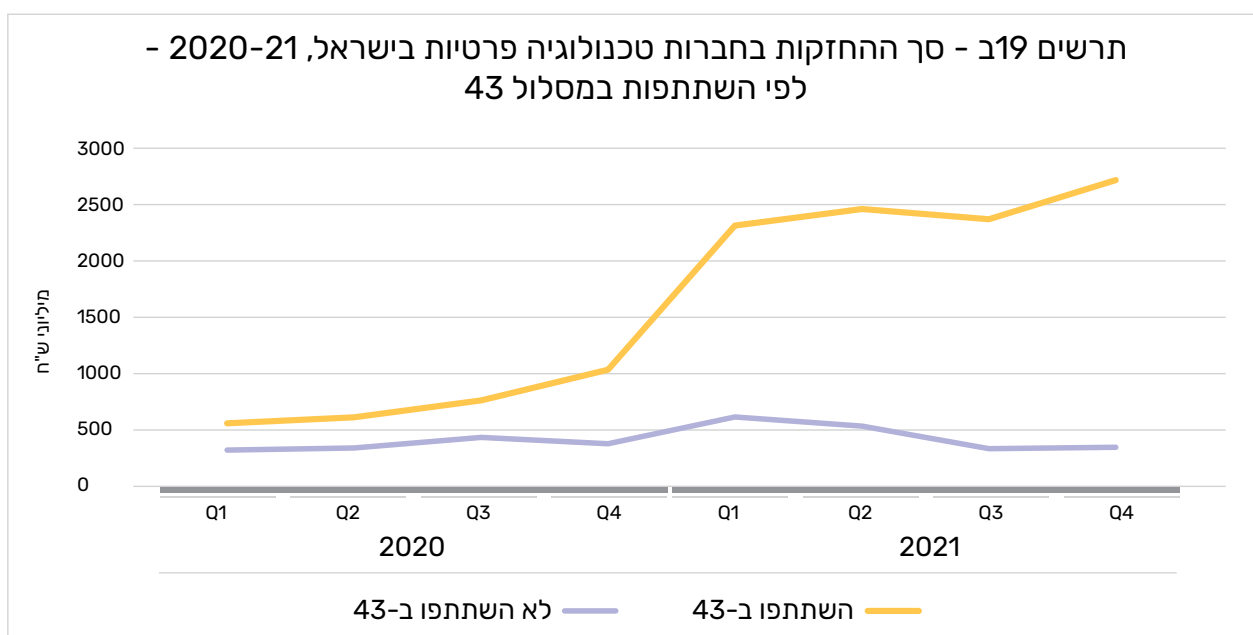
תרשים 18 - התפתחות ההחזקות בקרנות השקעה ישראליות - לפי השתתפות במסלול 43



לבסוף, נתמקד בהשקעות הישירות בחברות ישראליות פרטיות. בתרשים 19 ניתן לראות כי שתי הקבוצות כמעט ולא החזיקו מניות בחברות פרטיות בתחילת 2016: כ-9 מיליון ש"ח של המוסדות המשתתפים, ו-26 מיליון ש"ח של הלא-משתתפים. ההחזקות גדלו כמעט במקביל עד הרבעון השני של 2018, אך אז המוסדות המשתתפים פתחו פער לקראת סוף 2018, שנשמר עד סוף 2019. השפעת מסלול 43 יכולה להתחיל רק לקראת סוף 2020, וכפי שרואים בתרשים 19, הפער בין משתתפי מסלול 43 ובין אלו שלא השתתפו גדל בצורה דרמטית מאז. המוסדות המשתתפים מגדילים את ההחזקות שלהם כמעט פי 3, בעוד שהלא-משתתפים נשארים ברמת החזקות זהה באותה תקופה. קשה שלא לשייך פער זה להחלת מסלול 40 ו-43. תרשים 19 מציג עליה של כ-9,000% בהחזקות בקבוצה המשתתפת על פני כל התקופה, לעומת גידול של 1,900% בקבוצה הלא משתתפת - כאשר רוב הפער נוצר מאז השקת המסלולים.

תרשים 19 - סך ההחזקות בחברות טכנולוגיה פרטיות בישראל - 2016-19 לפי השתתפות במסלול 43





בסקר התברר לנו כי בעוד שכמעט כל המוסדות הגדולים פנו למסלול 43, רק ארבעה מוסדות קטנים עשו זאת. הסיבה העיקרית לאי ההגשה הייתה הערכה כי הסיכוי לזכייה קטן, אך גם היעדר מודעות לתוכנית. שלושה מתוך ארבעה מוסדות שהשתתפו במסלולים 40 ו-43 ציינו בסקר שהשתתפותם הגדילה את החזקותיהם בטכנולוגיה, ואחד טען שהמסלולים לא שינו את החלטות ההשקעה שלו.

סיכום

מטרתם של מסלולים 40 ו-43 הייתה לעודד משקיעים מוסדיים ישראלים לפתח מומחיות גדולה יותר ולהשקיע בסקטור הדינמי, הצומח, ובעל הפריזון הגבוה ביותר בכלכלת ישראל. מהלכים אלה היו אמורים לחזק את המגמה שהחלה לפני כחמש שנים. הנתונים מראים כי לא הייתה השפעה מהותית של שתי התוכניות על ההשקעות ברוב הקטגוריות: חברות וקרנות זרות, וחברות סחירות וקרנות ישראליות. עם זאת, בהחזקות של חברות פרטיות בישראל, נצפה שינוי דרמטי מיד לאחר השקת שני המסלולים: מהחזקות בהיקפים כמעט אפסיים בתחילת 2016, הציגו המוסדות המשתתפים עלייה של כמעט פי 90, שחלק ניכר ממנה חלה לאחר השקתם של שני המסלולים. למרות היעדר יכולת פורמלית לשייך את המגמות הללו להשקת מסלולי 40 ו-43, קשה לדמיין מצב שבו לתוכניות הללו לא הייתה השפעה משמעותית על התנהלות המוסדות המשתתפים.



נספח: מקורות מידע והגדרות

מקורות המידע שהדו"ח מתבסס עליהם כוללים דיווחים רבעוניים של המוסדות לרשות שוק ההון ברמת הנכס הבודד. כמו כן, הדו"ח עושה שימוש בסקר אשר הופץ לכלל המוסדות המפוקחים על ידי רשות שוק ההון במרץ 2022, התשובות התקבלו עד תחילת מאי 2022.

הגדרות של חברות וקרנות השייכות לסקטור ההיי-טק:

א. אנו משתמשים ברשימת החברות המופיעות ב-START-UP NATION FINDER להגדרת חברות טכנולוגיה ישראליות, אך ללא מספר קטן של חברות תעשייתיות גדולות שפעילותן העיקרית כבר איננה פיתוח טכנולוגיה.¹³

ב. אנו מגדירים חברות נסחרות זרות כחברות טכנולוגיה לפי הגדרת MSCI.¹⁴

ג. לצערנו, לא יכולנו לסווג חברות פרטיות זרות כחברות טכנולוגיה. עקב מיעוט השקעות בחברות הללו על-ידי המוסדות הישראליים, לא התייחסנו לקטגוריה זאת.

ד. קרנות VC ו-PE ישראליות המופיעות ב-START-UP NATION FINDER מוגדרות כקרנות המשקיעות בטכנולוגיה ישראלית לצורך דו"ח זה. אלו קרנות אשר ממוקמות בישראל ומשקיעות בעיקר בחברות טכנולוגיה ישראליות.

ה. הגדרת קרנות כקרנות טכנולוגיה זרות הייתה מורכבת יותר. הצלבנו בין מקורות מידע שונים על מנת לוודא כי הקרנות הזרות בהן השקיעו המוסדות הישראליים, אכן משקיעות בעיקר בטכנולוגיה.

¹³ [/https://finder.startupnationcentral.org](https://finder.startupnationcentral.org)

¹⁴ <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/gics>