

אפקט עקום ה-J

עקום ה-J הוא גרף שמשמש לתיאור "ירידה לצורך עליה" - תופעות שונות בהן קיימת ירידה ולאחר מכן עליה לנקודה שגבוהה מהנקודה ההתחלתית.

עקום ה-J מתאר תופעות שונות במגוון תחומים החל מטבע ומדעים, דמוגרפיה, כלכלה, רפואה ומדע המדינה, ובין היתר נפוץ התיאור של תזרים המזומנים בקרנות השקעה פרטיות באמצעותו - בתחילת הדרך התזרים שלילי ואחר כך הולך ונהיה חיובי בקצב מהיר, באופן שיוצר את צורת האות "J".

ככלל, השקעות פרייבט אקוויטי מאופיינות בחוסר נזילות, בתזרים מזומנים שלילי בשלב הראשוני ובהיעדר הליך שוטף של הערכת שווי לאורך חיי ההשקעה. בהתאם לאופי ההשקעה, קיים קושי מובנה להעריך את ביצועי ההשקעה בשלבים מוקדמים שלה ולכן הוספת הערך, שבאופן מסורתי מהווה מקור הרווח העיקרי בהשקעות מסוג זה, מתגלה ברובה בעת מימוש ההשקעה.

בתחילת תהליך ההשקעה בקרנות השקעה פרטיות, ירשמו תזרימי הון שליליים לא מבוטלים בשל ההשקעות הראשונות בתחילת פעולתן של הקרנות. אלו לא הפסדים בפועל, אלא השקעות הון שבוצעו וטרם התקבלה תשואה בגינן.

על פי רוב, משקיע נחשף בצורה מירבית לקרן מסוימת במונחים של סכומים מושקעים לאחר כחמש שנים, אך מתחיל להקצות כספים כבר מהרגע הראשון. לעומת זאת, תזרים חיובי מהקרן מתחיל בדרך כלל בשנה השלישית או הרביעית ומגיע לשיאו בשנים לאחר מכן. פער זמן זה יוצר מעין "בטן" של תזרים שלילי עם כניסת המשקיעים לקרן השקעה פרטית ולאחריה עליה חדה יחסית, שמתחילה לאחר הצטברות של חלוקות או מימושים של חלק מהשקעות הקרן.

ככלל, בקרנות פרייבט אקוויטי, תחילה תזרים המזומנים שלילי, כיוון שכספי ההשקעה מנותבים לביצוע ההשקעה והשקעות הון נוספות וגם אם קיימים תקבולים מהנכס, אלו עשויים לשמש להשקעה הנחוצה לצורך הגדלת תזרים המזומנים השוטף בהמשך, לרבות באמצעות השבחה של הנכס.

כמו כן, בקרנות פרייבט אקוויטי, מקובל לגבות דמי ניהול על סכום ההתחייבות, גם לפני שמלוא הסכום הושקע ובוודאי שטרם התקבלו תקבולים בגינן, וזאת, בין היתר, לאור העבודה הרבה והמשאבים המושקעים בשנים הראשונות של ההשקעות, בין היתר גם בבחירה וסינון של ההשקעות וביצוע בדיקות נאותות בעלויות גבוהות.

על צורת ה-J שיתקבל בסופו של דבר משפיעים משך חיי ההשקעה, המבנה הפיננסי של ההשקעה, קצב הקריאות לכסף, התשואה ובפרט השאלה האם רובה התקבל במימוש, עקב עליית ערך הנכס, או מתזרים שוטף. (ר' גרפים מעבר לדף).

משקיעים מיומנים וגופים מוסדיים מחזיקים בהשקעות מ"בציר" שונה ויוצרים פורטפוליו של השקעות בשלבים שונים של התפתחותן, הדבר ממצע את התשואה ויוצר תיק השקעות מפוזר ואפקטיבי. לעומת זאת, משקיעים וגופים מוסדיים אשר רק עתה נכנסים לתחום כלשהו, יתקשו בשלב ראשוני להציג תשואות חיוביות מאפיק השקעה זה.

אז מה חשוב לדעת בהשקעות נדל"ן פרטיות ובפרט בקרנות נדל"ן?

אין לייחס חשיבות לביצועי הקרן בשלביה הראשונים, כיוון שאין בכך אינדיקציה לביצועים האבסולוטיים של הקרן או ההשקעה, אותם ניתן יהיה לבחון רק בהמשך, ובאופן סופי עם מימוש ההשקעות. גם החלוקות התקופתיות בשלב הראשון אינן מהוות בהכרח אינדיקציה לביצועי ההשקעה כיוון שעל פי רוב התזרים מהנכסים עולה במשך חיי העסקה בין היתר בשל השבחת הנכס.

למרות שאפקט עקום ה-J הוא ממאפייני ההשקעה בפרייבט אקוויטי בכלל ובהשקעות נדל"ן בפרט, ועלינו להיות מודעים אליו ולקחת אותו בחשבון כיוון שלא ניתן למנוע אותו לחלוטין, הרי שניתן למתן אותו.

הדרך למיתון עקום ה-J היא ליצור קצב השקעות יציב, שמטרתו לייצר תיק השקעות בו לכל השקעה בציר שונה במעט, כך שבכל רגע נתון תהיינה השקעות בשלבים שונים של חייהן אשר תמתנה זו את זו.

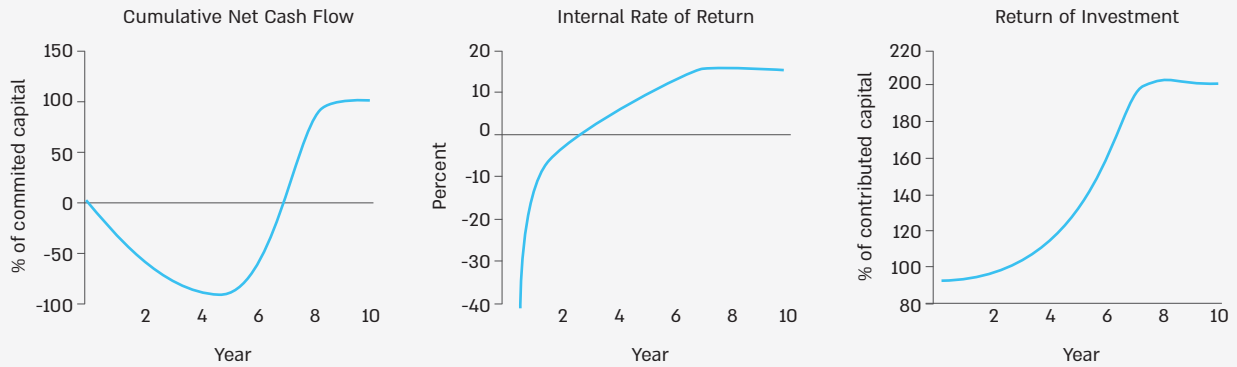
אי אפשר להמעיט בחשיבותו של הפיזור בתיק ההשקעות, מדובר בפיזור בין אפיקי השקעה שונים, בין השקעות נזילות להשקעות שאינן נזילות, שמעניקות פרמיה על אי הנזילות, בין סקטורים שונים, מדינות שונות ומנהלי השקעה שונים. ככלל, על תיק ההשקעות להכיל השקעות שונות שהקורלציה ביניהן 0 ומטה.

הוספת פיזור בין תקופות גם ימתן את עקום ה-J ויסייע לקבלת תזרים יציב, ואף יאפשר קיזוז של הכנסות בקרנות שנמצאות בשלבים מתקדמים וסופיים של מחזור חייהן אל מול תזרים שלילי בקרנות שנמצאות בשלבים ראשוניים של מחזור חייהן.

יש לציין כי מיתון עקום ה-J נועד לייצוב של תזרים המזומנים השוטף, אך ככל הנראה גם יהיה בו כדי לשפר את ביצועי ההשקעה הסופיים, הודות לפיזור רחב יותר של תיק ההשקעות.

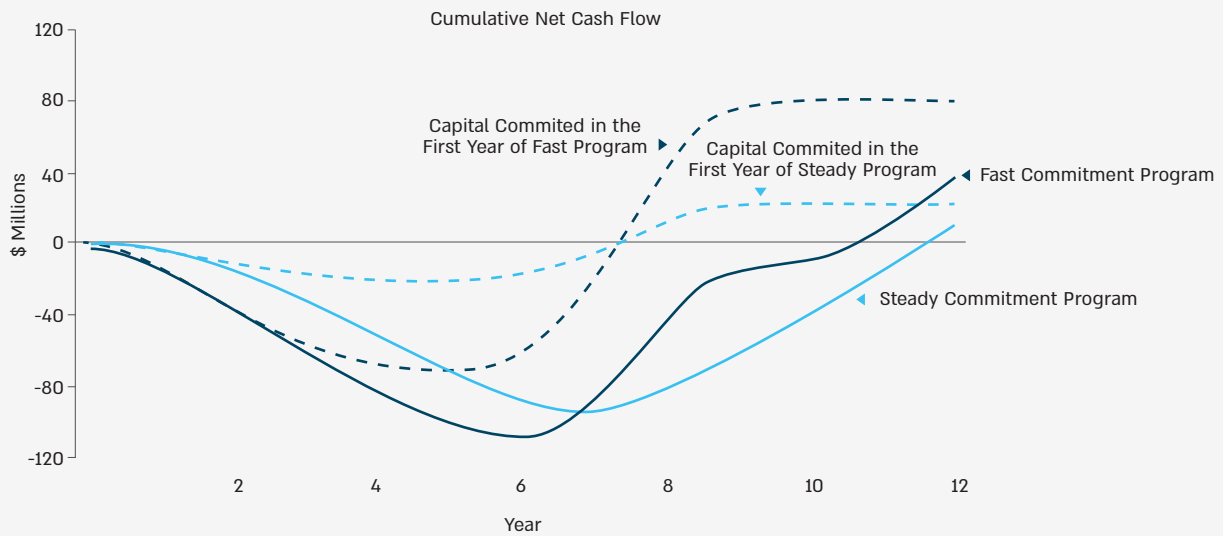
עד כה היתה דיסיפלינה זו ישימה עבור גופים מוסדיים ומשקיעים פרטיים גדולים. משפחת קרנות Profimex CircleOne מאפשרת למשקיעים פרטיים לקבל פיזור רחב, גם בין שנות בציר שונות - פיזור שמאפשר למתן את עקום ה-J - שעד כה היה מנת חלקם של משקיעים מוסדיים או משקיעים פרטיים בעלי משאבים בלתי מוגבלים.

Private Equity Investments Show Specific Cash Flow and Return Attributes Known as the J-Curve



* מקור הנתונים: (GSAM) Goldman Sachs Asset Management

Steady Commitments Can Mitigate the J-Curve of a Private Equity Program



* מקור הנתונים: GSAM



מוסיפים ערך ללקוחות
החברה ביושר, בהגנות
ובשקיפות מלאה.

פרופימקס בע"מ מקבוצת במברגר-רוזנהיים בע"מ, רחוב זרחין 10, ת.ד. 1155, רעננה 4310101 ט. 09-7774444 פ. 09-7774400

Profimex Ltd. A Bamberger-Rosenheim Company, 10 Zarhin St. P.O.B 1155, Ra'anana 4310101, Israel t. 09-7774444 f. 09-7774400

profimex@profimex.com www.profimex.com