

יולי 2019 | מחקר מספר 125

כלים ממשלתיים לקידום השקעות של גופים מוסדיים בפיתוח בינלאומי

דורון קול

עמית מחקר מרכז מילקן לחדשנות, מכון ירושלים למחקרי מדיניות



מכון ירושלים למחקרי מדיניות Jerusalem Institute for Policy Research
מרכז מילקן לחדשנות Milken Innovation Center

ברצוני להודות לעו"ד ארזה אחיטוב על ההנחיה הצמודה והליווי המקצועי והאקדמי לאורך כתיבת המחקר. תודה רבה למתן לב-ארי על ההזדמנות להתעמק בנושא המעניין הזה ולהובילו. תודה לאנשי היחידה לארגונים בינלאומיים באגף הכלכלן הראשי במשרד האוצר: בר-בן-יעקב, מעיין טפר-רותם, הודיה רוזנבאום וזואי היילצר. תודה לכלכלנית הראשית שירה גרינברג על הליווי בסוף תקופת המחקר. תודה מיוחדת לצוות מרכז מילקן לחדשנות: לפרופסור גלן יאגו על ההזדמנות לקחת חלק בתחום שצובר תאוצה בארץ ובעולם, לסטיבן זכר על הסיוע וההעשרה המקצועית לאורך השנה, ותודה מיוחדת לאורלי מובשוביץ-לנדסקרונר על הליווי המסור, המקצועי והנפשי, ועל התמיכה שתרמה להשלמת המחקר.

על אודות תוכנית עמיתי מרכז מילקן לחדשנות

תוכנית עמיתי מרכז מילקן לחדשנות מקדמת את הצמיחה הכלכלית בישראל באמצעות התמקדות בפתרונות חדשניים, מבוססי שוק, לבעיות מתמשכות בתחומים חברתיים, כלכליים וסביבתיים. התוכנית מתמקדת באיתור פתרונות גלובליים והתאמתם למציאות הישראלית ובבניית ממשקים חינוכיים המחברים בין משאבים ממשלתיים, פילנתרופיים ועסקיים, לטובת צמיחה ופיתוח לאומי בר-קיימא.

התוכנית מעניקה מלגות שנתיות לישראלים מצטיינים, בוגרי מוסדות להשכלה גבוהה בארץ ובעולם, המתמחים במוקדי קבלת ההחלטות הלאומיים ומסייעים בפיתוח פתרונות באמצעות מחקר והתמחות. היקף הפעילות של עמיתי התוכנית הוא מקסימלי – התמחות, הכשרה ומחקר במשך חמישה ימים בשבוע.

במשך שנת התמחותם עוסקים עמיתי מכוון מילקן במחקר המדיניות במשרדי הממשלה וברשויות שלטוניות אחרות, ומסייעים למקבלי ההחלטות ולמעצבי המדיניות בחקר ההיבטים השונים של סוגיות כלכליות, סביבתיות וחברתיות.

בנוסף עורכים העמיתים מחקר מדיניות עצמאי, שמטרתו לזהות חסמים לתעסוקה ולצמיחה בישראל ולאתר פתרונות אפשריים. מחקרי העמיתים מתבצעים בהדרכת צוות אקדמאי ומקצועי מנוסה ותומכים במחוקקים וברגולטורים, המעצבים את המציאות הכלכלית, חברתית והסביבתית בישראל.

במהלך השנה מוענקת לעמיתים הכשרה אינטנסיבית במדיניות כלכלית, ממשל ושיטות מחקר. במסגרת מפגשי ההכשרה השבועיים, העמיתים רוכשים כלים מקצועיים לכתובת תזכירים, מצגות וניירות מדיניות, וכן כלי ניהול, שיווק ותקשורת. בנוסף, נפגשים העמיתים עם בכירים במשק ובממשל ועם אנשי אקדמיה מהשורה הראשונה בישראל ובעולם. בסמסטר הראשון, העמיתים משתתפים בקורס המתמקד בחידושים פיננסיים, במסגרת בית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית בירושלים. הקורס מקנה 3 נקודות זכות אקדמיות, ומלמד אותו פרופ' גלן יאגו, מנהל בכיר, ומייסד, המעבדות לחידושים פיננסיים[™] במכון מילקן.

את בוגרי התוכנית ניתן למצוא במגוון תפקידים בכירים במגזר הפרטי, כמרצים באקדמיה, במגזר הציבורי וכיועצים לשרים ולמשרדי הממשלה. ישנם בוגרים שנקלטו במשרדי הממשלה, ואחרים המשיכו ללימודים גבוהים באוניברסיטאות מובילות בישראל, ארצות הברית ובריטניה.

תוכנית עמיתי מרכז מילקן לחדשנות היא לא פוליטית ובלתי מפלגתית, ואינה מקדמת קו פוליטי או אידאולוגי.

למידע נוסף על אודות התוכנית: www.milkeninnovationcenter.org

תוכן עניינים

4	תקציר מנהלים
5	פרק 1 – מבוא
5	פיתוח בינלאומי
8	פלטפורמות בינלאומיות להשקעה בפיתוח בינלאומי
9	פרק 2 – הזדמנויות להשקעות של גופים מוסדיים במדינות מתפתחות
9	הון רב בגופים מוסדיים
10	ביקוש רב להשקעות במדינות מתפתחות
11	קצב צמיחה מהיר במדינות מתפתחות
12	מגמה לקידום השקעות אחראיות
13	פרק 3 – מגבלות על גופים מוסדיים בהשקעות במדינות מתפתחות
14	פרק 4 – מימון משולב (Blended Finance)
16	מכשירי מימון משולב לפיתוח בינלאומי
18	פרק 5 – דוגמאות מהעולם לפלטפורמות מימון משולב לפיתוח בינלאומי
18	CIO — Climate Investor One
19	MCCP - Managed Co-lending Portfolio Program
19	KIF – Danish Climate Investment Fund
21	IFU — Investment Fund for Developing Countries
22	פרק 6 – המלצות
22	קרן צוהר – צוהר לשווקים מתפתחים
26	שינויי רגולציה
26	סיכום
28	ביבליוגרפיה
30	ראיונות, ישיבות וכנסים

תקציר מנהלים

בשנים האחרונות שינה הפיתוח הכלכלי של מדינות מתפתחות את צורתו – הן מצד האתגרים שמדינות אלו צופות, והן מצד ההשקעות העצומות הדרושות לשם סגירת פערי הפיתוח בין העולם המפותח לבין המדינות המתפתחות. עקב כך הכריז האו"ם בשנת 2015 על 17 יעדי פיתוח בר-קיימא עד שנת 2030. כמו כן חלחלה ההבנה שכספי סיוע אינם יכולים להיות מבוססים על כספי ממשלות בלבד, ויש ליצור אפיקי השקעה במדינות אלו גם למשקיעים פרטיים ולמוסדות פיננסיים. חברות פרטיות וגופים מוסדיים בעולם המערבי מתחילים להיפתח לשווקים מתפתחים ולמצוא במדינות אלו הזדמנויות כלכליות אשר לא רק עוזרות להן לעמוד ביעדי הפיתוח של האו"ם, אלא אף מניבות תשואות רבות עבור המשקיעים.

בשנים האחרונות גם ממשלת ישראל מתחילה להגביר את פעילותה בתחומים של תרומה, סיוע והשקעה במדינות מתפתחות, ובזכות החלטת הממשלה 4021, אף מתחילה לגשש אחר דרכים לשתף את המגזר הפרטי בפעילות זו.

במחקר זה בחנתי את הכלים הממשלתיים הקיימים אשר יכולים לתמרץ גופים מוסדיים ישראלים להשקיע בפרויקטים במדינות מתפתחות. התבססתי על ראיונות עם מנהלי השקעות בגופים מוסדיים ועם גורמים מובילים במשק הישראלי בתחום הפיתוח הבינלאומי, כדי לבחון את המגבלות ואת ההזדמנויות שיש לגופים מוסדיים בהשקעות במדינות מתפתחות. לאחר מכן סקרתי את הפלטפורמות למימון פרויקטים במדינות מתפתחות אשר מצליחות להסיט אליהן השקעות של גופים מוסדיים.

בפרק 1 בחנתי את האינטרסים השונים של הממשלה להשקיע במדינות מתפתחות. מצאתי שישנן תשואות כלכליות, מדיניות וחברתיות בהשקעה בשווקים מתעוררים, וכי ישנם אפיקי השקעה שדרכם המדינה יכולה ליהנות משלוש התשואות הללו. כמו כן, פירטתי אפיקי השקעה רבים שבהם גופים מוסדיים יכולים להשתתף במימון פרויקטים במדינות מתפתחות. אלו כוללים את הבנקים המולטילטראליים (MDBs), הבנקים הבינלאומיים (DFIs) וקרנות למימון פרויקטים.

בפרק 2 סקרתי את ההזדמנויות שיש לגופים מוסדיים בעת השקעה במדינות מתפתחות. לאחר ראיונות עם בעלי עניין שונים נמצא כי יש עניין להתחיל לחדור לשווקים מתפתחים חדשים באמצעות השקעות ציבוריות אלו. גופים מוסדיים כמו קרנות פנסיה, חברות ביטוח, קרנות ממשלתיות ועוד, מנהלים הון בהיקפים עצומים (1.8 טריליון שקלים בישראל). נתון זה מעיד על כך שיש בישראל היצע של הון להשקעות. נוסף על כך, לפי דוחות של קרן המטבע העולמית, קצב הצמיחה במדינות המתפתחות גבוה יותר מאשר בארה"ב ובאירופה, וגדל בקצב מהיר יותר. מלבד היצע ההון למדינות אלו, ישנם גם ביקושים להשקעות במדינות מתפתחות אשר עומדים על 1-1.5 טריליון דולר בשנה, וזאת כדי לעמוד ביעדי הפיתוח של האו"ם. לבסוף, ישנה מגמה של השקעות אחראיות – השקעות המביאות בחשבון תשואות חברתיות וסביבתיות נוסף על התשואות הכלכליות. אלה מהווים גורמי משיכה ודחיפה להשקעות של גופים מוסדיים במדינות מתפתחות.

בפרק 4 אסקור את המגבלות על השקעות של גופים מוסדיים במדינות מתפתחות. חסמים פוליטיים, רגולטוריים ופיננסיים מונעים מהגופים המוסדיים את האפשרות להשקיע במדינות מתפתחות כיום. כלי מימון משולב (Blended Finance) יכולים להקטין את החסמים הללו. כלים אלו מסיטים את הסיכון מהמשקיע הפרטי או המוסדי ומניידים את ההון למדינות מתפתחות. פיתוח כלים אלו על-ידי הממשלה הפך לדבר שבשגרה בקרב מדינות מפותחות, ומטרתן הן לסייע לעמידה ביעדי הפיתוח של האו"ם והן לקדם חברות עסקיות מהמדינות המפותחות ולעודד ייצוא של חברות מקומיות לשווקים חדשים.

גופים מוסדיים מחפשים אפשרויות להיפתח להשקעות ארוכות טווח בריבית נמוכה, ויש להם חלון הזדמנויות להשתמש בכלי המימון המשולב שנועדו להסיט את הסיכון מהשקעות במדינות מתפתחות. סקירה בינלאומית של כלים פיננסיים אשר ניתנים על-ידי ממשלות וגופים ציבוריים (פרק 5), העלתה שישנה מגמה לפתוח קרנות ייעודיות להשקעות בפרויקטים במדינות מתפתחות. הקרנות הללו מניבות תשואות של 20%-5% לאורך 10-20 שנה, ויכולות לספק אפיקי השקעה לגופים מוסדיים לשם מקסום התשואות ופיזור הסיכונים.

המלצת המחקר (פרק 6) היא להקים קרן שתשקיע בפרויקטים במדינות מתפתחות, במגזרים שבהם יש לישראל יתרון יחסי, ותקדם את יעדי הפיתוח הבר-קיימא (SDGs) תוך קידום המשק הישראלי. תנאי הכרחי להשקעה בפרויקטים הוא הימצאות זיקה ישראלית משמעותית בפרויקט. זיקה זו יכולה להתבטא במעורבות של חברה פרטית ישראלית בהשקעה באותו פרויקט, במקביל להשקעת הקרן, או במעורבות של חברה ישראלית (טכנולוגיה או שירות) בתכנון, בהקמה או בתפעול הפרויקט. הקרן, בעזרת תנאים מועדפים שתעניק הממשלה, תאפשר להסיט הסיכון מגופים אלו.

הקמת הקרן, על-פי ההמלצה, עשויה לסייע למדינה לעמוד בהחלטות הממשלה האחרונות בתחום קידום הפיתוח הבינלאומי, לצד קידום השקעות של חברות ישראליות במדינות מתפתחות. הקמת הקרן עשויה להניב תשואות כלכליות, מדיניות וחברתיות לממשלת ישראל, תוך מתן כלים נוספים לגופים המוסדיים להשקיע את הכספים הציבוריים באפיקי השקעה חדשים ומבוצרים. ערוץ מימון נוסף זה לפרויקטים במדינות מתפתחות יכול ליצור אקלים השקעות חדש בתעשייה הישראלית ולאפשר הן לגופי מימון והן לממשלת ישראל לרכוש ידע וכלים בתחום המימון לפיתוח בינלאומי. הקמת "קרן צוהר" יכולה להיות שלב ראשון בדרך להקמת מוסד פיתוח ישראלי, ועשויה לאפשר הקמת תשתית ידע ויכולת לצורך התקדמות בתחום הפיתוח הבינלאומי בישראל.

פרק 1 – מבוא

פיתוח בינלאומי

"פיתוח בינלאומי" הוא מושג רחב הכולל את מגוון הפעילויות לשיפור מרקם החיים החברתי והסביבתי בקהילה או במדינה מסוימת כדי לסייע לה להגיע לצמיחה כלכלית תוך שמירה על ערכים והתנהגויות אשר ישפרו את חיי התושבים בה. באספה מיוחדת בנושא פיתוח בינלאומי של האו"ם בשנת 2015 נוסדה תוכנית מקיפה לקידום יעדי הפיתוח הבר-קיימא – Sustainable Development Goals – (להלן: SDGs) המכוונת להשגת 17 יעדים מוגדרים לפיתוח בר-קיימא עד שנת 2030.

יעדים אלו (איור 1) נוגעים לאתגרים גלובליים: כלכליים, סביבתיים וחברתיים, הכוללים בין היתר מיגור עוני, חיבור לחשמל ומים נקיים, יצירת שוק עבודה יציב, קידום שוויון מגדרי, התמודדות עם שינוי האקלים ועוד. לשם מדידת 17 היעדים הכלליים גובשו 169 אינדיקטורים אמפיריים, המהווים מדד להצלחה עבור כל אחד מהיעדים.

איור 1 - יעדי ה-SDG's של האו"ם



מקור: האו"ם, 2019.

כדי לעמוד ביעדי הפיתוח הללו, מרבית ההשקעה צריכה להיות מופנית למדינות מתפתחות. על-פי הגדרתן בקרב גופים בינלאומיים, וגם בעבודה זו, מדינה מתפתחת היא מדינה בעלת הכנסה לאומית גולמית לנפש הנמוכה מ-12,056 דולרים בשנה (World Bank, 2019). לפי סוכנות האו"ם לפיתוח, כדי לעמוד ביעדים נדרש היקף סיוע בינלאומי הגדול פי כמה מהסיוע הניתן כיום, אשר עומד על 1.4 טריליון דולר. לפי האו"ם, נדרשים עוד כ-2.5 טריליון דולר בשנה כדי לעמוד ביעדים לפיתוח בר-קיימא עד שנת 2030 (UNCTAD, 2015).

ממשלת ישראל מתחילה בשנים האחרונות להצטרף למגמה העולמית של תרומה, סיוע והשקעה במדינות מתפתחות.¹ זאת כחלק מההבנה שעידוד ההשקעה והסיוע למדינות מתפתחות עשוי להניב שלוש תשואות שונות – כלכלית, מדינית וחברתית-סביבתית.

אשר לתמורה הכלכלית, תשואות כלכליות במדינות מתפתחות יכולות לסייע למשק הישראלי בשני היבטים: עידוד הייצוא של חברות ישראליות והגדלת התשואה על השקעות ישראליות. הגדלת הייצוא מניבה לכלכלה הישראלית תועלת – הן לחברות הפרטיות עצמן והן למשק הישראלי כולו, זאת בזכות העלייה בהכנסותיהן של החברות הפרטיות המייצאות, דבר שמתבטא בעלייה בתוצר הישראלי.

לדוגמה, דרך קרן הסייבר בבנק הבין-אמריקאי (IDB), שבו ישראל חברה, נחשפו כ-17 חברות ישראליות לפרויקטים באמריקה הלטינית (מערך הסייבר, 2019). זאת ועוד, ייצוא של החברות הישראליות לשווקים חדשים יכול ליצור אפקי עבודה ומסחר חדשים בתוך המשק הישראלי. לפי מחקר של ממשלת אוסטרליה (Otor & Dornan, 2017), העברת כספי

¹ החלטות הממשלה מס' 1604 מ-2014 בנושא "חיזוק הקשרים הכלכליים עם מדינות אמריקה הלטינית והברית הפאסיפית", החלטה מס' 1687 מ-2014 בנושא "תכנית לקידום והרחבת הקשרים הכלכליים בין ישראל וסין", החלטה מס' 1585 מ-2016 בנושא "חיזוק הקשרים הכלכליים ושיתופי הפעולה עם מדינות יבשת אפריקה", והחלטה מס' 2783 מ-2017 בנושא "חיזוק הקשרים עם הרפובליקה של הודו"

סיוע של מדינה מפותחת למדינה מתפתחת עשויה לפתוח את שערי המסחר לחברות של המדינה המפותחת, באופן שמעלה את הייצוא ואת הפריזון של אותה מדינה. במקרה האוסטרלי, השקעה של דולר אחד דרך כספי סיוע הביאה לעלייה של 7.1 דולרים בהכנסות של חברות אוסטרליות מיצוא למדינות אלו.

בתחום ההשקעות, שבו נתמקד עבודה זו, ישנה תועלת כלכלית נוספת: צמיחה כלכלית של מדינות מתפתחות ותשואות כלכליות להשקעות בהן. שווקים מתעוררים במדינות מתפתחות הם מנועי הצמיחה של העתיד: משנת 1990, חלקן של המדינות המתפתחות בצמיחת התמ"ג העולמי עלה מ-24% לכ-60% כיום (מרכז מילקן לחדשנות, 2018). כמו כן, עקב שינויים מבניים בביקוש העולמי להון, ישנה מגמה של העברת השקעות מצפון כדור הארץ לדרום. השינויים המבניים הללו כוללים את הביקושים הגדלים במדינות המתפתחות; השינויים הדמוגרפיים אשר מחייבים יצירת משרות חדשות והשקעות בחצי הכדור הדרומי; פערי ההשקעה אשר מקשים על המדינות המתפתחות לעמוד ביעדי הפיתוח של האו"ם והתמודדות עם שינוי האקלים; האטה בצמיחה ובפריזון בכלכלות המפותחות, אשר פוגעת בהחזרי ההשקעות של הגופים השונים (מרכז מילקן לחדשנות, 2018). כל אלה הן סיבות לכך שבדוחות של החברות מקינזי ומורגן סטנלי, חזו כי השווקים המתעוררים יכולים לשמש כמנועי הצמיחה עבור הכלכלה העולמית בעתיד (Mckinsey and Company; 2018, Morgan Stanley; 2019).

אשר לתמורה המדינית, סיוע והשקעה במדינות מחוץ לישראל צפויים להניב "דיבידנדים" דיפלומטיים ומדיניים (משרד החוץ, 2019). הגדלת חלקה של ישראל בהשקעות בפיתוח בינלאומי צפויה לחזק את מעמדה של ישראל בעולם ולתרום לחיזוק הקשרים האסטרטגיים ולהרחבת ההשפעה הישראלית בעולם המתפתח, הן מבחינה פוליטית והן מבחינה כלכלית.

התמורה השלישית היא **ההשפעה החברתית והסביבתית**. המדינות המתפתחות מתמודדות עם בעיות חמורות של רעב ושל היעדר גישה למים נקיים ולסניטציה, ולכן שיפור מצבן הוא מטרה ראויה העומדת בפני עצמה – מדובר בשיפור מצבם ורווחתם של בני אדם. אזרחי העולם המפותח נהנים מחיבור לחשמל, ממים נקיים, מסניטציה ומנגישות לחינוך, אך חלק גדול מתושבי העולם – 30% מהם, 2.1 מיליארד בני אדם – אינם נהנים מאלה (WHO, 2017).

נוסף על כך, צמיחה כלכלית בת-קיימא ויציבות פוליטית במדינות המתפתחות משפיעות בעקיפין על יציבותן של המדינות המפותחות, על-ידי מניעת הגירה באמצעות יצירת תנאי מחיה טובים יותר במדינות מתפתחות; הפחתת זיהומים סביבתיים על-ידי פיתוח ידע ותשתית לשמירה על הסביבה; ומיגור שינויי האקלים על-ידי פיתוח בר-קיימא במדינות המתפתחות. כל אלה מציבים את המדינות המתפתחות בעמדת השפעה מרכזית על רווחתם של תושבי המדינות המפותחות.

לנוכח התמורות הכלכליות, המדיניות והחברתיות-סביבתיות, קידמה ממשלת ישראל בשנים האחרונות כמה החלטות ממשלה התומכות בפיתוח של מדינות מתפתחות. בעקבות החלטת ממשלה מס' 4021 בנושא "קידום הפעילות הישראלית בתחום הפיתוח הבין-לאומי", כלל פעילות הפיתוח של ישראל נבחנת מחדש, ובהתאם לכך נשקלות התשואות השונות לכלל חלקי המשק כחלק מקידום הפיתוח הבינלאומי. כחלק מההחלטה, הוועדה הבין-משרדית לקידום אסטרטגיית הפיתוח של ממשלת ישראל בוחנת גם את הכלים להגדלת פוטנציאל השוק של המגזר הפרטי הישראלי דרך פיתוח בינלאומי. להלן יוצגו הכלים העומדים לרשות מדינת ישראל כדי להגדיל את ההשקעות במדינות מתפתחות.

פלטפורמות בינלאומיות להשקעה בפיתוח בינלאומי

עיקר המשאבים המוקצים כיום לפיתוח בר-קיימא במדינות מתפתחות מסתמכים על תקציבי ממשלות וארגונים בין-מדינתיים אשר נמדדים על-ידי ה-OECD. מדד ה-ODA (Official Development Assistance) של ה-OECD בוחן ומשקלל תרומות ישירות ומענקים של המדינות לטובת מדינות מתפתחות. המדינות החברות במדד זה הן מדינות ה-DAC (Development Assistance Committee) והן מרכיבות את הפורום של 30 המדינות אשר תורמות את הכסף הממשלתי הרב ביותר לפיתוח בינלאומי.

המלצת ה-OECD להיקף התרומה של המדינות המפותחות לצורך עמידה ביעדי הפיתוח עומדת על 0.7% מההכנסה הלאומית הגולמית (Gross National Income, להלן: GNI) של כל מדינה בארגון. ישראל נמצאת במקום האחרון מבין מדינות ה-OECD במדד ה-ODA, עם תרומה שנתית בשיעור של 0.11% מההכנסה הלאומית הגולמית לסיוע למדינות מתפתחות (OECD, 2018). גם אילו עמדו כל המדינות המפותחות ביעד של ה-OECD להשקעה של 0.7% מה-GNI, לא היה אפשר לסגור את הפער במימון הנדרש לשם עמידה ביעדי הפיתוח של האו"ם. בשל כך נבחנים כלי מימון חדשים אשר יאפשרו ריכוז וניוד הון למדינות מתפתחות. בימים אלה ה-OECD מפתח מדד חדש שיכלול כלים נוספים אשר יתמרוזו השקעות של גופים פרטיים במדינות מתפתחות. מדד חדש זה יכלול ערבויות מדינה אשר מוענקות לטובת השקעות במדינות מתפתחות, והוא נקרא TOSSD (OECD, 2017) (Total Official Support for Sustainable Development).

אפיק נוסף שבאמצעותו אפשר להשקיע במדינות מתפתחות הוא **מוסדות פיתוח בילטרליים ומולטילטרליים**. מוסדות אלו הם גופים פיננסיים ייחודיים העושים שימוש בכלים בנקאיים, אך שלא כמו בנקים מסחריים, מטרתם איננה מקסום שורת הרווח בלבד, אלא גם שגשוג כלכלי וחברתי במדינות שבהם הם משקיעים. ישראל חברה בכמה מוסדות בילטרליים, והקשר עמם מנוהל באמצעות אגף הכלכלן הראשי במשרד האוצר.

מלבד בנקים מולטילטרליים, ישנה מגמה מתרחבת של הקמת מוסדות פיננסיים בילטרליים המכונים DFI (Development Finance Institute). DFI היא פלטפורמה מימונית, במימון ממשלתי, שמשקיעה בחברות פרטיות ומציעה תמיכה בפרויקטים המציעים מוצרים ושירותים שמקדמים צמיחה בת-קיימא במדינות מתפתחות. מוסדות ה-DFI קמים מכיוון שמשקיעים ועסקים אינם נלהבים לקדם פרויקטים מסוג זה בשוקים מתפתחים. ה-DFI מציעים גמישות, צמיחה ותשואות באמצעות שילוב כלים פיננסיים הכוללים בין היתר השקעות equity, ערבויות, הלוואות ואגרות חוב, באופן שיעודד משקיעים ליטול סיכוני פיתוח, מט"ח, נזילות ותפעול מסוימים.

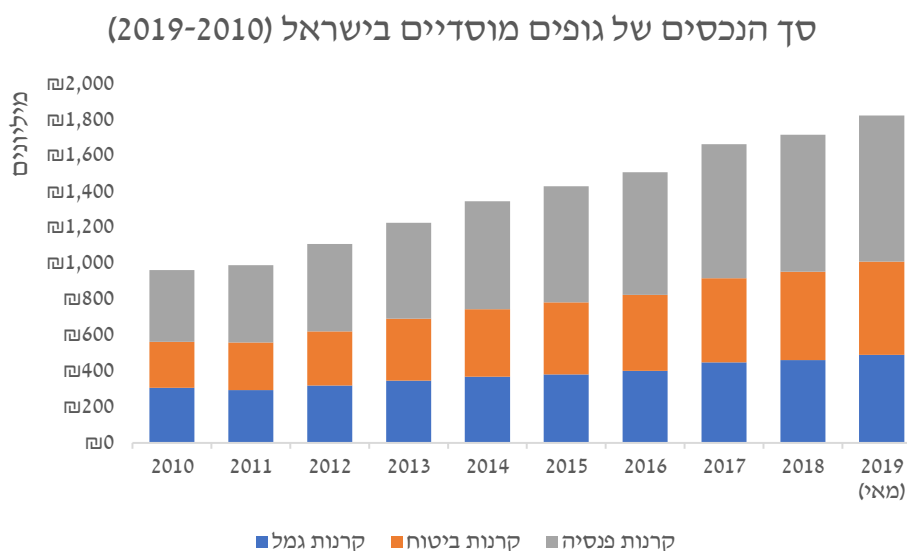
האו"ם מעריך כי על השוק הפרטי/מוסדי להשקיע 1-1.5 טריליון דולר ב-SDGs כדי לסגור את הפער. מתוך 269 טריליון דולר בנכסים מושקעים ברחבי העולם (IFC, 2019), נראה שאין מחסור בהון אשר מחפש השקעות ארוכות טווח והכנסות יציבות, אך רק לגופים מוסדיים מועטים יש חשיפה ישירה לנכסים במדינות מתפתחות. כיום, שיעור ההשקעה בתשתיות הוא 3%-1% מתיק הנכסים של גופים מוסדיים (ראיונות עם גופים מוסדיים, 2019). רק חלק קטן משיעור זה מושקע במדינות מתפתחות. בקנדה ובאוסטרליה הגופים המוסדיים משקיעים יותר בתשתיות ובמדינות מתפתחות – 5%-10% מסך תיקי הנכסים שלהם (Blended Finance Taskforce, 2018).

פרק 2 – הזדמנויות להשקעות של גופים מוסדיים במדינות מתפתחות

הון רב בגופים מוסדיים

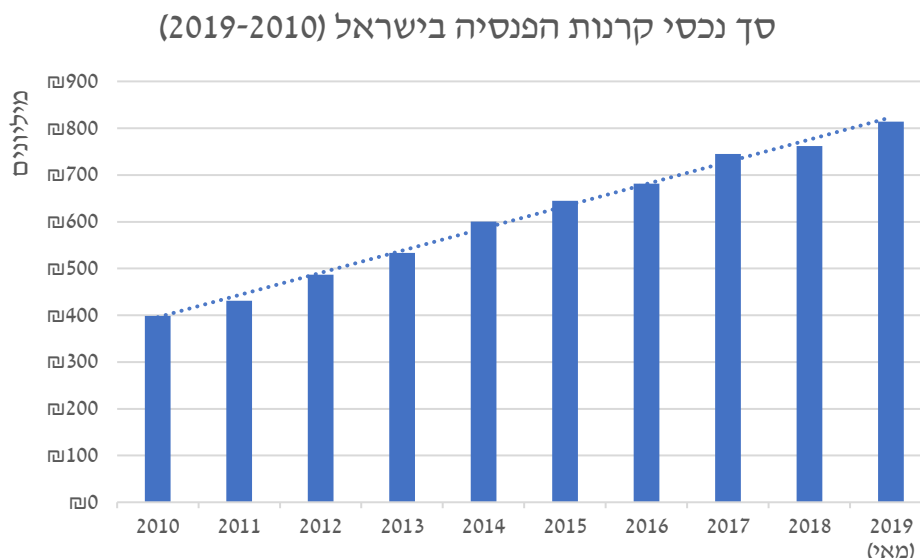
באופן מסורתי, גופים מוסדיים הם משקיעים הטרוגניים הכוללים את קרנות הפנסיה, ביטוח, גמל וקרנות לאומיות. גופים אלו הם מקור מרכזי של הון ארוך טווח, ותיקי הנכסים שהם מחזיקים בידיהם בנויים משני מכשירים פיננסיים מרכזיים – אג"חים (השקעות חוב) והשקעות הון (דרך מניות או השקעות ישירות). הגופים המוסדיים מחזיקים את כספי הציבור אשר מושקעים בתור חיסכון לפנסיה או ביטוחים אחרים, ולכן יש להתנהל עם כספים אלו בצורה אחראית וזהירה. נכון לסוף שנת 2018, במדינות ה-OECD לבדן מוחזקים כ-85 טריליון דולר בהשקעות בגופים מוסדיים (Rottgers, Tandon and Kaminker, 2018). גופים מוסדיים בישראל (קרנות גמל, פנסיה וביטוח) מחזיקים בנכסים בשווי 1.8 טריליון שקלים (נכון למאי 2019, תרשים 1). חלקם מושקעים בפרויקטים ארוכי טווח, בזכות האופי הביטוחי שלהם. קרנות פנסיה בישראל הכפילו את החזקתן בנכסים בשנים 2010-2019, משווי של 400 מיליון שקלים לשווי של 815 מיליון (תרשים 2). מראיונות עם מנהלי קרנות בישראל עולה שיש עניין בהשקעות בנכסים לא-סחירים בשווקים מתעוררים ובמדינות מתפתחות, כדי לגוון את תיק ההשקעות ולהיפתח להשקעות בשווקים עם פוטנציאל צמיחה ארוך טווח. אם ישקיעו הקרנות בישראל 1% מסך ההשקעות בתיקי הפנסיה שלהן במדינות מתפתחות ובשווקים מתעוררים, יהיה אפשר לנייד 81 מיליון שקלים לפרויקטים שיעודדו פיתוח וגם יאפשרו גישה לשווקים חדשים בעלי תשואה גבוהה.

תרשים 1. התפלגות ההון המושקע בגופים מוסדיים (רבעון ראשון, 2019)



מקור: רשות שוק ההון והביטוח.
עיבוד: מרכז מילקן לחדשנות, 2019.

תרשים 2. נתוני הנכסים של קרנות הפנסיה בישראל לפי שנה (2010-2019)



מקור: רשות שוק ההון והביטוח. עיבוד: מרכז מילקן לחדשנות, 2019.

תנאי המשק, ובפרט המדיניות המוניטרית המרחיבה שהורידה את הריבית בארץ, הובילו בשנים האחרונות את המשקיעים המוסדיים לחפש אחר אפיקי השקעה חדשים. אפיקי השקעה בתחום הנדל"ן, קרנות גידור ו-private equity בתחומי המדינה מתחילים להגיע למיצוי באופן חלקי, ולכן שווקים חדשים עם פוטנציאל צמיחה גבוה יכולים להועיל לציבור הישראלי, באמצעות המוסדות הפיננסיים, ובלבד שיעשו בזהירות רבה. נתון זה נתמך בראיונות שהתקיימו עם מנהלי ההשקעות בגופים מוסדיים (ראיונות עם גופים מוסדיים, 2019), ולפיהם אפיקי ההשקעה בשווקים המפותחים מתחילים למצות עצמם ולהאט, ומצד שני ישנה עלייה באפיקי השקעה אטרקטיביים בשווקים המתעוררים.

ביקוש רב להשקעות במדינות מתפתחות

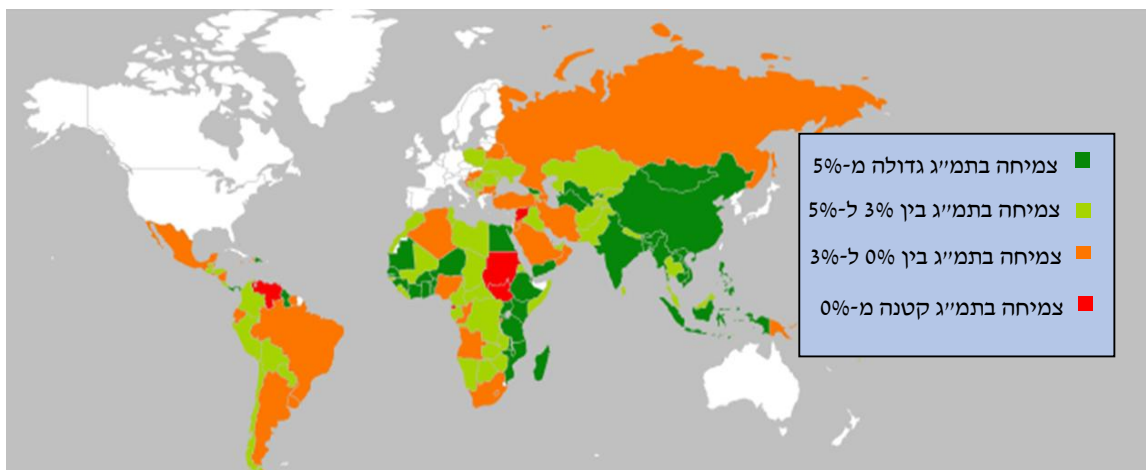
הביקוש להשקעות במדינות מתפתחות נמצא בשיא כל הזמנים, וצפוי להוסיף ולעלות במידה ניכרת בשנים הבאות. ב-OECD מעריכים שהביקוש העולמי המצטבר לתשתיות תחבורה, ייצור, חלוקה והובלה של אנרגיה, מים וטלקומוניקציה יעמוד על כ-71 טריליון דולר עד שנת 2030 (OECD, 2014). נוסף על כך, לפי הערכת הארגון, פיתוח תשתיות לצורך הגעה ליעד של שוק אנרגיה דל פחמן יצריך השקעה נוספת של כ-36 טריליון דולר עד 2050. היקפי המימון הללו אינם בני-השגה רק באמצעות גופים ציבוריים ותקציבי ממשלה. בנקים, אשר לכאורה יכולים להיות גורם מממן בתחום זה, מוגבלים בהשקעות ארוכות-טווח, שכן הרגולציה לאחר משבר האשראי של שנת 2008 מגבילה את פעילותם (רגולציה המכונה באזל 3). לפיכך, גופים מוסדיים – חברות הביטוח והפנסיה – המחזיקים בהון ציבורי ובהתחייבויות לטווח ארוך יכולים להיות חלק מהפתרון של סגירת פערי ההשקעה ביעדי הפיתוח של האו"ם, ובלבד שהדבר ייעשה בזהירות ובמינונים הנכונים.

הביקושים להשקעות במדינות מתפתחות בתחומי התשתיות גבוהים וממשיכים לעלות משנה לשנה. לפי דוח מסכם של חברת BlackRock לשנת ההשקעות 2018, הצמיחה באירופה ובמדינות מפותחות רבות צפויה להאט, ובמקביל, נכסים במדינות מתפתחות נעשים כדאיים יותר להשקעה. ממשלות רבות במדינות מתפתחות הקלו את מדיניות ההשקעות והתאימו את המדיניות הפיסקלית שלהן לכניסה של משקיעים בינלאומיים. מנהלי הקרן הגדולה בעולם ממליצים בזהירות על השקעות בנכסים במדינות מתפתחות בשווקים מתעוררים (BlackRock, 2019). בו זמנית, הריביות במדינות מפותחות נמצאות בשפל במהלך השנים האחרונות, וההשקעה באג"חים שמניבים תשואות אפסיות עומדת על כ-10 טריליון דולר (Blended Finance Taskforce, 2018). מאפיינים אלו מגדילים את האפשרויות שיש לגופים מוסדיים בשווקים חדשים מתפתחים.

קצב צמיחה מהיר במדינות מתפתחות

במדינות מתפתחות ובשווקים מתעוררים ישנן מדינות שקצב הצמיחה בהן מהיר, ובטווח הקצר/בינוני יהיה מהיר אף יותר. בשנת 2019, לפי קרן המטבע העולמית, הצמיחה הצפויה במדינות מתפתחות ובשווקים מתעוררים עומדת על ממוצע של 4.7%, לעומת צמיחה של 2.1% בארה"ב ו-1.9% באירופה (IMF, 2019). הצמיחה הגבוהה ביותר צפויה להתרחש בדרום אסיה ובמזרח אסיה, וכן באפריקה שמדרום לסהרה, לצד צמיחה צפוי של 6.2% בסין ו-7.4% בהודו. גם באמריקה הלטינית ובמזרח התיכון הצמיחה צפויה לעלות. לעומת זאת, במזרח אירופה (אשר חוותה שיא צמיחה בשנת 2017) ובגוש האירופי, הצמיחה בשנים הקרובות צפויה לרדת בהדרגה. בתרשים 3 מוצגת תחזית הצמיחה של המדינות המתפתחות בחמש השנים הקרובות לפי נתוני קרן המטבע העולמית.

תרשים 3. תחזית צמיחה בתמ"ג במדינות מתפתחות ובשווקים מתעוררים בשנים 2018-2023



מקור: קרן המטבע העולמי. עיבוד: הכלכלן הראשי, משרד האוצר, 2018.

באקלים ההשקעות הנוכחי, אשר נע בסביבת ריבית נמוכה, ההחזרים הפוטנציאליים מפרויקטים של תשתיות במדינות מתפתחות צריכים לעניין את המשקיעים. התשואה מפרויקטי תשתית עומדת על 17% - 12% לפי סקר גופים מוסדיים שביצעה קבוצת Preqin (Preqin, 2017). יחד עם התשואה הגבוהה, הסיכוי ל-default בפרויקטים אלו נשאר נמוך, ודומה

לפרויקטים במדינות מפותחות. לפי חברת דירוג האשראי Moody's ה-default rate ביבשת אפריקה בפרויקטי תשתית עומד על 3% סה"כ – נתון נמוך יותר מפרויקטים דומים במערב אירופה (4%) ובארה"ב (7%) (Moody's, 2017).

מגמה לקידום השקעות אחראיות

נוסף על ההאטה הצפויה בשווקים מפותחים לעומת הצמיחה הצפויה בשווקים מתפתחים, ישנו אלמנט נוסף אשר יכול למשוך משקיעים מוסדיים להשקיע ביעדי SDGs- במדינות מתפתחות. באירופה ובארה"ב ישנה מגמה של קידום השקעות אחראיות (השקעות המתחשבות בתשואה חברתית, נוסף על התשואה הכלכלית) על-ידי רגולטורים ומשקיעים. השקעות אלו (מדדים להשקעות אחראיות הם ESG ו-CSR)² כבר החלו לתפוס נתחים גדולים מכספי המשקיעים הגלובליים, אך בישראל המגמה עדיין בתחילתה. בחוזר של הממונה על שוק ההון בשנת 2017 נכתב כי גופים מוסדיים מחויבים לדווח על השקעות "המתחשבות ברווחה חברתית בנוסף לשיקולי הרווח הכלכלי" (רשות שוק ההון, הביטוח והסיכון, 2017). מגמה זו יכולה לעודד גופים מוסדיים לחפש השקעות מסוג זה במדינות מתפתחות, לשם עמידה ביעדי ה-SDGs.

בגופים המוסדיים בעולם המפותח אפשר להבחין שחברות פנסיה גדולות כבר מתחילות להסיט השקעות לאפיקי השקעות לא-סחירות במדינות מתפתחות. חברת StoreBrand, קרן הפנסיה הגדולה בנורבגיה, הנפיקה אג"ח בסך 1.3 מיליארד דולר להשקעה באפיקים נקיים מדלקי מאובנים. חלק מההשקעות אלו נעשות במדינות מתפתחות (Blended Finance Taskforce, 2018). כאמור, בישראל המגמה עדיין בתחילתה, אך ישנם מדדים שנבנים במיוחד כדי למדוד את רמת האחראיות של חברות ציבוריות (מדד "מעלה"), וישנם גופי השקעות המדווחים על רמת האחראיות החברתית והסביבתית של השקעותיהם.

מלבד המגמה של קידום תקנים של השקעות אחראיות על-ידי הרגולטורים, גם הציבור מתחיל לפתח העדפות שונות בדפוס ההשקעה. במשך 30 השנים הקרובות יועברו כ-30 טריליון דולר מידיהם של דור ה-baby boomers (ילידי 1946-1964) לדור ה-y (ילידי 1977-1995) (Accenture, 2015). לפי דוח של Credit Suisse, בהשקעות שנעשות דרך הבנק, דור ה-y מייחס חשיבות גדלה והולכת למרכיבים של חברה, סביבה ומשילות בהשקעותיהם הפיננסיות (Credit Suisse, 2017). לפי Morgan Stanley, בני דור ה-y צפויים להשקיע במניה או בקרן שמדגישה את האחראיות החברתית פי שניים מאשר בני דור ה-baby boomers. הדור הצעיר יותר מאמין שהשקעותיו צריכות לייצר אימפקט חיובי (Morgan Stanley and Co, 2017).

לסיכום, אפשר להבחין שבצד הביקושים ישנו פוטנציאל נרחב ופרויקטים רבים שמחפשים מימון במדינות מתפתחות, ובצד ההיצע ישנם גופים מוסדיים אשר מחפשים אפיקי השקעה ארוכי טווח עם תשואה גבוהה וגיוון בתיק ההשקעות. במקביל ישנה מגמה של קידום השקעות אשר מתחשבות בהשפעה החברתית והסביבתית – הן מצד הרגולטורים והן מצד המשקיעים. על אף כל זאת, אנחנו רואים עדויות להשקעות מעטות בלבד של גופים מוסדיים בפרויקטים במדינות מתפתחות. מכאן עולה השאלה: מהן המגבלות אשר מונעות מגופים המוסדיים השקעה מסוג זה?

פרק 3 – מגבלות על גופים מוסדיים בהשקעות במדינות מתפתחות

לצד ההזדמנויות העומדות לפני משקיעים, ישנם גם חסמים כלכליים ורגולטורים אשר מונעים כיום מהמשקיעים המוסדיים לבצע את ההשקעות במדינות מתפתחות. מדינות מתפתחות רבות מאופיינות באי-יציבות פוליטית וכלכלית, בתנודתיות בשער החליפין, בדירוג אשראי נמוך ובאי-יציבות של המוסדות הכלכליים והמשפטיים. גורמים אלו הופכים את סביבת ההשקעה למסוכנת וחוסמים את כניסתם של משקיעים לפרויקטים מניבי תשואה במדינות מתפתחות. אמנם חסמים אלו כוללים סיכונים אמיתיים ומוחשיים, אך חלקם ניתנים לגישור על-ידי כלים מימוניים או רגולטוריים. האמצעים שיכולים לצמצם את החסמים יפורטו בהמשך – מדובר בכלים שיכולים להבטיח סביבה מקרו-כלכלית יציבה יותר; יצירת מסגרת משפטית אשר מבטיחה עמידה בהתחייבויות; עידוד שותפות פרטית-ציבורית; והבטחת שקיפות ועקביות רגולטורית. כדי להבין מהן המגבלות המונעות מגופים מוסדיים להשקיע בפרויקטים במדינות מתפתחות נערכו ראיונות עם נציגי כמה גופים מוסדיים בארץ. המידע שהתקבל בראיונות אלו צורף למידע המופיע בספרות המקצועית על ההשקעות במדינות מתפתחות.

מן הראיונות עם גופים מוסדיים עולים חסמים בכמה נושאים (ראיונות עם גופים מוסדיים, 2019):

- 1. חסמים רגולטוריים** – הרגולטור של הגופים המוסדיים הוא רשות שוק ההון, הביטוח והסיכון. מטרת הרגולטור לדאוג שכספי הציבור המושקעים בגופי הפנסיה והביטוח מושקעים בצורה אחראית. משום כך קיימת הגבלה על המדינות שבהן גוף מוסדי ישראלי יכול להשקיע את כספי העמיתים. הגבלה זו נקראת הגבלת "מדינת חוץ מאושרת" ובה "נקבע כי מדינת חוץ מאושרת תהיה מדינה שדורגה בדירוג השקעה שהוא BBB- ומעלה או מדינה החברה ב-OECD" (רשות שוק ההון, 2018). הדירוג נקבע על-ידי שלוש חברות הדירוג הגדולות בעולם, ומספיק שחברת דירוג אחת מתוך השלוש תדרג מדינה כלשהי מתחת לדירוג BBB - כדי שהמדינה תיפסל. יחד עם זאת, גופים רשאים להשקיע עד 5% מסך נכסי קופת הקרן בפרויקטים במדינות אשר אינן עומדות בתנאים אלו ואינן כלולות ב"מדינות החוץ המאושרות".
- 2. חסמים פוליטיים במדינות היעד** – חסמים הנובעים מסביבה פוליטית שאינה יציבה: תהפוכות בזירה הפוליטית, תסיסה חברתית, איום קיומי על שיטת המשטר, מלחמה או קרבה לאזורי מלחמה, וחשש מצורך בתשלום שוחד. החסמים הללו גורמים למצב של חשש ואי-ודאות אשר למערכת הרגולטורית במדינות היעד, ואי-ודאויות פיננסיות רבות.
- 3. סיכונים מטבע חוץ** – סיכונים הכוללים פחות חד במטבע, עתודות מט"ח נמוכות במדינת היעד, רמות אינפלציה גבוהות, גירעון תקציבי וחוב גבוה. כל אלה יוצרים חשש מפני השקעה, במיוחד בפרויקטים ארוכי טווח, וזאת לנוכח העובדה שגידור הוא כלי יקר.
- 4. סיכונים נזילות** – בפרויקטים של תשתיות אין החזר השקעות בשנים הראשונות של פיתוח הפרויקט, ובדרך כלל קשה למכור את האשראי בתחילת הפרויקט. גופים מוסדיים מעדיפים לעתים להשקיע בפרויקטים לאחר שלב

ההקמה, כלומר לאחר סיום אי-הוודאות של ההקמה, ועם תחילת קבלת תזרים מזומנים מהפרויקט. אף שגופים מוסדיים, ובעיקר קרנות פנסיה, מחויבים לעמיתיהם לאורך זמן, עמיתים יכולים לעבור בקלות בין הקרנות והקופות. רצונם של מנהלי הגופים הללו להציג תשואה גבוהה גם בטווח הקצר כדי למנוע עזיבת עמיתים, מרתיעה אותם ככל נראה מהשקעה כזאת.

5. שווקים חסרים במדינות היעד – שווקים פיננסיים מקומיים לא מפותחים, מחסור בשוקי אשראי, בשוקי equity ובגופים מממנים מתוך המדינה שבה מתבצע הפרויקט. חסם זה יוצר קושי לחדור ולחבור לשוק המקומי, וכן לקחת הלוואות במטבע מקומי.

מימון משולב הוא הכלי המקובל ביותר לפיזור הסיכונים בין כמה שחקנים. כך אפשר להקטין את הסיכונים, יצירת עסקאות של מימון משולב מצריכה אקלים השקעות מתאים. אקלים זה צריך להיות מורכב מהון זמין, אשר יושקע לטווח ארוך זמן, ממתווכים אשר יאגדו את ההון הזה, וממאגר יציב של פרויקטים ישימים במדינות היעד. צוות החשיבה של Better Finance טוען שגם אם תהיה סביבת השקעה אשר תאפשר מימון פרויקטים והשקעה בחברות ובפרויקטים הפועלים במדינות מתפתחות, עדיין לא יזרום הון פרטי בכמויות גדולות למדינות שיש בהן סכנה לחשיפה לשחיתות, חוזים שקשה לאכוף, אי-יציבות במטבע או מערכת פוליטית מסובכת ולא יציבה (Blended Finance Taskforce, 2018).

על כן יש צורך בגופים פיננסיים לפיתוח. הבנקים המולטילטראליים (MDB) והבילטראליים (DFI) מבקשים למנף ולנייד הון של גופים מוסדיים ושל משקיעים פרטיים לפרויקטים במדינות מתפתחות על-ידי מתן כלים ותמריצים מימוניים וסיוע במידע על הרגולציה ועל תנאי השוק המקומיים. חיבור בין הביקוש להיצע הוא אתגר, וכרגע נראה שרק למעט גופים מוסדיים בישראל יש תיאבון הסיכון להשקיע במדינות מתפתחות. כלי מימון משולב, שיפורטו בהמשך, נועדו לסייע ולהסיט את הסיכון מהגופים המוסדיים כדי להגדיל את ההשקעה במדינות מתפתחות וליצור אקלים השקעה אשר יניב תשואות כלכלית, מדיניות וחברתיות/סביבתיות למשק.

פרק 4 – מימון משולב (Blended Finance)

בעקבות ההבנה שהמגזר הציבורי והפילנתרופיה לבדם אינם יכולים לסגור את פער ההשקעה המדובר של 2.5 טריליון דולר במדינות המתפתחות, ועם ההבנה כי שווקים מתעוררים הם מנועי צמיחה עתידיים, פותחו כלים שונים לעידוד השקעות של המגזר הפרטי במדינות מתפתחות, בהם שירותי ייעוץ וסיוע טכני, מענקים ושימוש בכלים פיננסיים מורכבים. כלים פיננסיים אלו כוללים בין היתר הלוואות, השקעות, ביטוחים וערביות שמטרתם לעודד השקעות פרטיות ומוסדיות בפיתוח בינלאומי בר-קיימא. סל כלים זה, המכונה "Blended Finance" (מימון משולב) זוכה לתשומת לב הולכת וגדלה בתחום הפיתוח הבינלאומי, ומטרתו למנף השקעות מהסקטור הפרטי ולנייד אותן באמצעות כלי מימון ממשלתיים ופילנתרופיים לטובת פיתוח בינלאומי. בתרשים 4 מוצגת סקירה של הכלים הנכללים תחת מימון משולב ושל הסיכונים הקיימים בהשקעות במדינות מתפתחות. הסימון הירוק מסמל אילו כלים מספקים פתרונות עבור אילו סיכונים.

תרשים 4. כלי מימון משולב וסיכוני השקעות במדינות מתפתחות					
מגבלה רגולטורית	סיכון פוליטי	סיכון שווקים חסרים	סיכון נזילות	סיכון מט"ח	
					ערביות
					ביטוח ייצוא
					גידור
					חוב נחות
					מענקים
					רגולציה

כלים

מקור: מרכז מילקן לחדשנות, 2019.

האו"ם מגדיר מימון משולב "שימוש בכלים ממשלתיים ובהון פילנתרופי לצורך מינוף הון פרטי ומוסדי וניודם כדי להשיג מטרות פיתוח בהתאם ליעדי האו"ם לפיתוח בר-קיימא" (UNCTAD, 2014). אפשר לדמיין את השפעות המימון משולב בעזרת דימוי של משפך (תרשים 5). כיום, כספי ה-ODA הממשלתיים (מענקים) הזורמים למדינות מתפתחות אינם ממלאים את המשפך דיו להזרים הון משמעותי לפרויקטים ולסגור את הפער המימוני של יעדי האו"ם במדינות היעד. בעזרת כלי מימון משולב, אשר לפי מחקרים שונים ממנפים את ההון שאינו ממשלתי (הון מוסדי ופרטי) עד פי שבעה, המשפך מתמלא ומזרים הון משמעותי לטובת פרויקטים במדינות מתפתחות. המעבר מהון ממשלתי שנועד לסיוע (ODA) להון ממשלתי שמטרתו למנף את ההון האחר (הפרטי והמוסדי) יכול למלא את המשפך ולאפשר זרימה של הון לפרויקטים שונים ומגוונים לפי יעדי הפיתוח של האו"ם.

תרשים 5. אילוסטרציה של אופן השימוש במימון משולב לטובת השקעות במדינות מתפתחות



מקור: הכלכלן הראשי, משרד האוצר, 2018.

מכשירי מימון משולב לפיתוח בינלאומי

מימון משולב אינו נכס שמשקיעים בו אלא ארגז כלי מימון שונים שמטרתם עידוד השקעה פרטית או מוסדית בפרויקטים בני-קיימא במדינות מתפתחות. כלי המימון המשולב נחשבים אפקטיביים אם נעשה שימוש גם בתקציב ציבורי, באופן שמקטין את היחס תשואה-סיכון של משקיעים ומנייד את ההון לטובת השקעות במדינות מתפתחות.

להלן כלי המימון המשולב העיקריים המשמשים להסתט סיכון ולניוד הון למדינות מתפתחות, על-פי הספרות המקצועית:

הלוואות סינדיקציה (Syndicated Loans) והלוואות נחותות (subordinated Loans) – הלוואות סינדיקציה ניתנות על-ידי קבוצה של מלווים, בדרך כלל שילוב של מלווים פרטיים וממשלתיים. החלוקה של סוגי ההון השונים לפי אופי המלווה מאפשרת לכל מלווה להלוות בתנאים המתאימים לו. בדיקות הנאותות שמתבצעות באמצעות הממשלה מספקות כרית ביטחון למלווים הפרטיים ומפחיתות את עלויות העסקה (OECD, 2018).

הלוואות נחותות הן הלוואות הכפופות לחוב הבכיר (בדרך כלל הבנקאי). כלומר הלוואות שכאלה נפרעות רק לאחר שהחוב הבכיר נפרע במלואו. ההלוואות הנחותות הניתנות על-ידי הממשלה או גופי הפיתוח (DFI) ניתנות לעתים בתנאים "רכים", דהיינו תנאים מועדפים מאלו המקובלים בשוק. לגופים ממשלתיים יש רצון לספוג סיכונים בצורה שונה מזו של מוסדות מסחריים, כל עוד נוספת על שורת הרווח גם תשואה חברתית, סביבתית או אחרת. הלוואות אלו ניתנות בתנאים נוחים מתנאי השוק באמצעות הקלות כגון:

- פריסת החזר ההלוואה על פני זמן ארוך יותר.
- תקופת grace ארוכה יותר (שבה אין חובה להתחיל מיד את החזר החוב לגוף המממן).
- שיעור נמוך יותר של ביטחונות.

ביטוחי אשראי לייצוא – ביטוח אשראי הוא כלי נפוץ לביטוח עסקאות ייצוא למדינות מתפתחות, ונחוץ לשם מימון עסקה עם קונה במדינה מתפתחת. חברות ביטוחי האשראי מספקות כלי ערבות וביטוח להתחייבויות של קוני הסחורה (במדינה המתפתחת) או של המלווים.

בישראל, ביטוחי האשראי לייצוא מנוהלים על-ידי החברה הממשלתית "אשרא". בשנת 2018 עמד היקף הערבויות שהמדינה העמידה לטובת ביטוחים של "אשרא" על 3.5 מיליארד דולר, מהם 2.5 מיליארד דולר נוצלו לטובת ביטוחי אשראי לייצוא למדינות מתפתחות. ביטוחים אלו ניתנים לרוב על-ידי חברות ממשלתיות למתן ביטוח אשראי לטובת ייצוא למדינות מתפתחות (ECI – Export Credit Insurance).

ערבויות – ערבות היא התחייבות של הערב לשלם סכום מסוים במקרה שהחייב לא מצליח לגבות את חובו. ערבויות מסיטות את הסיכון ויכולות לספק הגנה מפני סיכונים פוליטיים או מסחריים. בכך, כלי זה מספק הגנה על חלק מההפסדים האפשריים של בעלת הפרויקט ומאפשר לה גישה למימון. ערבויות נתפסות ככלי מימוני יעיל עבור מגזר התשתיות במדינות מתפתחות, מכיוון שפרויקטים אלו מושפעים מאוד מאי-יציבות פוליטית ורגולטורית. הממשלה יכולה לאפשר גישה לערבות, וכך לבטח את הסיכון הכרוך בהשקעה במדינות מתפתחות.

מענקים וסיוע טכני – כלים אלו ניתנים כדי לסייע בשלבים שונים בפרויקטים בעלי פוטנציאל אימפקט גבוה (השפעות חברתיות וסביבתיות) שזקוקים לתמיכה כדי לייצר תשתית להשלמת הפרויקט. סיוע טכני כולל מגוון של כלים: ייעוץ מדיניות, הכנות פיזיות ומקצועיות לפרויקט והכשרות מקצועיות. סיוע טכני ומענקים שניתנים על-ידי הממשלה לטובת פרויקט מסוים מגדילים את האמון של המשקיעים באותו פרויקט, וכן מאפשרים יצירת תשתית ראשונית להצלחת הפרויקט.

גידור המטבע המקומי – כאמור, פעילות במדינות מתפתחות מצריכה חשיפה למטבע המקומי, ומכאן גם חושפת את המשקיע לאי-היציבות במדינת הפעילות ולתנודתיות בשער המטבע. לכן, חלק מהמשקיעים בפרויקטים במטבעות מקומיים מבקשים לגדר את המטבע הזר ובכך להגן על נכסיהם במקרה של אובדן ערך של המטבע המקומי. לא כל המטבעות יכולים להיות מגודרים כיום בשוק, ולכן כניסה של מגדרים ציבוריים – ובפרט למטבעות שאינם מגודרים בשוק – יכולה לאפשר השקעות בשווקים שעד כה נחשבו מסוכנים מדי ללא גידור המטבע המקומי. כלי גידור יכולים להינתן על-ידי גופים ממשלתיים או בין-מדינתיים, וכך למשוך חברות פרטיות וגופים מוסדיים להשקיע במדינות הללו. דוגמה לכלי גידור הוא TCX – חברה בשותפות ממשלתית-פרטית הולנדית אשר כבר גידרה 4 מיליארד דולר ב-54 מטבעות שונים של מדינות מתפתחות, ובכך הצליחה להזרים הון לפרויקטים ארוכי טווח במדינות מתפתחות (OECD, 2018).

הכלים האלה הם ליבת המימון המשולב. כאשר הם ניתנים על-ידי גופים ציבוריים, הם יכולים להגדיל את הכדאיות של השקעה בפרויקטים מסוימים במדינות מתפתחות, ולפתוח אופציות להשקעות בנות-קיימא בשווקים מתעוררים.

נוסף על פרויקטים המקודמים על-ידי הבנקים לפיתוח (DFI), ישנן דוגמאות לקרנות ייעודיות אשר הוקמו במתכונת של מימון משולב של המגזר הציבורי והמגזר הפרטי. קרנות אלו מניידות הון מגופים מוסדיים לטובת מדינות מתפתחות בהתאם ליתרונות היחסיים של המדינה אשר עוזרת להקים את הקרן הייעודית. להלן דוגמאות לקרנות המשתמשות בכלי מימון משולב כדי למנף הון ממשלתי ולמקד אותו בפרויקטים במדינות מתפתחות.

פרק 5 – דוגמאות מהעולם לפלטפורמות מימון משולב לפיתוח בינלאומי



CIO — Climate Investor One

מטרה: עידוד פיתוחים טכנולוגיים בתחום האנרגיות המתחדשות במדינות מתפתחות, ושימוש במימון משולב כדי לייצר אימפקט חיובי על הסביבה ועל קהילות מקומיות (Climate Investor One, 2019).

ניהול ומבנה: מנהלי הקרן בפועל הם Climate Fund Managers (CFM). CFM נמצאת בבעלות משותפת של FMO (בנק הפיתוח ההולנדי אשר נמצא בבעלות חצי ממשלתית) ו-Sanlam InfraWorks (זרוע השקעות בתשתיות של קרן פנסיה דרום-אפריקאית). הוועד המנהל של ה-CFM מתווה את פעילותה של הקרן ואחראי להתנהלותה. הקרן הגדולה מכילה שלוש קרנות קטנות, וכל אחת מהן מתמקדת בשלב מימון שונה בפרויקטים.

הקרן הראשונה היא קרן חוב המעניקה הלוואות לתכנון פרויקטים, והיא עומדת על סך של כ-50 מיליון דולר (נסגרה להשקעות נוספות). הקרן השנייה היא קרן הון המשקיעה equity בבנייה של הפרויקט, והיא עומדת על 800 מיליון דולר (נסגרה להשקעות נוספות). הקרן השלישית היא קרן חוב המשקיעה בצמיחה של הפרויקט לאחר סיומו (עודנה פתוחה להשקעות) ועומדת כעת על כ-320 מיליון דולר.

מקורות מימון: גופים ציבוריים [ממשלת הולנד, (USAID, FMO, EC (European Commission); גופים מוסדיים (SANLAM), קרן פנסיה דרום-אפריקאית), AEGON (גוף השקעות הון, פנסיה וביטוח בינלאומי אשר יושב בהולנד, Royal Berkshire (קרן פנסיה בריטית), KLP (קרן פנסיה נורבגית)]; וגופים פרטיים (חברות ובנקי השקעות פרטיים) (אגף הכלכלן הראשי, 2018).

הון שגויס: ב-2018 הקרן הצליחה לגייס 535 מיליון אירו מגופים מוסדיים, בהם חברות פנסיה של הולנד ובריטניה, וגופים ממשלתיים (FMO, 2018).

משקיעים פיננסיים שהפלטפורמה מעמידה: הלוואות ארוכות טווח, מימון הון ראשוני, מימון מומחים וטכנולוגיה, מימון הון ומימון חובות.

אפיקי השקעה ובחירתם: הקרן היא משקיעה אסטרטגית אשר בוחרת ראשית את אפיקי ההשקעה על-פי תחום הפעילות המרכזי שלה – אנרגיה מתחדשת במדינות ובשווקים מתעוררים בשלבי התכנון, הפיתוח והתפעול. הקרן מציעה מימון של עד 50% מעלויות התכנון והפיתוח של פרויקטים. נוסף על כך, הקרן מספקת תמיכה במבנה הפיננסי של הפרויקט, תמיכה טכנית וניהול מדיניות סביבתי-חברתי. הקרן מציעה גם מימון של עד 75% מעלויות הבנייה ומימון של עד 50% מהחוב התפעולי של חברת ההזנק. ניהול הסיכונים של הקרן כולל השקעה של 50% מההון בפרויקטים המוגדרים בסיכון נמוך.

תשואה: תשואה צפויה של 15%-20% למשקיעי ה-equity בקרן ההון.

ייחודיות: המבנה של שלוש הקרנות יוצר מצב שבו ישנו מוסד המייצר מימון מקצה לקצה. כל קרן מסיטה סיכון מהפרויקטים עבור הקרן הבאה. גופים מוסדיים יכולים לבחור באיזו קרן להשקיע. ישנו יחס מינוף של 1 ל-4 בקרן ההון, כלומר כל דולר המושקע על-ידי הממשלה או גוף הפיתוח ממנף 4 דולרים נוספים מהשוק הפרטי. החברה מגייסת

משקיעים על-ידי הצעת תיק נכסים מגוון המאפשר למשקיעים לבחור אפיקי השקעה על-פי העדפותיהם ליחס הון-סיכון, יחד עם השקעה בעלת אימפקט המקדמת את יעדי ה-SDGs של האו"ם (Climate Investor One, 2018).



MCPP - Managed Co-lending Portfolio Program

מטרה: הנגשת כלים המאפשרים למשקיעים מהמגזר הפרטי להשקיע בתיקי פרויקטים של ה-IFC – זרוע של הבנק העולמי המשקיעה בשוק הפרטי במדינות מתפתחות.

ניהול ומבנה: מנוהלת על-ידי ה-IFC, הבנק העולמי. ה-IFC בונה את קרן הנאמנות או את העסקה בהתאם לדרישות הגוף המוסדי המשקיע.

מקורות מימון: עד כה השקיעו ב-MCPP שמונה גופים שונים הכוללים את Allianz Global Investors (חברת הביטוח הגדולה באירופה), חברת הביטוח AXA הצרפתית, חברת הביטוח Munich RE, ממשלת סין וחברות ביטוח נוספות.

הון שגויס: בשנת 2018 גייסה MCPP 7 מיליארד דולר מגופים מוסדיים וממשלת סין.

מכשירים פיננסיים: ישנם שלושה כלים אפשריים בפלטפורמה: הלוואות סינדיקציה (Syndicated Loans) יחד עם IFC שמשפק מימון בתנאים מוזלים ובכך מאפשר למשקיעים להרוויח לפי תנאי השוק; השקעה בקרן נאמנות אשר עוקבת אחר השקעות של ה-IFC; וקבלת כלי ביטוח וערבות מה-IFC בפרויקטים במדינות מתפתחות.

אפיקי השקעה ובחירתם: הפרויקטים הממומנים על-ידי ה-MCPP מתפרסים על פני 37 מדינות ו-96 פרויקטים שונים, לפי תיק הפרויקטים המנוהל על ידי ה-IFC.

תשואה: התשואה של ההלוואות הכלליות של ה-IFC עומדת על כ-5%.

ייחודיות: כלי המאפשר לגופים מוסדיים להיות חלק מתוכניות הלוואות של ה-IFC – הזרוע המרכזית של הבנק העולמי אשר עוסקת במתן שירותים פיננסיים למגזר הפרטי במדינות מתפתחות. ההלוואות הן הלוואות סינדיקציה: הן מאפשרות חלוקה של סוגי ההון השונים לפי אופי המלווה, ומאפשרות לכל מלווה להלוות בתנאים המתאימים לו. לחלופין, גופים מוסדיים יכולים לארגן עסקה בעצמם ולאחר מכן לפנות ל-MCPP לשם קבלת ערבות או ביטוח לעסקה.



KIF – Danish Climate Investment Fund

מטרה: השקעה בפרויקטים דלי פחמן ותמיכה ביצירת חוסן לשינויי אקלים במדינות מתפתחות.

ניהול ומבנה: ממשלת דנמרק וה-IFU (ה-DFI הדני) הקימו את הקרן הדנית להשקעה באקלים בשנת 2012. מנהל הקרן הוא ה-IFU. תקופת הקרן היא 10 שנים (עם אופציית הארכה לשנתיים נוספות).

ה-KIF היא שותפות מוגבלת: שותף מנהל (GP) יחיד וכמה שותפים מוגבלים (LP). הקרן מנוהלת ב-100% על-ידי ה-IFU. לשותף המנהל יש הסמכות המלאה להכווין את פעילות הקרן ואת ההשקעות בה, נוסף על האחריות המנהלית והמשפטית של הקרן. כל שאר השותפים הם שותפים מוגבלים.

מקורות מימון: שותפים כלליים: 38 (IFU מיליון דולר), ממשלת דנמרק (35 מיליון דולר). שותפים מוגבלים פרטיים: 30 (PensionDanmark מיליון דולר), 30 (PKA מיליון דולר), 25 (PBU מיליון דולר), 23 (Dansk Vaekskapital מיליון דולר), 8 (Aege V. Jensen Charity Foundation מיליון דולר).

הון שגויס: 1.4 מיליארד קרונו דנית (DKK) (כ-220 מיליון דולר).

מכשירים פיננסיים: השקעות equity ומוזנין.

אפיקי ההשקעה ובחירתם: ה-KIF שואף להיות minority investor, כלומר, להחזיק 49%-5% מהחברות במגזר הפרטי אשר פועלות לשם הסתגלות (adaptation) ומיתון (mitigation) של שינויי האקלים במדינות מתפתחות. החברות המושקעות הן בדרך כלל חברות אנרגיה, ייצור רכיבים או מערכות אשר השימוש בהם עוזר להפחית פליטות גזי חממה. בהתאם להמלצות הדירקטוריון, 60% מההשקעות מתמקדות באנרגיה ו-40% בתחום הייצור.

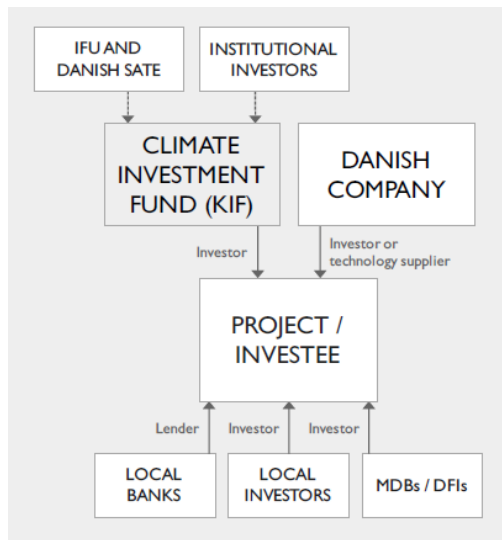
הקרן דורשת שכל פרויקט ייטיב עם הכלכלה הדנית באופן כלשהו. כל פרויקט צריך לשלב חברה דנית בביצוע, או שההשקעה תכלול משקיע דני לצד ה-KIF.

תשואה: יעד ה-IRR הוא 12% בשנה, עם הכנסות מועדפות לפי התנאים האלה: שותפים מוגבלים מקבלים החזר של עד 6% בשנה; ממשלת דנמרק מרוויחה מתקופת ה-catch up - אחרי שהשותפות הפרטיות מקבלות את 6% החוזר; כל השותפים ממשיכים לקבל החזרים עד שכל השותפים מקבלים 12% החזר; החזר של מעל 12% מחולק באופן שווה, עם פרמיה של 10% לממשלת דנמרק.

ייחודיות: הקרן בנויה באופן שמבטיח למשקיעים המוסדיים החזר מועדף, בדמות up-side של עד 6% בשנה, ללא חשיפה של כסף ציבורי להשקעות down-side קיצוניות. כתנאי למימון הפרויקט, ישנה דרישה שיכללו מממנים, התמחות, שירותים או טכנולוגיות דניות כחלק מכל פרויקט.

ה-KIF משמש לעתים כמארגן המימון לפרויקט, ולכן מצליח למנף את הכסף שהוא משקיע על-ידי גיוס משקיעים נוספים לפרויקט. לפי נתוני הקרן, היא מצליחה למנף את כספה פי חמישה בממוצע בכל השקעה. להלן מבנה מימון פרויקט לדוגמה:

תרשים 6. מבנה מימון פרויקט לדוגמה של קרן KIF



מקור: Convergence, 2018.



IFU — Investment Fund for Developing Countries

מטרה: קרן עצמאית אשר נוסדה בשנת 1967 בבעלות ממשלתית ומציעה כלי שירות ומימון לחברות המעוניינות לבצע עסקים בעולם המתפתח ובשווקים מתעוררים. מטרת הקרן היא קידום השקעות התומכות בפיתוח בר-קיימא במדינות מתפתחות ומסייעות לעמידה ביעדי הפיתוח של האו"ם (SDGs).

ניהול ומבנה: הקרן הוקמה על-ידי ממשלת דנמרק וכיום נמצאת בניהול עצמאי. משרד האוצר הדני ממנה את מנכ"ל הקרן ואת הדירקטוריון. ה-IFU משמשת כמנהלת של קרנות נוספות, כמו ה-KIF שפורט לעיל וקרנות נוספות שיפורטו להלן.

מקורות מימון: ממשלה ומימון עצמי. הקרן ממנפת את ההון הציבורי בעזרת כלי מימון ומצליחה לגייס הון מגופים מוסדיים ומבנקים פרטיים לשם השקעה בפרויקטים במדינות מתפתחות.

הון שגויס: סך ההשקעות שמונפו בעזרת הקרן עומד על כ-184 מיליארד DKK, שהם 24 מיליארד אירו, מהם 20 מיליארד DKK (2.6 מיליארד אירו) על-ידי הקרן באופן ישיר. ה-IFU והקרנות שהיא מנהלת השקיעו עד כה בכ-1,250 פרויקטים ב-100 מדינות שונות.

מכשירים פיננסיים: כלי חוב (הלוואות ומוניין), equity וערבויות. נוסף על כך, ה-IFU מספקת שירותי ייעוץ לחברות בשלב התכנון וההקמה של הפרויקט, ולעתים גם בשנים הראשונות לאחר ההקמה.

אפיקי השקעה ובחירתם: כל מדינות היעד של ארגון ה-DAC אשר רשומות כמקבלות סיוע של ה-OECD.

תשואה: בחמש השנים האחרונות, התשואה להכנסה גולמית עומדת על כ-11%.

ייחודיות: IFU השקיעה בשיתוף עם יותר מ-900 חברות דניות. במרבית המקרים הניבו ההשקעות תשואות חיוביות והיטיבו עם החברות המקומיות. החברות הדניות קיבלו גישה לשווקים חדשים והחלו לייצר קשרי מסחר ביעילות רבה יותר ועם מדינות רבות יותר. במקרים רבים, הפעילות במדינות מתפתחות הניבה הכנסות גבוהות יותר לחברות הדניות, ושיפרה את המאזן שלהן.

תנאים להשקעה של ה-IFU: על הפרויקט במדינת היעד לכלול משקיע דני או אינטרס דני; הפעילות העסקית צריכה להיבדק ולעמוד בקריטריונים שמודדים את המעשיות המסחרית של הפרויקט; פרויקטים צריכים לכלול השפעה חיובית על פיתוח מדינת היעד; ולבסוף, מדינת היעד צריכה להיכלל במדינות המאושרות להשקעה בידי הקרן.

ה-IFU מנהלת שש קרנות שונות הנכללות בתיק הפרויקטים שלה:

Danish Climate Investment Fund (KIF), Danish Agribusiness Fund, Arab Investment Fund, IFU Investment Partners (IIP), Ukraine Facility, Danida Business Finance

פרק 6 – המלצות

לאחר מיפוי ההזדמנויות והמגבלות של הגופים המוסדיים בהגיעם להשקיע בפרויקט במדינה מתפתחת, ולנוכח המכשירים הפיננסיים הקיימים בישראל ובעולם, להלן המלצותיי למדיניות ממשלת ישראל בתחום זה.

ההמלצות נוגעות בשתי דרכים שונות שבהן אפשר להגדיל את ההשקעה של גופים מוסדיים במדינות מתפתחות, ובו זמנית לקדם ייצוא של חברות ישראליות לשווקים חדשים. ראשית אציג את הפתרון של הקמת קרן, לאחר מכן אציג את ההמלצה של קידום שינויי רגולציה.

בהינתן ההזדמנויות הכלכליות שפורטו בפרק 4, והחסמים והמגבלות שפורטו בפרק 5, נראה שכלים של מימון משולב יכולים לתמרץ גופים מוסדיים להשקיע במדינות מתפתחות. יצירת כלים המשלבים את האינטרסים המדיניים והחברתיים של המדינה, לצד האינטרסים הכלכליים של המדינה והגופים המוסדיים, יכולה ליצור אקלים השקעות אשר ישפר את פורטפוליו ההשקעות של המשקיעים ויקדמו את הכלכלה הישראלית.

קרן צוהר – צוהר לשווקים מתפתחים

ההמלצה הראשונה נוגעת להקמת קרן משותפת לממשלת ישראל ולגופים מוסדיים, אשר תשקיע בפרויקטים ובחברות הפועלות במדינות מתפתחות. הקרן אשר תוצג כעת נסמכת על מאפייניה של הקרן הדנית KIF, שכאמור הצליחה למשוך כ-110 מיליון דולר מגופים מוסדיים במטרה להשקיע בפרויקטים בתחום האקלים במדינות מתפתחות. בהתאם לסקירה ולמחקר שביצעתי, הקרן הדנית היא בעלת שיעורי הצלחה גבוהים ובעלת ישימות גבוהה. כמו כן, הקרן משקיעה בפיתוח במדינות מתפתחות תוך קידום החברות – מאפיין המתאים לאסטרטגיית הפיתוח הישראלית. מחקר עומק נוסף יאשרר את מידת ההתאמה של קרן במתכונת זו לישראל.

מאפייני קרן צוהר (צוהר למדינות מתפתחות ושווקים מתעוררים – שם זמני)

מטרה: להשקיע בפרויקטים במדינות מתפתחות בתחומים שבהם יש לישראל יתרון יחסי כדי ליצור פיתוח בר-קיימא במדינות אלו ולקדם את התעשייה הישראלית בשווקים חדשים ומתפתחים.

ניהול ומבנה: ממשלת ישראל תקים את הקרן הישראלית לקידום פיתוח (קרן צוהר). מנהל הקרן ייבחר במכרז שיפרסם משרד האוצר. למנהל הקרן (ה-GP) תהיה סמכות מלאה לנתב את פעילות הקרן, נוסף על אחריותו על הניהול וכל הנלווה לכך. כל שאר המשקיעים יהיו שותפים מוגבלים. מנהל הקרן יחליט באילו מדינות ובאילו מגזרים תתבצע ההשקעה. מגזרים שבהם יש לישראל יתרון יחסי יקבלו עדיפות.

הכספים שהגופים המוסדיים ישקיעו יהיו חוב בכיר. הכספים שהממשלה תשקיע יהיו נחותים מאלה של הגופים המוסדיים, כלומר הם ייפרעו רק לאחר שהחוב המוסדי ייפרע במלואו (subordinated loans). יתכן שיש מקום גם להעמיד רשת ביטחון באמצעות אמצעי גידור ממשלתי, שאפרט עליו בהמשך.

תקופת הקרן: 10 שנים (עם אופציית הארכה לשנתיים נוספות).

מקורות מימון: שותפים כלליים: מנהל הקרן.

שותפים מוגבלים פרטיים: קרנות פנסיה, ביטוח ופילנתרופיים.

שותפים מוגבלים ממשלתיים: משרד האוצר או משרד ממשלתי אחר.

יעד גיוס ההון: 350 מיליון שקלים (כ-100 מיליון דולר). ממשלת ישראל – 25 מיליון דולר, גופים מוסדיים – 75 מיליון דולר. היעד של גיוס ההון הוא להגיע ליחס מינוף של פי 3 על ההון הממשלתי שמושקע בקרן, אשר יזרום לפחות מ-3 קרנות פנסיה או ביטוח שונות.

מכשירים פיננסיים שהפלטפורמה תעמיד: השקעות equity (אחזקה במניות מיעוט – Minority investor) והלוואות (כולל מזנין).

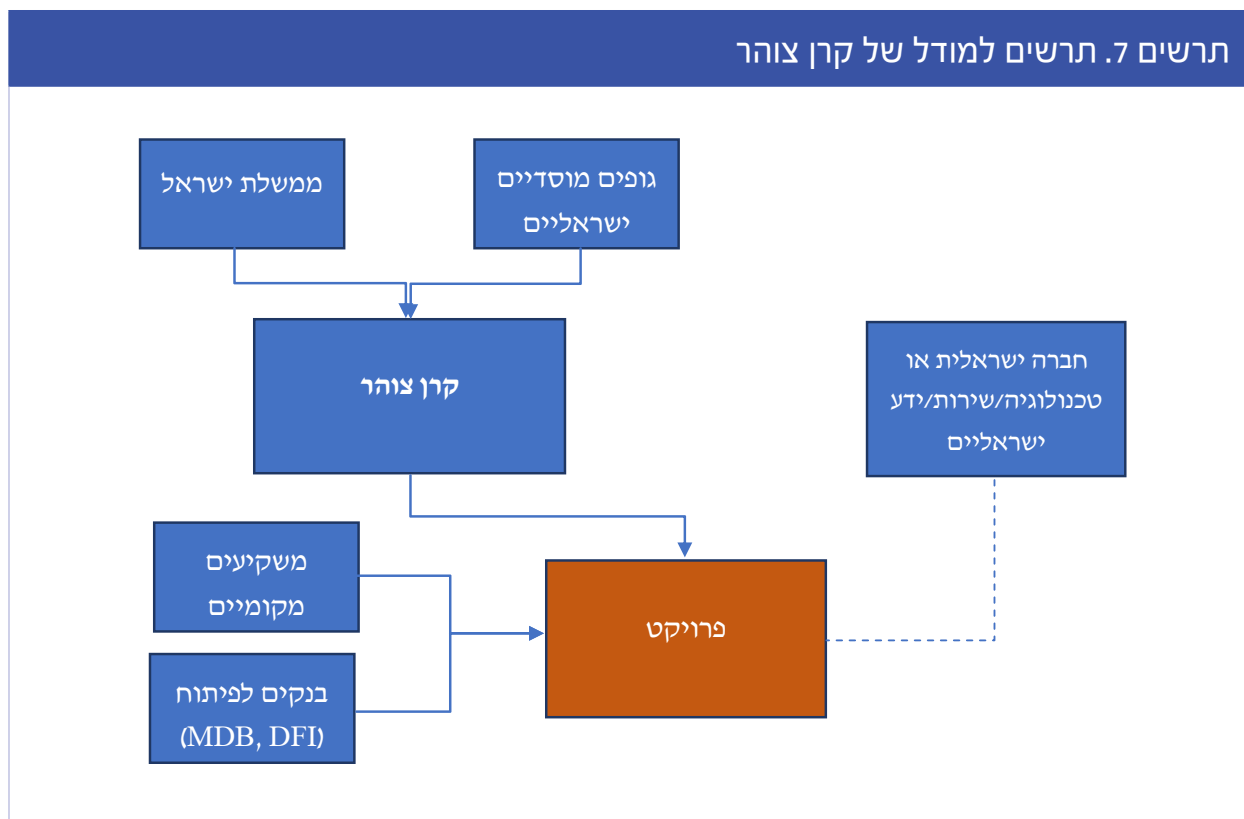
אפיקי השקעה ובחירתם: בהשקעות equity, קרן צוהר תשאף להחזיק 49%-5% כ-Minority investor בחברות מהמגזר הפרטי אשר פועלות במגזרים מסוימים. חברות מושקעות יכולות להיות חברות אנרגיה, סייבר, מים או בריאות בתחומי ייצור רכיבים ומערכות אשר השימוש בהם עוזר לפיתוח הקהילה שבה הפרויקט מתבצע. דירקטוריון הקרן יבצע הערכה בנוגע לתמהיל ההשקעות.

הקרן תדרוש שכל פרויקט ייטיב עם הכלכלה הישראלית באופן כלשהו. כל השקעה של הקרן תכלול מרכיב ישראלי (טובין, שירותים, אספקת ידע או הון). כל פרויקט צריך לכלול אחד מהשניים: חברה פרטית ישראלית המשקיעה בפרויקט לצד הקרן, או חברה ישראלית המשמשת כספק של הפרויקט (טכנולוגיה או שירות). הציפייה היא שכל השקעה תצרך לתוכה משקיעים נוספים – בין חברות פרטיות ובין בנקים, ואלה ישמשו כמשקיעים לצד הקרן. הקרן לא תוכל להשקיע יותר מ-20% מההון שלה באותו פרויקט, ולא יותר מ-30% באותה מדינה.

Deal sourcing – מאגר הפרויקטים יתבסס על עבודת צוות של מנהל הקרן, נספחים של משרד הכלכלה ותוצאות של צוות הסיוע הטכני ובדיקת הנאותות של הקרן, וכן על תוצאות של שיתופי פעולה בין הממשלות (G2G) ופרויקטים שמקבלים מימון מסוכנות ביטוח האשראי הישראלית – אשרא.

תשואה: יעד ה-IRR הוא 10% בשנה, עם הכנסות מועדפות לפי התנאים הבאים: שותפים מוגבלים מקבלים החזר של עד 5% בשנה, ממשלת ישראל תרוויח מתקופת ה-catch up אחרי שהשותפות הפרטיות יקבלו החזר בגובה זה. החזר של מעל 10% מחולק באופן שווה.

תרשים 7. תרשים למודל של קרן צוהר



ייחודיות: "קרן צוהר" יכולה לשמש כמארגנת המימון, לגייס משקיעים נוספים וכן לגבות עמלת ארגון המימון. הקרן תהיה הקרן הממשלתית הראשונה אשר תפעל מחוץ לישראל, וזאת כדי לקדם פיתוח במדינות מתפתחות ואת הגדלת הייצוא הישראלי למדינות אלו.

כתנאי למימון הפרויקטים, ישנה דרישה שייכללו בו מממנים ישראליים או ייצוא שירותים ישראליים או טכנולוגיות ישראליות בשיעור מינימלי. הפרויקט צריך לעמוד לפחות בשניים מהתנאים הבאים כדי שהקרן תוכל להשקיע בו:

- משקיע ישראלי לצד הקרן
- חברה ישראלית המספקת טובין, טכנולוגיה, ידע, ניהול או שירות
- יצירת מספר מקומות מינימלי של עבודה לישראלים באופן ישיר בפרויקט

יחידת בדיקת נאותות וסיוע טכני: הקרן תכלול זרוע של סיוע טכני ובדיקת נאותות לפרויקטים שיש בהם פוטנציאל להשקעה. הסיוע הטכני הישראלי יעזור ליצור מאגר פרויקטים (pipeline) אשר יכלול מיזמים שבהם יש קשר ישראלי.

נוסף על כך, בדיקת הנאותות תוריד את עומס עלויות הפרויקט מהשותפים המוגבלים (הממשלה והגופים המוסדיים).
 בדיקת הנאותות תגשר על פערי המידע והרגולציה במדינות המתפתחות שבהן יבוצעו הפרויקטים.
 כלי גידור: לקרן תהיה גישה לאמצעי גידור במחיר "מסובסד" למטבעות במדינות שבהן היא משקיעה. היות שיהיו כמה מדינות שבהן הקרן תשקיע, סל של מטבעות מגודרים יהווה במידה מסוימת גם כלי "ביטוח".
 מדידת הצלחה:

- תמורה כלכלית: תשואה וחשיפה של חברות ישראליות חדשות לשווקים מתפתחים
 - תמורה מדינית: דריסת רגל בפרויקטים במדינות חדשות ויצירת שיתופי פעולה בין ממשלות לקידום פרויקטים
 - תמורה חברתית-סביבתית (אימפקט במדינת היעד): כל פרויקט צריך להתייחס לשלושה מדדי אימפקט:
 - מדד SDG לפי סוג הפרויקט
 - פעילות CSR – פעם בשנה ופעם כאשר יש נקודת יציאה מהפרויקט
 - אימפקט פיתוח – נמדד בשלב הערכת הפרויקט ובשלב היציאה ממנו. המדד יכלול: תעסוקה נוספת שנוצרה במדינת היעד, עובדים שהוכשרו, מדדי קיימות ורווחיות הפרויקט.
- הקמת הקרן יכולה לייצר מנגנונים אשר ישכללו את פעילות ממשלת ישראל מול מדינות מתפתחות ושווקים מתעוררים. הקרן צפויה:
- **ליצור שיח** פתוח בין הממשלה לגופים המוסדיים כדי לבנות אמון ושפה משותפת;
 - להשתמש בכלים של **מימון משולב** – מינוף ההשקעות הציבוריות כדי לשנות את מבנה החוזרים;
 - לאתר **שחקן מקשר** בין הגופים המוסדיים לבין הממשלה שמבין את אקלים ההשקעות ואת הסיכונים השונים במדינות מתפתחות.

נוסף על ההמלצה להקמת קרן ישראלית לקידום השקעות במדינות מתפתחות, יש לבחון כלים שבאמצעותם יהיה אפשר להגדיל את הייצוא של חברות ישראליות למדינות מתפתחות, כמו הקמת מוסד לפיתוח בינלאומי, כפי שהממשלה שוקלת כיום.

הקרן היא הצעד הראשון בפתיחת שווקים חדשים עבור משקיעים פרטיים ומוסדיים לאחר הצעדים שננקטים בבנקים המולטילטראליים לפיתוח. הקרן תשמש לשם רכישת ידע ו-Best practice של פרויקטים והשקעות בתחום הפיתוח הבינלאומי. חשיפה לשווקים חדשים וגיוון תיקי ההשקעות יכול לבוא לידי ביטוי לאחר מכן גם בקרנות נוספות, פרטיות או ממשלתיות, שייפתחו לצורך השקעה בפרויקטים במדינות מתפתחות. הקמת מוסד לפיתוח יכולה להיות השלב הבא ולהישען על הידע שנצבר בעת ניהול קרן צוהר.

שינויי רגולציה

על-פי הרגולציה כיום, השקעה במדינה כלשהי מתאפשרת על-פי דירוג האשראי של המדינה כולה, בלי להתייחס לסיכון שבהשקעה בפרויקט מסוים. כך, מצד אחד ייתכן שהגוף המוסדי ישקיע בפרויקט מסוכן במיוחד במדינה בעלת דירוג אשראי BBB ומעלה, ומצד שני עלול להימנע מגוף מוסדי להשקיע בפרויקט עם סיכון נמוך באופן יחסי, במדינה בעלת דירוג אשראי נמוך. על כן, התבוננות דיפרנציאלית בין פרויקטים תאפשר גמישות רבה יותר בהשקעה, ותפתח צוהר להשקעות במדינות מתפתחות דרך פרויקטים ברמת סיכון נמוכה יותר. יש לשקול אפוא לשנות את הרגולציה בתחום זה כדי לאפשר לגופים מוסדיים לבחון בעצמם אם להשקיע בפרויקט במדינה מתפתחת או לא, וזאת על-פי רמת הסיכון של הפרויקט עצמו, ולא רק על-פי דירוג המדינה. מובן שהדבר דורש לבחון לעומק את ההשפעה של שינוי הרגולציה ושל שינויי המשקלות הניתנים לדירוג הפרויקט למול דירוג המדינה.

סיכום

בתחילת המחקר נבחנו האינטרסים השונים של הממשלה להשקעה במדינות מתפתחות. נמצא כי ישנן תמורות כלכליות, מדיניות וחברתיות בהשקעה בשווקים מתעוררים, וכי ישנם אפיקי השקעה שעשויים לאפשר למדינה ליהנות משלושת התמורות הללו.

לאחר מכן נסקרו ההזדמנויות אשר עומדות לפני גופים מוסדיים בעת השקעה במדינות מתפתחות. מראיונות עם גורמים בעלי עניין שונים נמצא כי ישנה התעניינות בתחילת חדירה לשווקים מתפתחים חדשים באמצעות השקעות ציבוריות אלו. גופים מוסדיים, כמו קרנות פנסיה, חברות ביטוח, קרנות ממשלתיות ועוד, מנהלים הון בהיקפים עצומים (1.8 טריליון שקלים בישראל). נוסף על כך, קצב הצמיחה של המדינות המתפתחות נמצא בעלייה בהשוואה לקצב הצמיחה בארה"ב ובאירופה, והוא גבוה מקצב הצמיחה במדינות אלו. כמו כן, ישנם ביקושים להשקעות במדינות מתפתחות. לבסוף, ישנה מגמה של השקעות אחראיות, המביאות בחשבון תשואות חברתיות וסביבתיות נוסף על התשואות הכלכליות. כל אלו מעודדים גופים מוסדיים להשקיע במדינות מתפתחות.

לצד ההזדמנויות שבהשקעות מסוג זה, ישנן גם מגבלות אשר נסקרו בפרק 3. חסמים פוליטיים, רגולטוריים ופיננסיים מונעים מהגופים המוסדיים את האפשרות להשקיע במדינות מתפתחות כיום. עם זאת, ישנם אמצעים שיכולים לצמצם את החסמים. אמצעים כאלו – כלי מימון משולב (Blended Finance) – פורטו בפרק 4. כלים אלו יכולים להבטיח סביבה מקרו-כלכלית יציבה יותר, לעודד שותפות פרטית וציבורית, ולהסיט סיכון מהגורמים הפרטיים כדי להניב תשואות כלכלית, מדיניות וחברתיות.

גופים מוסדיים מחפשים אפשרויות להיפתח להשקעות ארוכות טווח בריבית נמוכה. מסקירה בינלאומית של כלים פיננסיים אשר ניתנים על-ידי ממשלות וגופים ציבוריים, נמצא שישנה מגמה של פתיחת קרנות ייעודיות להשקעות בפרויקטים במדינות מתפתחות. הקרנות הללו מניבות תשואות של 20%-5% לאורך 10-20 שנים, ויכולות לספק אפיקי השקעה שבהם גופים מוסדיים יכולים להשקיע עדי למקסם תשואות ולפזר סיכונים.

המלצת המחקר היא להקים קרן שתשקיע בפרויקטים במדינות מתפתחות, במגזרים שבהם לישראל יש יתרון יחסי, ולקדם את יעדי הפיתוח הבר-קיימא (SDGs) תוך קידום המשק הישראלי. תנאי הכרחי להשקעה בפרויקטים הוא הימצאות זיקה

ישראלית משמעותית בפרויקט. זיקה זו יכולה להתבטא בהשקעה של חברה פרטית ישראלית באותו בפרויקט, במקביל להשקעת הקרן, או במעורבות של חברה ישראלית (טכנולוגיה או שירות) בתכנון, בהקמה או בתפעול של הפרויקט. הקרן, בעזרת תנאים מועדפים שתעניק הממשלה, תאפשר לצמצם את הסיכון שנוטלים על עצמם גופים אלו.

הקמת הקרן המומלצת עשויה לסייע למדינה לעמוד בהחלטות הממשלה האחרונות בתחום קידום הפיתוח הבינלאומי, וגם לקדם השקעות של חברות ישראליות במדינות מתפתחות. אני מאמין שהקמת הקרן תניב תשואות כלכליות, מדיניות וחברתיות לממשלת ישראל, ותעניק כלים נוספים לגופים המוסדיים להשקיע את הכספים הציבוריים באפיקי השקעה חדשים ומבוזרים. ערוץ מימון נוסף זה לפרויקטים במדינות מתפתחות יכול ליצור אקלים השקעות חדש בתעשייה הישראלית, ולאפשר לגופי מימון, ולממשלת ישראל, לרכוש ידע וכלים בתחום המימון לפיתוח בינלאומי. הקמת קרן צוהר יכולה להיות שלב ראשוני בדרך להקמת מוסד פיתוח ישראלי, והיא עשויה לאפשר הקמת תשתית ידע ויכולת לצורך התקדמות בתחום הפיתוח הבינלאומי בישראל.

ביבליוגרפיה

- הכלכלן הראשי. 2018. "השמן והרזה – מימון משולב בעולם הפיתוח הבינלאומי", סקירה כלכלית שבועית, אגף הכלכלן הראשי, ירושלים, ישראל. https://mof.gov.il/chiefecon/economyandresearch/doclib/skiracalalit_30122018.pdf, נצפה ב: 30/12/2018
- מערך הסייבר. 2019. מתוך דיון שעלה במסגרת "הועדה לקידום אסטרטגיית פיתוח, ירושלים, ישראל.
- מרכז מילקן לחדשנות. 2018. "הגשר של ישראל לכלכלות מתפתחות", Blum Lab ומכון ירושלים, ירושלים, ישראל.
- משרד החוץ. 2018. מתוך דיון שעלה במסגרת "הועדה לקידום אסטרטגיית פיתוח", ירושלים, ישראל.
- רשות שוק ההון, הביטוח והסיכון. 2017. חוזר: "הצהרה על מדיניות השקעה צפויה בגופים המוסדיים", פורסם ביום: 3.12.2017, ירושלים, ישראל.
- רשות שוק ההון, הביטוח והסיכון. 2018. "חלק 2 בשער 5 לעניין ניהול נכסי השקעה", מהדורה 3 – תאריך עדכון 4.3.2018, ירושלים, ישראל.
- 1/2/2019, נצפה ב: https://mof.gov.il/hon/documents/mosdiym/memos/h_2018-9-7-chapter4.pdf, חקיקה-הסדרה/https://www.accenture.com/nl-en/~media/accenture/conversion-assets/dotcom/documents/global/pdf/industries_5/accelture-cm-awams-wealth-transfer-final-june2012-web-version.pdf, [accessed: 24/04/2019]
- Accenture. 2015. https://www.accenture.com/nl-en/~media/accenture/conversion-assets/dotcom/documents/global/pdf/industries_5/accelture-cm-awams-wealth-transfer-final-june2012-web-version.pdf, [accessed: 24/04/2019]
- BlackRock. 2019. "Global Investment Outlook Q2 2019, A narrow path", Published on webpage on 1.4.2019: https://www.blackrock.com/institutions/en-au/insights/research-and-insights/blackrock-investment-institute/quarterly-outlook_AU
- Climate Investor One Website. 2019. <https://www.climateinvestorone.com/nl/> [accessed: 1/5/2019]
- Convergence. 2017. "Danish Climate Investment Fund", Case Study. https://assets.ctfassets.net/4cgqlwd66qy0/6k1qcMaQNY0UEW0yU8ciCg/aa241263bbc919aeafa790dda2cb6a9b/Convergence__Danish_Climate_Investment_Fund_Case_Study__2017.pdf [accessed: 24/4/2019]
- Croce, Raffaella Della. 2014. Are Institutional Investors the answer for long-term development financing?, Part 1, Chapter 6, OECD iLibrary. https://www.oecd-ilibrary.org/development/development-co-operation-report-2014/are-institutional-investors-the-answer-for-long-term-development-financing_dcr-2014-10-en;jsessionid=bHUFiHaE5IXY_4PsBT7vPUAl.ip-10-240-5-185 [accessed: 4/4/2019]
- FMO. 2018. "Interim Report 2018", Entrepreneurial Development Bank.
- Hechler-Fayd'herbe, Nannette, Editorial. 2017. "Global Supertrends", Credit Suisse.

- IFC Website. 2019. "Managed Co-Lending Portfolio Program (MCP)", World Bank Group, Extracted from webpage on 5.5.2019: https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/corp_ext_content/ifc_external_corporate_site/solutions/products+and+services/syndications/mcpp [accessed: 5.5.2019]
- IFC .2018. "Management's Discussion and Analysis and Consolidated Financial Statements June 30, 2018", World Bank Group.
- IFC .2019. "Creating Impact, The promise of Impact Investing", World Bank Group, Washington D.C, USA. [accessed: 5/6/2019]
- Kevin Sneader .2018. "Emerging markets can still drive global growth", Mckinsey and company, extracted from webpage on 24.3.2019: <https://www.mckinsey.com/featured-insights/innovation-and-growth/Emerging-markets-can-still-drive-global-growth> [accessed: 24/3/2019]
- Moody's. 2017. "Sector In-Depth: Default Research: Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans, 1983-2015", Moody's Investor Service, World Bank Group.
- Morgan Stanley .2017. "Millennials Drive Growth in Sustainable Investing", Published on webpage on 9.8.2017: [accessed[25/4/2019 :
- Morgan Stanley (2018), "2019 Global Outlook: Turning Point Ahead", Published on webpage on 7.12.2018: <https://www.morganstanley.com/ideas/2019-global-macroeconomic-outlook> [accessed: 22/4/2019]
- OECD .2017. Amounts Mobilized from the Private Sector by Official Development Finance Interventions, Working Paper 36 by Julia Benn, Cecile Sangare and Tomas Hos.
- OECD .2018. Data extracted from webpage on: <https://data.oecd.org/oda/net-oda.htm> [accessed: 20.1.2019]
- Otor, S and Dornan, M. 2017. "How does foreign aid impact Australian exports in the long-run?" Development Policy Centre Discussion Paper #62, Crawford School of Public Policy, The Australian National University, Canberra.
- Preqin. 2017. Preqin Quarterly Update Infrastructure 2Q 2017 and 3Q 2017,
- Rottgers D., Tandon A. and Kaminker C. 2018. OECD Progress Update on Approaches to Mobilising Institutional Investment for Sustainable Infrastructure: Background paper to the G20 Sustainable Finance Study Group — Environment Working Paper No. 138
- UNCTAD .2014. [World Investment Report](#).
- WHO .2017. "2.1 billion people lack safe drinking water at home, more than twice as many lack safe sanitation", Geneva, published on webpage on 12.7.2017:
- World Bank .2019. "World Bank Country and Leading groups", <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519-world-bank-country-and-lending-groups>] accessed 11.11.2018 :]

ראיונות, ישיבות וכנסים

ראיונות עם גופים מוסדיים

- חברת איילון ביטוח, רוני יוסף, ראשת אגף השקעות; 10.2.2019
- חברת הפניקס ביטוח, יונתן אבישר, סמנכ"ל, מנהל השקעות חו"ל; 21.2.2019
- חברת כלל ביטוח, דנה פאר, מנהלת עסקאות אשראי; 7.3.2019
- חברת מגדל ביטוח, אסף שהם, מנהל חטיבת ההשקעות, ואסף גרמן, מנהל מחלקת השקעות אלטרנטיביות; 14.3.2019

ראיונות עם בעלי עניין ממשלתיים

- משרד הכלכלה, צפירי אסף, 19.3.2019
- משרד ראש הממשלה, רון אייפר, 26.3.2019
- החשב הכללי, משרד האוצר, עמית מרזאי, 26.3.2019
- רשות שוק ההון והביטוח, משרד האוצר, הילה גלזמן, 8.4.2019
- הכלכלן הראשי, משרד האוצר, מתן לב-ארי, מועדים שונים
- הכלכלן הראשי, משרד האוצר, בר-בן יעקב, מועדים שונים
- ישיבות בוועדה הבין-משרדית לקידום אסטרטגיית פיתוח בינלאומי, מועדים שונים

ראיונות עם בעלי עניין נוספים

- Citi Bank, ג'רמי בנטלי, 29.10.2018
- חברת ImpactFirst, ססיל בליליוס, מייסדת ומנהלת; 21.3.2019
- 21.5.2019; Catharina B. Dyvik, Blended Finance Taskforce program manager

כנסים

- כנס Blended Finance, ז'נבה, 8-9.11.2018
- כנס Israel Impact Summit, ראשון לציון, 28.5.2019

מכון ירושלים למחקרי מדיניות
מרכז מילקן לחדשנות
רחוב רד"ק 20 ירושלים 9218604
משרד: 02-5630175 (שלוחה 34)
www.milkeninnovationcenter.org



מכון ירושלים
מרכז מילקן לחדשנות