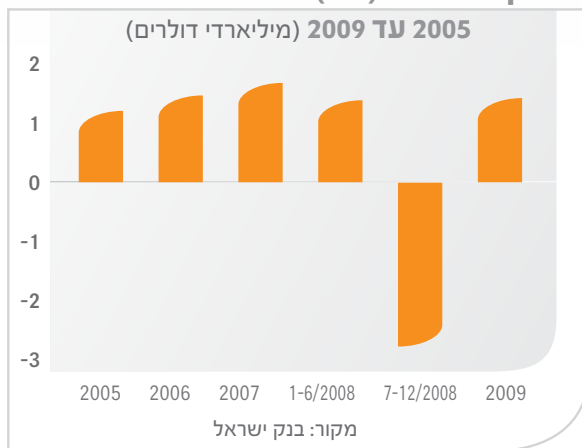




# אנחנו שוק מפותח

השקעות זרות (נטו) במניות בבורסה בת"א



השדרוג מעביר את ישראל מקטגוריית המדינות המתפתחות של ה-MSCI, בה משקלה מגיע ל-2.9%, למשקל של כ-0.4% במדד המדינות המפותחות (כולל טבע, לה משקל משמעותי במדד). משקלן של החברות במדדי MSCI נקבע לפי הכמות הצפה. החזקות הציבור בחברות הישראליות נמוכות באופן יחסי לחברות בינלאומיות בשווקים אחרים, לכן משקלנו במדדים קטן יחסית למדינות אחרות עם שווי שוק דומה. בשנים האחרונות הלך וגדל חלקם של המשקיעים הזרים בבורסה של תל-אביב ובחברות הנסחרות בה. סך ההחזקות של משקיעים פיננסיים זרים בחברות הנסחרות בת"א (לא כולל החזקות בחו"ל במניות הדואליות) עומד על כ-8%. אין נתונים ישירים על חלקם של המשקיעים הזרים ממחזורי המסחר, וההערכה היא כי טרום המשבר הסתכמה פעילותם בכ-20%-25% מהיקף המחזור היומי. יצוין כי, על פי נתוני בנק ישראל, מעל

ביוני 2009 הכריזה חברת MSCI על שינוי הסיווג של ישראל מקטגוריית שוק מתפתח (Emerging Market) לזו של שוק מפותח (Developed Market). ההחלטה התקבלה בעקבות ההתפתחויות שחלו בשוק ההון בשנים האחרונות ולאחר התייעצות של כשנה עם הגופים הפעילים בשווקים הבינלאומיים. השדרוג ע"י MSCI מצטרף לשדרוג ע"י FTSE שפורסם כבר בשנת 2007. לשדרוג זה, אשר ייכנס לתוקפו בסוף מאי 2010, השפעה משמעותית על שוק ההון הישראלי ועל החברות הבורסאיות הגדולות.

עדי יוגודסקי:



כל חברה צריכה לבדוק היטב את המתחרים בסביבה החדשה: מי הן החברות הבינלאומיות בסקטור, מהם היתרונות היחסיים של החברה, ואיך היא רוצה למצב את עצמה"

מדד MSCI הוא אחד המדדים המרכזיים אחריו עוקבים המשקיעים הבינלאומיים. אחר המדד עוקבות קרנות "פסיביות" המחזיקות את ניירות הערך בהתאם למשקלם במדד (כגון ETF), וקרנות "אקטיביות" העושות שימוש במדד כ-Benchmark, אך אינן מחויבות להחזיק בכל ניירות הערך הכלולים בו, ואינן מחויבות להשקיע בהתאם למשקלם במדד. לא קיימים נתונים מדויקים על חלקן של ההשקעות הזרות בישראל, שמקורן בכספים העוקבים אחר מדדי ה-MSCI, אך ההערכה היא כי הן מסתכמות בכ-40%.

90% מההשקעות הזרות מתרכזות במספר מצומצם של מניות עם השדרוג נפתח בפני המשק הישראלי מאגר חדש ורחב של משקיעים בינלאומיים שנמנעו עד כה מלהשקיע בחברות ישראליות בשל דירוגה של ישראל כשוק מתפתח. היקף הכספים העוקב אחר שווקים מפותחים גדול פי כמה וכמה מזה המתמחה בשווקים מתפתחים, אך משקיעי השווקים המפותחים אינם מכירים כיום את השוק הישראלי. בנוסף, השינוי צפוי לגרום לגל של יציאת משקיעים המרכזים את השקעותיהם בשווקים מתפתחים.

### מעכשיו משחקים במגרש של הגדולים

המעבר מזירת השווקים המתעוררים אל השווקים המפותחים, מהווה שינוי משמעותי במיזובה של ישראל בשוק ההון הבינלאומי, והוא יחייב את החברות הישראליות ללמוד את כללי המשחק הנהוגים ב"מגרש של הגדולים". יש לציין כי רוב החברות הישראליות קטנות בהשוואה לחברות במדדי המדינות המפותחות.

מה תהיה ההשפעה בפועל של השדרוג על שוק ההון הישראלי? עדי יוגודסקי, מנכ"ל UBS ני"ע ישראל, לא צופה שינוי משמעותי בהתנהגות השוק. "מבדיקה שעשינו מול 20 מהלקוחות הבינלאומיים שלנו הפעילים בישראל, רק כ-30% ציינו כי השדרוג ישפיע. הרבה גופים פשוט יעבירו את ההחזקות בתוך אותו גוף, לקרנות המשקיעות בשווקים מפותחים או אחרות".

גם גדי סלייד, אנליסט ומשנה למנכ"ל, Capital World Investors, חלק מקבוצת Capital Group שלה 22 סניפים בעולם, מעריך שהשדרוג של ישראל לא ישנה באופן משמעותי את המצב הקיים של המניות הישראליות, אם כי הוא עשוי להיות חיובי עבור חלק מהן: "מבחינת ההשפעה עלינו כביט השקעות, רוב הקרנות הגדולות שלנו הן קרנות גלובליות, כך שלא קיימות מגבלות על הנכסים שאנו רשאים להחזיק בתיקי ההשקעות המנוהלים על ידינו. אנחנו מחזיקים את המניות שעתידות לעלות, לדעתנו, ולא משנה לנו כיצד מסווגים אותן גורמים אחרים".

לעומת זאת, אומר מנהל השקעות בקרן גדולה מלונדון כי "לאור שינוי הסיווג של ישראל, הקרנות שלנו המתמחות בשווקים מתעוררים כבר לא תוכלנה להשקיע בחברות הישראליות". "יחד עם זאת", ציין, "נמשיך לבחון 'אד הוק' את ההשקעה בחברות ישראליות עבור הקרנות הגלובליות שלנו, כל מקרה לגופו. סביר להניח שהחברות הישראליות הגדולות והנזילות יותר, כגון טבע, כי"ל וחברות הטלקום, ימשיכו לעניין את קהילת המשקיעים. האובדן של 'משקיעי השווקים המתעוררים' עשוי להשפיע לרעה יותר על הבנקים הישראליים וחברות בסדר גודל בינוני".

מיכה גולדברג, סמנכ"ל המחקר בשווקים מתעוררים של מריל ליניץ' בישראל, מאמין כי השדרוג יביא לגידול בתנודתיות. "כשני שלישים מהמשקיעים שלנו רגישים לשינוי של ישראל משוק מתעורר לשוק מפותח, ואני מעריך כי 85% מהכספים יצאו מישראל בדרך זו או אחרת". אך האיזון, כך גורס גולדברג, יימצא בכך שהירידה המיידית בהשקעות תלווה במקביל בכניסה מהירה של משקיעים שרוצים לנצל הזדמנויות במעבר ולקלוט את ניירות הערך שיימכרו. דן הארוורד, ראש מחלקת מחקר בדיטשה בנק ישראל, לא צופה

שינוי דרמטי ברמת הפעילות. "משיחות שקיימנו עם משקיעים עולה כי רובם עוד לא התכוננו לשינוי והם לא בהכרח מתייחסים ל-MSCI: באירופה זהו גורם מרכזי להתייחסות, אך בארה"ב, למשל, מתייחסים פחות להבדלים בין שווקים מפותחים למתפתחים ויותר למדד הגלובלי MSCI World".

אין ספק, כי השינוי המשמעותי הוא מעבר מקבוצות משקיעים המתמחים בשווקים מתפתחים ובוחנים את החברות הישראליות על רקע היותן חלק ממדינת ישראל וכלכלתה, אל קבוצות משקיעים חדשות הבוחנות את החלטות ההשקעה שלהן באופן שונה. הגורם הסקטוריאלי הופך לגורם משמעותי, והחברות הישראליות ייבחנו מעכשיו ע"י המשקיעים בהשוואה לחברות בינלאומיות הנמצאות באותו תחום פעילות.

ד"ר סמרפילד:



על מנת למשוך את תשומת לבם של המשקיעים בשווקים מפותחים כדאי לחברות הישראליות להקדיש יותר תשומת לב לממשל תאגידי, בפרט להיבטים כגון ריכוזיות הבעלות, זכויות בעלי המניות, עצמאות הדירקטוריון ותגמול מנהלים"

עבור חברות ישראליות מסוימות, גלום במעבר יתרון כפי שמצביע עליו גדי סלייד: "כדאי להדגיש משקיעים בשווקים מתעוררים, כאשר הם בוחרים נכסים לתיק ההשקעות, נוטים להתמקד בצמיחה, ואילו המשקיעים בשווקים מפותחים מחפשים תזרימי מזומנים ודיבידנדים. כתוצאה מכך, לא מעט מניות ישראליות (בעיקר של חברות עם אוריינטציה מקומית), אשר אינן צומחות במהירות, אך מניבות תזרימי מזומנים גבוהים ותשואות יפות מדיבידנדים לא זכו לתשומת לבם של משקיעי השווקים המתעוררים. אותן מניות עשויות להיות מאוד אטרקטיביות דווקא לקרנות המתמחות בשווקים המפותחים".

ד"ר דניאל סאמרפילד, מנהל ההשקעות האחראיות בקרן הפנסיה הבריטית USS, מדגיש את האתגר המחכה לחברות הישראליות בעקבות השדרוג: "השוק הישראלי יכול לצפות לסוג חדש של משקיע זר - משקיע תובעני יותר מבחינת ציפיותיו מהתנהלות החברה ואולי גם נוטה יותר למעורבות פרו-אקטיבית בחברה. קרן USS משקיעה הן בשווקים מתעוררים והן בשווקים מפותחים. בהשקעה בשוק מתעורר, אנו בוחנים את נהלי הממשל התאגידי של חברת היעד על מנת לשמור על ענייננו בתוך בעלי המניות. שיקולי רגולציה וסוגיות כגון אופן ניהול החברה ומבנה הבעלות עשויים לזכות לבחינה מדוקדקת יותר בשווקים מתעוררים. הסיכון החוץ-פיננסי בשווקים מתעוררים, בדרך כלל, ממשי יותר יחסית לזה שבשווקים מפותחים ולכן ראוי להבהיר ולהבנה עמוקה יותר. יחד עם זאת, הציפיות של המשקיעים בשווקים מפותחים גבוהות יותר בכל הקשור להיבטים כמו עמידה בסטנדרטים של ממשל תאגידי, הגנה על הסיביבה ואחריות כלפי בעלי המניות, העובדים והלקוחות של חברת היעד".





## אנחנו שוק מפותח << המשך

### אתגר גדול

בכנס שארגנה הבורסה לני"ע בתל אביב, בשיתוף פורום CFO ופורום IR, בנושא ההיערכות הנדרשת לקראת המעבר, נדונו האתגרים העומדים בפני החברות עם המעבר למדד השווקים המפותחים ונבחנו המלצות לפעילות מול המשקיעים הפוטנציאליים, שאינם מכירים את החברות הישראליות. האנליסטים המכסים את השווקים המפותחים הינם ברובם אנליסטים סקטוריאליים ולכן הסיקור והחשיפה של החברות יתבצעו במסגרות אלה. לדברי **עזי ויגודסקי**, "כל חברה צריכה לבדוק היטב את המתחרים בסביבה החדשה: מי הן החברות הבינלאומיות בסקטור, מהם היתרונות היחסיים של החברה, ואיך היא רוצה למצב את עצמה. החברה צריכה לשכנע את המשקיעים החדשים מדוע להשקיע דווקא בה, ומה ייחודה לעומת חברות אחרות בסקטור שלה". לחברות שאינן עונות על קריטריונים של סקטורים קיימים, ממליץ ויגודסקי לנסות למצוא את היתרון היחסי של החברה ולפנות למשקיעים המתאימים לה, כמו לדוגמה, למשקיעים המחפשים דווקא להשקיע בחברות Small Cap או בחברות שמחלקות דיבידנדים גבוהים".

קווים מנחים - פרסום דו"חות כספיים באנגלית במקביל לפרסום הדו"חות בעברית לציבור, כלומר, שקיפות ברמת הדיווח וגם אל מול המשקיעים, ומאמץ לשפר ולהתאים את נהלי הממשל התאגידי לנורמות הקיימות בשווקים מפותחים. גם **ד"ר סאמרפילד** סבור שעל מנת למשוך את תשומת לבם של המשקיעים בשווקים מפותחים, כדאי לחברות הישראליות להקדיש יותר תשומת לב לממשל תאגידי, בפרט להיבטים כגון ריכוזיות הבעלות, זכויות בעלי המניות, עצמאות הדירקטוריון ותגמול מנהלים. "אני בהחלט מאמין שהמגמה בקרב משקיעים מוסדיים לבחון את הסיכונים החוץ-פיננסיים תלך ותגבר. כיום, בעקבות המשבר הפיננסי, משקיעים נוטים להיות זהירים יותר לגבי סיכונים אלה. המשבר חשף ליקויים באחריות הדיווח, במחויבות לתת דין וחשבון על פעולות החברה. לכאורה הדירקטורים בבנקים כשלו בהשגחתם על תהליך ניהול הסיכונים בבנק. כתוצאה מכך, משקיעים יבחנו בעתיד בתשומת לב רבה יותר את האופן בו מנוהלות החברות בהן הם משקיעים. מרבית המשקיעים המוסדיים מחזיקים בתיק נכסים בינלאומי וכתוצאה מכך האתגרים גדולים יותר".

מיכה גולדברג:

## הגדלת סחירות ונזילות; שיפור נראות וחשיפה בשפה האנגלית; ולימוד והעמקת ההיכרות עם המשקיעים החדשים"

**מיכה גולדברג** מציע לחברות לטפל במספר תחומים: הגדלת סחירות ונזילות, שיפור נראות וחשיפה בשפה האנגלית, ולימוד והעמקת ההיכרות עם המשקיעים החדשים - מה הם מחפשים, מה חשוב להם.

**דן הארוורד** ציין כי אחד היתרונות של השוק הישראלי הוא בסיס משקיעים מוסדיים מאוד חזק, התורם לציבות, ולכן חשוב להתמקד בהם, להתחזק בבית ואח"כ לצאת החוצה, לאתר אנליסטים מחו"ל ולחשוף בפניהם את החברות. "יש להתייחס לקשר עם משקיעים זרים כאל ריצת מרתון. מדובר בדיאלוג לאורך שנים. המשקיעים בוחנים מאות חברות בשנה, והם יודעים לזהות מי 'מנסה למכור' ומי מדווח אמת".

מכאן, שחשוב לשמור על שקיפות ולהעביר למשקיעים ולאנליסטים חומר ברור ומלא. גורם משמעותי נוסף, הוא הגדלת הכמות הצפה, הן כדי להגדיל את משקלנו במדדים והן כדי לעורר את עניינם של המשקיעים הזרים, שאינם נוטים להתעניין בחברות בעלות החזקות ציבור נמוכות. מעבר לכל, בנוסף לפעילות של כל אחת מהחברות בנפרד, הסכימו משתתפי הכנס כי יש חשיבות רבה להעלאת המודעות לכלכלה הישראלית באופן כללי, על שיעורי הצמיחה שלה, יציבותה ויתרונותיה.

עצות והמלצות לחברות הישראליות כיצד להפיק את המיטב מהשדרוג, מגיעות גם מהדוברים מחו"ל. מנהל ההשקעות מלונדון מצביע על מספר

### חברת MSCI, יצרנית מובילה של מדדי מניות בינלאומיים, עוקבת אחר שוקי ההון במדינות שונות, המסווגות במדדים לשלוש קטגוריות:

1. **שווקים מפותחים** (Developed Markets) - 23 מדינות בעלות כלכלה מפותחת ויציבה. עם מדינות אלה נמנות מובילות עולמיות כמו ארה"ב, בריטניה, צרפת, קנדה, יפן, אוסטרליה, גרמניה ועוד.
2. **שווקים מתעוררים-מתפתחים** (Emerging Markets) 22 מדינות שכלכלתן ושוק ההון שלהן נמצאים עדיין בשלבי התפתחות. כדוגמת רוסיה, טורקיה, ברזיל, הודו, סין ועוד.
3. **שווקים לא מפותחים** (Frontier Markets) - לדוגמה מדינות רבות באפריקה או באמריקה הלטינית.

שינוי הסיווג של ישראל משוק מתפתח לשוק מפותח ייכנס לתוקף במאי 2010, במסגרת השינוי, ישראל תעבור ממקום 9 ברשימת ה- Emerging Markets למקום 20 ב- Developed Markets, בדומה לדנמרק ולבלגיה. עם משקל גדול יותר מפורטוגל, יוון, אירלנד, ניו זילנד ונורבגיה.

#### ישראל תיכלל בשלושה מדדים:

- MSCI World - 0.39%
- MSCI EAFE (Europe, Australia, Far East) - 0.83%
- MSCI KokuSai (World Excluding Japan) 0.44%

רק מניות של חברות ישראליות שנסחרות בבורסה בת"א ייכללו במדד השווקים המפותחים. חברות הנסחרות רק בארה"ב, כגון צ'ק פוינט, לא ייכללו במדד.