

**1. איגוד מנהלי קרנות להשקעה בנאמנות**  
מרח' השלושה 2, תל אביב - יפו 6706054 ; טל': 03-7540800.

**2. איגוד בתי השקעות**  
מרח' ששת הימים 30, בני ברק ; טל': 03-7903021.

שניהם ע"י ב"כ עוה"ד ד"ר סער א' פאוקר (מ.ר. 36665) ו/או בני וינסטון (מ.ר. 71778) ו/או כל עו"ד אחר  
ממשרד עוה"ד הרצוג, פוקס, נאמן ושות', עורכי דין  
מרח' יצחק שדה 6 (מגדל הרצוג), תל-אביב 6777506  
טל': 03-6922020 ; פקס': 03-6966464 ; דוא"ל: PaukerS@herzoglaw.co.il

**ה ע ו ת ר ו ת**

נ ג ד

**1. הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון**

**2. שר האוצר**

**3. רשות ניירות ערך**

על ידי פרקליטות המדינה, משרד המשפטים  
שדרות וולפסון 2, קריית הממשלה ע"ש דוד בן-גוריון  
ירושלים, ת"ד 49029, מיקוד 9149001  
טל' 02-6467011, פקס 073-3925590  
דוא"ל HCJ-Dep@justice.gov.il

**4. הבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ**

ע"י ב"כ עו"ד אבי ליכט ו/או עו"ד אוריאל רוזנברג ו/או עו"ד ענבל תמיר  
ממשרד מיתר | עורכי דין  
מדך אבא הלל סילבר 16, רמת-גן 5250608  
טל': 03-6103100 ; פקס': 03-6103111 ; דוא"ל: Orielr@meitar.com

**ה מ ש י ב י ם**

### **תגובה מטעם המדינה לעתירה**

1. בהתאם להחלטות בית המשפט הנכבד (ובהן ארכות שניתנו), וכן להודעות שר המשפטים בדבר החלת תקנות בתי המשפט ולשכות ההוצאה לפועל (סדרי דין במצב חירום מיוחד), התשנ"א-1991, מוגשת בזאת תגובה מטעם המדינה לעתירה שבכותרת, לקראת הדיון בה בפני הרכב הקבוע ליום 13.4.2026.

### **תמצית הדברים טרם פירוט**

2. במוקד העתירה דן דרישתן של העותרות, שהן איגוד מנהלי קרנות להשקעות בנאמנות ואיגוד בתי השקעות, כי בית משפט נכבד זה יורה לממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן גם "הממונה" או "המשיב") "לתקן" הוראות ב"חוזר המאוחד" מטעמו (שבו נקבעים כללים רגולטוריים שונים מכוח סמכותו של הממונה).

3. הדין – סעיף 32 בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005 (להלן "חוק קופות גמל") – קובע אילו תשלומים רשאית חברה המנהלת קופות גמל לגבות מנכסי

קופת גמל בניהולה ומחשבוניות עמיתים בקופה, ורק תשלומים אלה. בעיקרו של דבר, רשאים גופים אלה, בהתאם לדין, לגבות דמי ניהול ודמי ביטוח. בנוסף לכך, קובע הדין, כמעין חריג לכלל, שניתן לגבות גם סוג תשלומים אחד נוסף, שהוא "הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות בנכסי קופת הגמל" (להלן גם "הוצאות ישירות"), כפי שיקבע שר האוצר.

4. בתקנות שהתקין שר האוצר בהתאם לכך, הן תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), התשס"ח-2008 (להלן "תקנות הוצאות ישירות" או "התקנות"), נקבע כי במסגרת הוצאות ישירות אלה נכללת גם "עמלת ניהול חיצוני", וזאת, בעיקרו של דבר, ולעניינו, מקום בו נדרשת מומחיות מקצועית ספציפית יותר לצורך ניהול ההשקעות שאינה קיימת אצל הגוף המוסדי, כגון, בין היתר, מקום בו מדובר בהשקעות הנוגעות לשווקים בחו"ל, המצדיקה בשל כך את גביית התשלומים הנוספים כאמור, וזאת מתוך הבנה כי ישנו צורך לעודד השקעות מעין אלה במסגרת "פיזור" תמהיל ההשקעות הכללי. כאמור, לכתחילה משלם העמית לחברה המנהלת דמי ניהול כדי שזו תנהל ותשקיע את הכספים וזו אמורה להיות המומחיות שלה. הוצאות עמלת ניהול חיצוני המשולמות לגורמים שלישיים המנהלים כספים, נוסף על דמי הניהול שמשלם העמית לחברה המנהלת, הותרו, כפי שיפורט בהמשך, רק במקרים חריגים המצדיקים זאת, כדי למנוע "כפל דמי ניהול".

כך, נקבע בתקנות [בסעיף 1, הוא סעיף ההגדרות, במסגרת פסקה 5 של הגדרת "עמלת ניהול חיצוני"], בחלק הרלוונטי לעניינו, כי בגדר עמלת ניהול חיצוני תבוא, בין היתר, "השקעה של משקיע מוסדי בקרן סל, שהיא תשלום למנהל הקרן או לקרן, ובלבד שמנהל הקרן אינו צד קשור ושהתקיים אחד מאלה: (א) 75 אחוזים לפחות מנכסי הקרן הם נכסים שלא הונפקו במדינת ישראל ואינם נסחרים או מוחזקים בה; (ב) 75 אחוזים לפחות מנכסי הקרן הם נכסים שהונפקו במדינה לפי מדדים שעליהם יורה הממונה ובתנאים שיוורה" (ההדגשה לא במקור).

בהתאם לסמכותו זו שבפסקה 5(ב) (היא החלק המודגש לעיל), קבע הממונה במסגרת החוזר הוראה לגבי זהות המדדים שאחריהם עוקבות קרנות הסל שבהתקיימם יהיה ניתן או לא ניתן לגבות עמלת ניהול חיצוני.

5. בקביעה אילו מדדים שאחריהן עוקבות קרנות הסל יאפשרו גביית עמלת ניהול חיצוני ואילו לא, ניתנה הדעת בעיקרו של דבר האם מדובר במדדים שלגבי השקעה בהם נדרשת מומחיות מיוחדת שאינה קיימת אצל החברה המנהלת, ובאופן ספציפי יותר, מומחיות הנוגעת לשווקים זרים, שאז ישנה הצדקה לאפשר גביית תשלומים נוספים מהעמיתים לצורך ניהולן של השקעות אלה; או שמא מדובר במדדים שנכסי הבסיס שלהם מוכרים היטב לגופים המוסדיים המקומיים, והם למעשה מה שמהווה את המומחיות הבסיסית שלהם מעצם טבעם ומהותם כגופים מוסדיים המנהלים כספים בשוק ההון הישראלי, שאז לא קמה הצדקה לאפשר לגופים המוסדיים לגבות תשלומים נוספים אלה מהעמיתים.

6. **כן יצוין, כי ההוראות בתקנות ובהמשך להן בחוזר של הממונה נוהגות זה שנים, כבר משנת 2014** (תוך שלאורך השנים נעשו בהם בעיקרו של דבר שינויים טכניים-מושגיים).

7. במסגרת העתירה, טוענות העותרות בעיקרו של דבר כי ישנה כביכול אפליה לרעת קרנות סל העוקבות אחרי מדדים ישראליים (דוגמת מדד ת"א 125 ומדד ת"א 35), לעומת קרנות סל אחרות (דוגמת קרנות סל העוקבות אחר מדדים זרים כמדד S&P 500). עוד טוענות העותרות, כי האפליה מתחדדת נוכח חיוב הגופים המוסדיים להקים מסלולים פאסיביים עוקבי מדדים.

8. **כפי שיפורט בהרחבה להלן, לעמדת המשיב, דין העתירה להידחות – הן על הסף, מחמת שיהיו ניכר שדבק בה; הן לגופם של דברים, שעה שההוראות המדוברות בחוזר הממונה – הנוהגות זה שנים כאמור – אינן מהוות "אפליה" כנטען בעתירה, אלא מדובר בהבחנה מקצועית לגיטימית, הנדרשת לשם הגשמת התכליות שבבסיס החקיקה והתקנות, שעניינן הגנה על העמיתים והחוסכים של הגופים המוסדיים, ו-ודאי שלא קמה עילה להתערבות שיפוטית בשיקול דעתו המקצועי של המשיב בעניין זה.**

### **תשתית נורמטיבית: המסגרת החקיקתית ותכלית החקיקה**

#### **מסגרת חקיקתית**

9. רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן גם "**הרשות**") היא רגולטור פיננסי המפקח על גופים פיננסיים, בהם חברות ביטוח, קרנות פנסיה, גמל והשתלמות. אחד מהתפקידים המרכזיים של הרשות, כפי שהם מופיעים בסעיף 1 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981 (להלן "**חוק הפיקוח על הביטוח**") הוא הגנה ושמירה על עניינם של המבוטחים, העמיתים ולקוחות הגופים המפוקחים.

10. קופות גמל הן ממכשירי החיסכון הנפוצים ביותר והן מנוהלות על ידי חברות מנהלות<sup>1</sup> המחויבות בקבלת רישיון מאת הרשות. קופות גמל כוללות מוצרים מסוגים שונים, ובכלל זה קרנות פנסיה, קופות גמל להשקעה, קופות גמל לתשלומים וקרנות השתלמות. מי שרשומים על שמם כספים בקופת הגמל או מי שזכאים לקבל כספים מקופת הגמל מכוונים "עמיתים"<sup>2</sup> וקופת הגמל מנהלת את הכספים לטובת העמיתים. המסגרת הנורמטיבית לפעולתן של קופות גמל מוסדרת בחוק קופות גמל, בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981 ובתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964.

11. על קופות הגמל ובכללן קרנות הפנסיה, ועל כל מי שעוסק מטעמן בניהול הנכסים, מוטלות חובות אמונים וחובות זהירות מוגברות כלפי העמיתים. סעיף 3 לחוק קופות גמל עוסק

<sup>1</sup> "חברה מנהלת" היא החברה המנהלת את קופת הגמל, והיא מוגדרת בחוק קופות גמל כ"חברה שקיבלה רישיון חברה מנהלת". תפקידה של החברה המנהלת מעוגן בסעיף 2 לחוק קופות גמל.

<sup>2</sup> ראו הגדרת "עמית" בסעיף 1 לחוק קופות גמל – "מי שרשומים על שמו כספים ברישומי קופת גמל או מי שזכאי לקבל כספים מקופת גמל, למעט מוטב ולמעט עובד של עמית-מעביד".

בחובות החלות על חברה מנהלת, ביניהן החובה לשמש נאמן על נכסי קופת הגמל לטובת העמיתים והחובה לפעול באמונה ובשקידה לטובת העמיתים בניהול נכסי קופת הגמל.

12. במטרה להבטיח את ההגנה והשמירה על האינטרסים של החוסכים, המחוקק הסדיר את התשלומים היחידים שחברות מנהלות<sup>3</sup> רשאיות לגבות מחוסכים ומנכסי קופת הגמל שבניהולן [ראו בג"ץ 6388/19 הפניקס חברה לביטוח בע"מ נ' הופמן, פסקה 7 לחוות דעתו של כבוד השופט ע' גרוסקופף (22.6.2023)]. כך נקבע בסעיף 32 לחוק קופות גמל<sup>4</sup>:

32. (א) חברה מנהלת לא תגבה מנכסי קופת גמל שבניהולה, מחשבונות עמיתים בקופה, מתשלומים המועברים לקופה, או מתשלומי הקופה לעמיתים או לעובדים של עמית-מעביד או למוטביהם, אלא את אלה (בסעיף זה – הוצאות ודמי ניהול):

- (1) דמי ניהול;
- (2) הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות בנכסי קופת הגמל, כפי שקבע השר;
- (3) דמי ביטוח הנגבים לפי הוראות סעיף 16(ד)(6).

(ב) השר, באישור ועדת הכספים, יקבע את הסכומים או השיעורים, המרביים, של ההוצאות ודמי הניהול שחברה מנהלת רשאית לגבות מנכסים, מחשבונות או מתשלומים, כאמור בסעיף קטן (א)."

13. אם כן, חברה מנהלת אינה רשאית לגבות מהחוסכים אלא את שלושת סוגי התשלומים המפורטים בחוק הפיקוח על קופות גמל: **דמי ניהול, הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות בנכסי הקופות, ודמי ביטוח**. נבחר כעת את טיבם ועניינם של שלושת סוגי התשלומים – דמי ניהול, דמי ביטוח והוצאות ישירות.

14. **דמי ניהול** הם תשלומים הנגבים באופן שוטף מהחיסכון הצבור בחשבונות של החוסך ומההפקדות בו. זהו למעשה התשלום הישיר שנגבה מהחוסך עבור ניהול החיסכון וההשקעות על ידי הגוף המוסדי. דמי הניהול מהווים גם את מקור ההכנסה של הגוף מוסדי מפעילותו כמנהל קופת הגמל או קופת הביטוח. גובה התשלום נקבע בפועל בהתאם להסכמה שבין הגוף המוסדי לחוסך [בכפוף לשיעורים מירביים שרשאי גוף מוסדי לגבות, עניין המוסדר בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (דמי ניהול), התשע"ב–2012]. זוהי למעשה התמורה המשולמת לגוף המוסדי עבור ביצוע תפקידו, שהוא ניהול והשקעת הכספים שהפקידו אצלו החוסכים. חברה מנהלת רשאית לגבות דמי ניהול מהפקדה מסוימת, מסך צבירת הנכסים על שמו של החוסך, או משניהם. כמו כן, קיימת מגבלה בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (דמי ניהול), התשע"ב–2012 על גובה דמי הניהול המירביים שחברה מנהלת רשאית לגבות מהחיסכון הצבור בחשבונותיו של החוסך ומההפקדות בו.

<sup>3</sup> ההוראות רלוונטיות גם עבור חברות ביטוח (בעלות רישיון מבטח) המנהלות סוגים שונים של פוליסות חיסכון וביטוחים תלויי תשואה וזאת בהתאם לסעיף 36א לחוק הפיקוח על הביטוח. לשם הנוחות, נתייחס לחברות מנהלות, אך הדברים כאמור רלוונטיים גם עבור חברות ביטוח המנהלות חיסכון.

<sup>4</sup> הוראות אלו שנקבעו בנוגע לקופות גמל, הוחלו גם על ביטוחים תלויי תשואה ולגבי נכסים המנוהלים בידי מבטח לכיסוי התחייבויות תלויי תשואה – ראו סעיף 36א לחוק הפיקוח על הביטוח.

15. **דמי ביטוח** הם תשלומים הנגבים לפי סעיף 16(ד)(6) לחוק, בגין ביטוחים שבהם מבוטחים העמיתים בקופת גמל, כפי שמפורט בתקנון קופת הגמל. סוגי הכיסויים הביטוחיים שאותם רשאית חברה מנהלת לרכוש בעבור עמיתים בקופת גמל לקיצבה שבניהולה מפורטים בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (כיסויים ביטוחיים בקופות גמל), התשע"ג-2013 והם: כיסוי ביטוחי לאריכות ימים, לסיכוני מוות, לסיכוני נכות ולשחרור מתשלום.

16. **אשר להוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות בנכסי קופות הגמל** (להלן גם "הוצאות ישירות"). כאמור לעיל, בחוק קופות גמל נקבע, בסעיף 32(א)(2) לחוק, כי אלה יהיו "כפי שקבע השר". בהתאם לכך, הותקנו על ידי שר האוצר תקנות הוצאות ישירות [הן כאמור "תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), התשס"ח-2008], שבמסגרתן נקבע בין היתר מה מוגדר כהוצאות ישירות (ראו סעיף 2 לתקנות).

הוצאות ישירות הן סוגי הוצאות מסוימים שנקבעו באופן פרטני בתקנות על ידי שר האוצר, המשקפות תשלומים אשר הגוף המוסדי משלם לצדדים שלישיים (שככלל אינם צדדים קשורים לגוף המוסדי), בקשר עם ביצוע עסקאות בנכסי הקופה. להבדיל מדמי הניהול, אשר נגבים מהחיסכון הצבור ומההפקדות בחשבון החוסך בשיעור שנקבע בהתאם להסכם בין החוסך לבין קופת הגמל, ההוצאות הישירות נגבות ישירות מנכסי הקופה המשותפת והן אחידות לכל החוסכים באותה קופה או מסלול, ללא תלות בשיעור דמי הניהול שנקבע בהסכמה פרטנית מול כל חוסך. שיעור ההוצאות הישירות מחושב כאחוז מסך השווי המשוער של תיק הנכסים המצרפי של החוסכים, באופן אחיד לכל החוסכים, אשר כספם מנוהל באותה קופה.

17. ניתן לחלק את ההוצאות הישירות, המפורטות בתקנות הוצאות ישירות, לשני סוגים.

**הסוג הראשון** – הוצאות המשולמות לצד שלישי בגין פעולות שהגוף המוסדי אינו יכול לבצע בעצמו, למשל הוצאות בשל קנייה ומכירה של ניירות ערך באמצעות חבר בורסה, הוצאה בעד שמירת ניירות ערך סחירים (קסטודיאן) ועוד. מטרה עיקרית בהכרה בהוצאות מסוג זה כהוצאות ישירות מעבר לדמי הניהול המשולמים על ידי החוסכים, היא למנוע הטיות בשיקול דעת או אפקט מצנן בביצוע השקעות. למשל, לעניין הוצאות קנייה ומכירה של ניירות ערך, הכרה בהם כהוצאות ישירות מונעת מצבים שבהם ההוצאות הכרוכות בפעולה משפיעות על השאלה האם למכור או לקנות נייר ערך. אחרת, ההוצאות ישולמו מכיסה של החברה המנהלת או חברת הביטוח, מה שעלול על להשפיע על שיקול הדעת בהחלטת ההשקעה. טובת החוסך היא כי ההחלטה האם למכור או לקנות נייר ערך תהיה נקייה משיקולים זרים שעשויים להשפיע עליה.

**הסוג השני** של ההוצאות הישירות (וזה סוג ההוצאות הישירות בו מתמקדת העתירה) – הוצאות המשולמות לגורם חיצוני בעבור ניהול השקעות. הוצאות אלה נקראות גם "עמלת ניהול חיצוני".

אלה הוצאות שהתרת גבייתן נועדה לתמרץ את הגופים המוסדיים להשקיע בנכסים מגוונים ומפוזרים (ובכלל זה, גם מחוץ לישראל), ואשר משולמות לרוב בגין מומחיות מיוחדת של הצד השלישי שאינה קיימת אצל הגוף המוסדי. למשל, תשלום למנהל תיקים מחוץ לישראל שהוא בעל מומחיות להשקעות באזור גיאוגרפי או ענף מסוים. התרת הוצאות מסוג זה נועדה לעודד השקעות בתחומים מגוונים שלגוף המוסדי חסרה דרך כלל המומחיות בהם, ובכך למעשה לפזר את הסיכון שבתיק ההשקעות שמנהל הגוף המוסדי. להשלמת התמונה יצוין כי גביית ההוצאות הישירות כאמור נעשית ישירות מנכסי הקופה המשותפת והן אחידות לכל החוסכים באותם קופה או מסלול, וזאת בטרם הצגת התשואה לחוסך (כך שלמעשה כל חוסך רואה את שיעור התשואה שהשיג עבורו הגוף המוסדי רק לאחר ניכוי ההוצאות הישירות).

18. חשוב לחדד בהקשר זה כי **לכתחילה כל פעילות ניהול כספי החוסכים והשקעתם היא באחריות הגוף המוסדי, וכנגדה גובה הוא מהעמית דמי ניהול (במילים אחרות – זהו השירות שעליו משלם העמית)**. עם זאת, המחוקק ראה לנכון לאפשר גבייה נוספת של הוצאות ישירות מנכסי העמיתים במקום בו לגוף המוסדי אין מומחיות, מה שעלול להיות בעוכרי העמיתים, והדבר אמור לסייע לגוף המוסדי לשכלל את סוגי השקעותיו ולפזרן, גם בין סוגי מכשירי השקעה שונים ובין שוקי הון מגוונים ובכך להקטין את הסיכון שטמון בהשקעת הנכסים במקום אחד, בשוק אחד, ובסוגים מאוד מצומצמים של השקעות. מכאן, שכל קביעה של השר ביחס להתרה של הוצאה מסוימת כהוצאה ישירה **אמורה להיבחן במשורה ביחס לכלל שלפיו חברה מנהלת לא תגבה מנכסי העמיתים כל תשלום או תמורה למעט דמי ניהול, דמי ביטוח והוצאות ישירות. כלומר, כל מקום שבו ניתן שיקול דעת לשר או לממונה לאפשר גבייה של כספים נוספים מהעמיתים מעבר לדמי הניהול, צריך להיבחן באופן מדוקדק ויש להצביע על הצדקה מדוע נכון לאפשר גבייה של הוצאות נוספות מהעמיתים.**

19. במסגרת תקנות הוצאות ישירות<sup>5</sup> הותרה גביית "עמלת ניהול חיצוני"<sup>6</sup> מנכסי הקופה (ובמובחן מדמי הניהול שמשלם העמית), באמצעות הוראת שעה שנבחנה והוארכה מעת לעת במהלך השנים, בהמלצת ממונים שכינהו בתפקיד לאורך השנים, על ידי שר האוצר ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, ובשנת 2022 נקבע כהוראת קבע בתקנות (כלומר להבדיל מהוראת שעה). ללמדנו, כי נושא זה נבחן לאורך שנים, מספר של פעמים, כפי שיפורט להלן.

20. "עמלת ניהול חיצוני", כשמה כן היא, היא הוצאה הנובעת מתשלום, לגורם חיצוני שאינו הגוף המוסדי, עבור ניהול השקעות. לדוגמה, תשלום לבעל רישיון מנהל תיקים (זר או ישראלי) אשר מנהל השקעות בנכסים שלא הונפקו במדינת ישראל ואינם נסחרים או מוחזקים בה, או הוצאה הנובעת מתשלום למנהל קרן או קרן חוץ ש-75% מנכסיה מושקעים בנכסים שלא הונפקו במדינת ישראל ואינם נסחרים או מוחזקים בה.

<sup>5</sup> קודם להתקנת תקנות הוצאות ישירות, האפשרות לגבות הוצאות ישירות מהנכסים המנוהלים הוסדרה בסעיף 41 לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), תשכ"ד-1964.

<sup>6</sup> ראו הגדרת "עמלת ניהול חיצוני" בתקנה 1 לתקנות הוצאות ישירות בנוסחן כיום. במהלך השנים, "עמלת ניהול חיצוני" הייתה מצויה בהוראת שעה בתקנה 3 ו-3א לתקנות הוצאות ישירות, אשר הוארכה מפעם לפעם.

21. בשנת 2014, כשש שנים לאחר שהותקנו התקנות, נעשה תיקון בתקנות (תיקון מס' 2 לתקנות הוצאות ישירות, ק"ת 7363, פורסם ביום 1.4.2014). במסגרת התיקון נקבעה, כהוראת שעה עד סוף שנת 2017, הגדרת "עמלת ניהול חיצוני" (חלף ההגדרה הקודמת שהיתה בתקנות במקורן ב-2008 והיוותה הוראת שעה עד סוף שנת 2011), שבמסגרתה נקבע כי עמלת ניהול חיצוני תהא בין היתר –

"(5) השקעה של קופת גמל בתעודת סל כפי שיורה הממונה ובלבד שמנפיק התעודה אינו צד קשור ושהתקיים אחד מאלה:

- (א) 75 אחוזים לפחות מהתחייבות החשיפה של התעודה תהיה לנכסים שלא הונפקו במדינת ישראל ואינם נסחרים או מוחזקים בה;
- (ב) 75 אחוזים לפחות מהתחייבות החשיפה של התעודה תהיה לנכסים שהונפקו במדינת ישראל לפי מדדים שעליהם יורה הממונה ובתנאים שיורה.<sup>7</sup>

כמו כן, נקבעה במסגרת תיקון זה, משנת 2014, לראשונה בתקנות הוצאות ישירות תקרה להיקף "עמלת ניהול חיצוני", שרשאי גוף מוסדי לגבות מנכסי המסלול, כדי להגביל את שיעורה.

התקרה שנקבעה הייתה בשיעור של 0.25% מסך כל השווי המשוער של נכסי המסלול. ללמדנו כי החל משנת 2014, הייתה מגמה לצמצם ולהגביל הוצאות מסוג זה, שכן, כפי שצוין לעיל, ניהול השקעות הוא תפקיד שמטבעו אמור להתבצע בידי הגוף המוסדי עצמו. היעזרות בגורמים חיצוניים לצורך ניהול השקעות ותשלום נפרד עבור כך, מוצדקת במקרים מסוימים בלבד שהותרו בתקנות הוצאות ישירות ומטעמים שפורטו לעיל.

22. בהתאם לכך, כבר ביום 10.6.2014 פירסם הממונה, בהתאם לסמכותו, את חוזר גופים מוסדיים שמספרו 8-9-2014 ובו נקבעו הוראות הממונה שבסעיף 10(א) לפרק 4 שעניינו "ניהול נכסי השקעה" בשער 5 לחוזר המאוחד ("הוראות הממונה"), לפיהן משקיע מוסדי יהיה רשאי לגבות מנכסי קופת גמל שבניהולו את דמי הניהול שגובה מנפיק תעודת סל [בלבד שהתקיימו התנאים שבפסקה (5)(ב) להגדרת "עמלת ניהול חיצוני" שבתקנות הוצאות ישירות], בתנאים מסוימים המפורטים בהוראות הממונה, ובהם כי המדד שתעודת הסל עוקבת אחריו אינו נמנה עם מדדים המפורטים בהוראות הממונה:

<sup>7</sup> יצוין, כי בשנת 2018 הוארכה הוראת השעה (ק"ת 8060 מיום 16.8.2018) עד סוף שנת 2019, תוך שלצד "תעודת סל" נוספה גם "קרן מחקה", כהגדרתה בחוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 28), התשע"ז-2017 עד סוף שנת 2019; ובשנת 2021 (ק"ת 8744 מיום 9.9.2020) הוארכה הוראת השעה עד 28.2.2021; בשנת 2022 (ק"ת 10034 מיום 2.3.2022) הוארכה הוראת השעה עד יום 6.4.2022; ובהמשך בשנת 2022 תוקנו התקנות תיקון קבוע, כמפורט להלן.

"גוף מוסדי יהיה רשאי לגבות מנכסי קופת גמל שבניהולו או מכספים העומדים כנגד התחייבויות תלויות תשואה את עמלת הניהול שגובה מנפיק תעודת סל, כפי שזו פורסמה על ידי מנפיק התעודה בדוח שפורסם בגין החודש הרלבנטי, ובלבד שהתקיימו התנאים הקבועים בפסקה (5)(ב) להגדרת "עמלת ניהול חיצוני" בתקנה 3 לתקנות הוצאות ישירות והתנאים הבאים:

(א) השיעור אותו ניתן לגבות מנכסי קופת גמל או מכספים העומדים כנגד התחייבויות תלויות תשואה, לפי העניין, בעד תעודת סל לא יעלה על 0.1 אחוז מהשווי ההוגן של התעודה, בהתאם לשיטת חישוב העמלות המפורטת בכל תעודה.

(ב) המדד שתעודת הסל עוקבת אחריו אינו נמנה על אחד מהמדדים הבאים:

(1) מדד ת"א 25;

(2) מדד ת"א 100;

(3) מדד של איגרות חוב לרבות איגרות חוב להמרה;

(4) מדד שלפחות 75 אחוזים ממשקל ניירות הערך שמרכיבים אותו הם ניירות ערך של בנקים, מבטחים או תאגידים הנמנים על פי סיווג הבורסה בענף שירותים פיננסיים.

(5) מדד שכולל פחות מחמש עשרה חברות.

(6) משקל ניירות הערך של החברות במדד שאינם כלולים במדד ת"א 25, נמוך מחמישים אחוזים.

..."]

החוזר משנת 2014 מצורף ומסומן מש/1.

[למען הדיוק המושגי יובהר, כי בהוראות הממונה משנת 2014 נעשה שימוש במונח "תעודות סל", אך במסגרת חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 28), התשע"ז – 2017 הוסדרה המרתם של מכשיר השקעה מסוג "תעודת סל" ל"קרן סל". מדובר בשינוי של המבנה המשפטי והכינוי, בעוד שבמהות ובאופן השימוש בהם ככלי השקעה עוקב מדד, מדובר באותו מכשיר פיננסי. בתיקון שנעשה להוראות הממונה במסגרת חוזר גופים מוסדיים 2020-9-7 מיום 2.4.2020, נעשה גם תיקון נוסח להוראות הממונה בהיבט זה המתחייבים מאותו שינוי, כך שנמחקה ההתייחסות ל"תעודת סל" ובמקומה הובאה התייחסות ל"קרן סל".]

23. **עינינו הרואות, ההוראות בחוזר הממונה שעליהן מלינות העותרות בעתירתן הן הוראות הקיימות הלכה למעשה זה יותר מעשור. כלומר, כבר בשלב זה יודגש כי ההוראות שעליהן מלינות העותרות בעתירה ולגביהן נטען לאפליה, אינן הלכה למעשה הוראות חדשות כלל,**

**אלא הוראות המצויות בהוראות הממונה זה יותר מעשור שנים, ולא ברור מדוע לא פעלו העותרות בעניין זה בעת פרסומן או בסמוך לכך, אלא המתינו זמן כה רב עד להגשת עתירה בעניין.**

24. מאז שנת 2014, נבחן על ידי הרשות יישומה של מגבלת "עמלת ניהול חיצוני" בקרב המשקיעים המוסדיים. בחינת היישום העלתה כי מחד, ישנה חשיבות לכך שהוגבלו סוגים מסוימים של הוצאות ישירות. מאידך, קיים חשש כי הטלת מגבלה שרירותית או לא מתאימה, מבחינת היקף וסוגי ההשקעות שעליהן היא מוטלת, עלולה לפגוע בהרכב תיק הנכסים של העמיתים ובתשואה המושגת על כספי הפנסיה והחיסכון של הציבור.

25. כדי לקבוע את האיזון הדרוש, ביקשה הרשות לבצע בחינה מקיפה ורוחבית של סוגיית ההוצאות הישירות. לשם כך ביום 24.2.2020 מינה הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון ועדה מייעצת בראשותו של פרופ' ישי יפה לבחינת הוצאות ישירות שרשאי גוף מוסדי לנכות מנכסי החוסכים שבניהולו, בשל ביצוע עיסקאות בנכסי המשקיע המוסדי.<sup>8</sup> מטרת הוועדה הייתה לבחון את כל סוגיית ההוצאות הישירות, לרבות: בחינת סוגי ההוצאות שניתן לגבות כהוצאות ישירות, מגבלת ההוצאות שנקבעה במסגרת התקנות לחלק מסוגי ההוצאות, תרומת ההשקעה באפיקים ובמכשירי ההשקעה שבהם ניתן לגבות הוצאות ישירות לתשואת החוסכים, הגילוי בדבר הוצאות ישירות המושגות על החוסכים וסיווג, וכן בחינת ההשלכות של מגמות צופות פני עתיד דוגמת שיעור ההשקעה בחו"ל.

26. הוועדה קיימה דיונים מקיפים עם נציגים מהציבור וערכה בשיתוף הרשות מחקר אמפירי מקיף בהתבסס על מאגר נתונים שנאספו לצורך אמידת התשואות במספר אפיקי השקעה שהותר לגבות בגינם הוצאות ישירות. יצוין כי אחת מהמלצות הוועדה הייתה לערוך רפורמה במבנה דמי הניהול במערכת הפנסיונית ולעבור ככל הניתן למחיר ידוע מראש המחושב כשיעור מסך יתרת הנכסים הצבורה של החוסך וכולל את דמי הניהול מצבירה ומהפקדה וגם סוגי הוצאות ישירות שונות (דמי ניהול כוללים), דהיינו, מעבר למחיר יחיד ידוע מראש הכולל את הן דמי הניהול הן את ההוצאות הישירות. בנוסף, הציעה הוועדה ביחס לחוסכים קיימים (שלגביהם ישנו קשיים משפטיים ותפעוליים במעבר למודל של דמי ניהול כוללים) לבטל את מגבלת התקרה של 0.25% בגין עמלות ניהול חיצוני ולקבוע "מחיר יחיד הצגתי" המחושב כשיעור מהצבירה בלבד ושיכלול גם את דמי הניהול וגם את ההוצאות הישירות.

27. בשנת 2022, לאחר בחינה מקיפה ורוחבית שביצעה הרשות בנוגע לסוגיית ההוצאות הישירות ולאחר בחינה מעמיקה של המלצות הוועדה שמינה הממונה לבחינת הנושא, תוקנו תקנות הוצאות ישירות והותקנה הוראת קבע בעניין גביית "עמלת ניהול חיצוני"

<sup>8</sup> לדו"ח הוועדה המייעצת לממונה על שוק ההון בנושא בחינת ההוצאות הישירות (צורף גם כנספח 2 לעתירה): [https://www.gov.il/BlobFolder/generalpage/expense\\_ratio\\_committee/he/advisory-committee-final-report-24-11-2021.pdf](https://www.gov.il/BlobFolder/generalpage/expense_ratio_committee/he/advisory-committee-final-report-24-11-2021.pdf)

(חלף הוראות השעה) – תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות) (תיקון), התשפ"ג–2022 (ק"ת 10377 מיום 30.10.2022).<sup>9</sup>

למדנו, כי תיקון תקנות הוצאות ישירות ובכלל כך הקביעה אילו הוצאות ייכללו כהוצאות ישירות מסוג "עמלת ניהול חיצוני", נעשה לאחר שהוקדשה מחשבה מקצועית מעמיקה לנושא, לצורך קביעת ההסדר הנכון והמיטבי עבור החוסכים.

באשר להגדרת עמלת ניהול חיצוני, נקבע, במסגרת התיקון האמור משנת 2022, בסעיף 1 לתקנות הוצאות ישירות (סעיף ההגדרות), בפסקה (5)(ב) להגדרת "עמלת ניהול חיצוני", כי עמלת ניהול חיצוני היא (בין יתר ההגדרות שישנן שם, אך זו הרלוונטית לענייננו) השקעה של משקיע מוסדי בקרן סל<sup>10</sup> שהיא תשלום למנהל הקרן או לקרן, התשלום יוכר כהוצאה ישירה במקרה שבו 75% לפחות מנכסי הקרן הם נכסים שלא הונפקו במדינת ישראל, או במקרה שבו 75% לפחות מנכסי הקרן הם נכסים שהונפקו במדינה **בהתאם למדדים שעליהם יורה הממונה** :

"(5)(ב) השקעה של משקיע מוסדי בקרן סל, שהיא תשלום למנהל הקרן או לקרן, ובלבד שמנהל הקרן אינו צד קשור ושהתקיים אחד מאלה:

(א) 75 אחוזים לפחות מנכסי הקרן הם נכסים שלא הונפקו במדינת ישראל ואינם נסחרים או מוחזקים בה;

(ב) 75 אחוזים לפחות מנכסי הקרן הם נכסים שהונפקו במדינה לפי מדדים שעליהם יורה הממונה ובתנאים שיוורה;" (ההדגשות לא במקור).

כלומר, ההגדרה נותרה, מהותית, מבחינת התנאים שבהם ניתן לגבות דמי הוצאות ישירות מסוג עמלת ניהול חיצוני, אותה הגדרה שנקבעה כזכור כבר בשנת 2014 והוארכה מעת לעת בהוראות שעה – קרי, ש-75 אחוזים לפחות מנכסי הקרן הם נכסים שלא הונפקו במדינת ישראל ואינם נסחרים או מוחזקים בה, או ש-75 אחוזים לפחות מנכסי הקרן הם נכסים שהונפקו במדינה לפי מדדים שעליהם יורה הממונה ובתנאים שיוורה; וכך גם נותרו על כנם, הלכה למעשה, התנאים שנקבעו בהוראות הממונה משכבר בנוגע לכך (ושהם הנתקפים בעתירה דנן).

28. עוד נקבע במסגרת התיקון משנת 2022 כי תבוטל תקרת השיעור של 0.25% מנכסי הקופה בגין הוצאות ישירות מסוג "עמלת ניהול חיצוני", וחלף מגבלה זו, גוף מוסדי יקבע עבור כל

<sup>10</sup> "קרן סל", כהגדרתה בחוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד–1994: "קרן סל" – קרן מחקה, שהיא קרן סגורה, שבהסכם הקרן שלה נקבע כי תהיה קרן סל"; "קרן מחקה" – "קרן שלפי מדיניות ההשקעות שלה ייעודה הוא השגת תוצאות הנגזרות משיעור השינוי במחיר מדד או סחורה".

מסלול בניהולו את תקרת השיעור המירבי של "עמלת ניהול חיצוני" לכל שנה ופרסם זאת באתר האינטרנט שלו, באופן שיהיה גלוי לחוסכים.<sup>11</sup>

29. זה אפוא הנוסח כיום של החלק הרלוונטי לענייננו של החוזר המאוחד של הממונה בנושא (צורף כנספח 1 לעתירה<sup>12</sup>), לאחר תיקוני נוסח שנערכו בו בשנת 2020 כאמור לעיל:

**"(10) הוצאות ישירות**

(א) הוצאה הנובעת מהשקעה בקרן סל

משקיע מוסדי יהיה רשאי לגבות מנכסי קופת גמל שבניהולו או מכספים העומדים כנגד התחייבויות תלויות תשואה את דמי הניהול שגובה מנהל קרן סל, ובלבד שהתקיימו התנאים הקבועים בפסקה (5)(ב) להגדרת "עמלת ניהול חיצוני" בתקנה 3א לתקנות הוצאות ישירות והתנאים הבאים:

(1) שיעור דמי הניהול הקבועים אותו ניתן לגבות מנכסי קופת גמל או מכספים העומדים כנגד התחייבויות תלויות תשואה, לפי העניין, בעד קרן סל לא יעלה על 0.1 אחוז משווי הנכסים של קרן הסל.  
(2) המדד שקרן הסל עוקבת אחריו אינו נמנה על אחד מהמדדים הבאים:

(א) מדד ת"א 35;

(ב) מדד ת"א 125;

(ג) מדד של איגרות חוב לרבות איגרות חוב להמרה;

(ד) מדד שלפחות 75 אחוזים ממשקל ניירות הערך שמרכיבים אותו הם ניירות ערך של בנקים, מבטחים או תאגידים הנמנים על פי סיווג הבורסה בענף שירותים פיננסיים.

(ה) מדד שכולל פחות מחמש עשרה חברות.

(ו) משקל ניירות הערך של החברות במדד שאינם כלולים במדד ת"א 35, נמוך מחמישים אחוזים."

30. אם כן, עמיתים משלמים דמי ניהול לחברה המנהלת עבור ניהול החיסכון הפנסיוני והשקעת הכספים המופקדים בקופת הגמל. תשלום זה כולל את ניהול ההשקעות על ידי הגוף המוסדי, שכן זוהי למעשה המומחיות של הגוף המוסדי וכנגדה הוא גובה תשלום מהעמיתים. עם זאת, במקרים שבהם חסרה יכולת או מומחיות מיוחדת אצל הגוף המוסדי בניהול השקעות מסוימות, כאשר הדוגמה הבולטת היא ביצוע השקעות בשווקים שמחוץ לישראל, הותרה גביית הוצאות ישירות מהנכסים המנוהלים בגין ההשקעה (מעבר לדמי הניהול המשולמים לגוף המוסדי על ידי העמיתים), במסגרת "עמלת ניהול חיצוני", זאת

<sup>11</sup> ראו תקנה 2א לתקנות הוצאות ישירות.

<sup>12</sup> וכן זמין בקישור – [https://www.gov.il/BlobFolder/guide/information-entities-codex/he/of\\_Chapter\\_4\\_Management\\_of\\_investment\\_assets.pdf](https://www.gov.il/BlobFolder/guide/information-entities-codex/he/of_Chapter_4_Management_of_investment_assets.pdf)

כדי לעודד השקעת כספי העמיתים גם במכשירים שאינם במומחיות הגוף המוסדי, כדי לאפשר ביזור השקעות החוסכים ולמנוע ריכוזם במקום קטן כמו ישראל, אשר עלול בעיתות משבר בשוק המקומי להוביל לירידות שערים חדות.

31. המדובר במקרים חריגים ומסוימים שבהם יש הצדקה להשית עלויות נוספות על העמיתים בגין ניהול ההשקעות מעבר לדמי הניהול המשולמים על ידיהם, **שכן, הכלל הוא כי עמיתים משלמים דמי ניהול לחברה המנהלת עבור ניהול נכסי קופת הגמל (ובכלל כך השקעת הכספים שהופקדו בקופה), כאשר הטלת עלויות נוספות בגין ניהול ההשקעות, ללא הצדקה, משמעה הלכה למעשה תשלום של "כפל דמי ניהול" על ידי העמיתים.**

32. אם יישאל החוסך הממוצע מהו המחיר שאותו הוא משלם על ניהול החיסכון הפנסיוני בידי הגוף המוסדי שבו הפקיד את חסכונו, סביר שישב כי הוא משלם דמי ניהול מצבירה ומהפקדה וכי בכך מתמצים התשלומים לגוף המוסדי. שכן, אכן, אלה התשלומים שלכתחילה אמורים למצות את התשלום על ניהול השקעותיו של החוסך. על כן, כל הוצאה שהוכרה כ"הוצאה ישירה" שהיא מעבר לדמי הניהול שאותם משלם החוסך, הוכרה בזהירות המתבקשת ולאחר מחשבה מעמיקה ולאור תכליות מסוימות שצריכות להתקיים בה.

#### תכלית החקיקה בעניין גביית הוצאות ישירות מנכסי הקופה

33. תכלית החקיקה בעניין גביית הוצאות ישירות מנכסי הקופה, כפולה. מצד אחד, הגנה על החוסכים וכספם, בהגבלת סוגי התשלומים שהגופים המוסדיים יהיו רשאים לגבות מנכסי החוסכים ומחשבונותיהם במטרה למנוע "כפל" דמי ניהול. מהצד השני, בבסיס החקיקה עמד הרצון לתמרץ את הגופים המוסדיים להשיא את רווחי החוסכים ככל הניתן, תוך ביצוע השקעות באופן הולם וסקול ותוך פיזור ההשקעות על פני מגוון רחב של תחומים ושווקים, באופן שיקטין את סיכוני החוסכים ותוך הגדלת הפוטנציאל לתשואות.

34. תקנות הוצאות ישירות תוקנו כאמור לראשונה בשנת 2008, זאת לאחר בחינה מקיפה שנערכה ברשות (אז אגף שוק ההון במשרד האוצר) בנושא היקף השקעות הגופים המוסדיים בנכסים מחוץ לישראל, במסגרתה גם פירסמה הרשות נייר עמדה בנושא<sup>13</sup> – מצ"ב כנספח מש/2. במסגרת הבחינה עלה כי בזמנים הרלוונטיים שיעור השקעות הגופים הישראליים בנכסים מחוץ לישראל היה נמוך מאוד, כך שנוצרה תלות גבוהה של הגופים המוסדיים בשוק ההון המקומי ובביצועיו, באופן המציב סיכון גאוגרפי לחוסכים והיעדר פיזור נאות של השקעותיהם.

35. כך, במסגרת הבחינה כאמור, התברר כי קיימת תלות גבוהה ומתאם רב, של יותר מ-80% (לגבי חברות הביטוח) ו-90% (לגבי קופות הגמל), בין תשואות גופים אלו למדד המעו"ף

<sup>13</sup> נייר עמדה מיום 31.5.2006 בעניין "השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל – מצב קיים, השלכות והצעות לפתרון" (להלן: "נייר העמדה").

בשנים 2003-2004. תלות גבוהה זו עלולה הייתה להיות הרסנית עבור כספי החוסכים, שכן משמעותה היעדר פיזור של ההשקעות. באותן שנים, שיעור השקעת הנכסים בחוץ לארץ נע בין 5.2% ל-7.2% מהיקף הנכסים המנוהלים עבור החוסכים. מדובר בהשקעה בשיעורים נמוכים מחוץ לישראל.

36. תלות זו, בשנים שבהן המשק הישראלי צומח, היא בהחלט חיובית ומייצרת תשואות חיוביות לחוסכים ולחברות. מנגד, התרחשות של אירועים קיצוניים יכולה לגרום מטבע הדברים לזעזועים משמעותיים בשוק ההון המקומי, באופן שיפגע בציבור החוסכים. מכאן החשיבות שבביזור השקעות על פני שווקים שונים.<sup>14</sup>

37. בהקשר זה ניתן לציין גם את המשבר בשוק ההון בשנת 2002, פשיטות הרגל של הבנק למסחר והבנק לפיתוח התעשייה והגידול במצבת החובות המסופקים של הבנקים, כולם כאחד איימו על חוסנו של המשק הישראלי באותה תקופה. מדד מניות המעו"ף ירד ריאלית באותה שנה ב-31.7% כאשר קופות הגמל וחברות הביטוח רשמו באותה השנה תשואה ריאלית שלילית בשיעורים של 6.79%-ו-6.62% בהתאמה. יש לשער, שפיזור ההשקעות גם אל שווקים מחוץ לישראל באותה שנה עשוי היה להקטין את התשואות השליליות.

38. במהלך השנים טרם התקנת תקנות הוצאות ישירות, בוצעו תיקוני חקיקה ושינויים בכללי ההשקעה של גופים מוסדיים במטרה לעודד ביתר שאת את מנהלי ההשקעות בגופים המוסדיים להגדיל באופן מהותי את היקף הכספים שמושקע בנכסים בחוץ לארץ, כדי להבטיח פיזור נאות של הסיכונים.<sup>15</sup> עם זאת, בחינה של צעדים שננקטו בעבר העלתה כי חסמים המונעים מגופים מוסדיים להגדיל את היקף השקעותיהם בחוץ לארץ לא הוסרו, וכי נדרשו צעדים נוספים לצורך הבטחת פיזור רחב יותר של השקעות הגופים גם מעבר לים.

39. אחד החסמים המרכזיים שאותרו בנוגע להשקעת כספים על ידי גופים מוסדיים בנכסים בחוץ לארץ הוא כי השקעות מסוימות בחוץ לארץ מצריכות התמחות ומומחיות ייחודיות, אשר אינן קיימות בחלק ניכר ממערכי ההשקעות של הגופים המוסדיים, שכן לגבי שווקים אלה, הגופים המוסדיים אינם נהנים מ"יתרון הביתיות" שקיים בשוק הישראלי. על כן, כאשר גופים מוסדיים מעוניינים להשקיע את כספי החוסכים בהשקעות מסוג זה, נדרשים הם דרך כלל לבצע את ההשקעה באמצעות צדדים שלישיים, למשל באמצעות קרנות השקעה בחוץ לארץ, מנהלי תיקים זרים וקרנות נאמנות זרות. צדדים שלישיים אלה גובים דמי ניהול עבור ניהול ההשקעות באמצעותם.

<sup>14</sup> עקרון ביזור השקעות גם מחוץ לשוק המקומי הוא עקרון יסודי ונהוג גם בגופים מוסדיים המנהלים כספי חוסכים בחו"ל, כך שהיקף משמעותי של כספים מנוהל מחוץ לשוק המקומי, מטעמי פיזור.

<sup>15</sup> כך למשל, בשנים 2001 ו-2002 בוצעו תיקונים מקיפים בכללי ההשקעה של קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח. אחד העקרונות המרכזיים בתיקונים אלו היה ביטול מגבלות כמותיות שונות שחלו באותה תקופה ביחס להשקעות הגופים המוסדיים בחו"ל. בסוף שנת 2005 בוצע תיקון נוסף בכללי ההשקעה הנוגעים לקרנות הפנסיה הוותיקות, במסגרתו בוטל איסור להשקיע מחוץ לישראל. הרחבה בנושא ניתן למצוא בנייר העמדה.

40. ללא התרת גביית הוצאות ישירות מנכסי הקופה בגין התשלום לצדדים שלישיים עבור ניהול ההשקעות באמצעותם, הרי שתשלומים אלה היו מוטלים על הגוף המוסדי עצמו. על כן, קיים חשש שללא התרת גביית ההוצאות הישירות מנכסי החוסכים, קיים לגוף המוסדי תמריץ שלילי מאוד חזק להימנע מהשקעות אלה, וזאת משיקולי רווח של הגוף המוסדי. הימנעות מהשקעה בשל כך, הייתה גורמת לכך שהשקעות החוסכים היו פחות מבוצרות ובסופו של יום הדבר היה מביא לכך שהחוסכים היו מקבלים לכיסם סכומים נמוכים יותר, ולחלופין היו נחשפים לסיכון גבוה יותר ובפרט לסיכון גיאוגרפי.

41. לסיכום, בעבר, הגופים השקיעו בשיעורים זניחים מחוץ לישראל, דבר אשר פגע בחוסכים בשל היעדר פיזור ההשקעות. לכן, התרת ההוצאות הישירות לגבי השקעות הדורשות מומחיות מיוחדת שאינה קיימת בדרך כלל אצל הגוף המוסדי (כמו ביצוע השקעות בחו"ל) נועדה למנוע פגיעה משמעותית בכספי החוסכים לפנסיה בישראל, הנובעת מהיעדר פיזור סיכון מספק.

42. לכן, קבלת החלטה באשר לתשלומים לצדדים שלישיים בגין ניהול השקעות, אשר יוכרו כהוצאה ישירה מסוג "עמלת ניהול חיצוני" וניתן יהיה לגבותם ישירות מנכסי החוסכים בנפרד מדמי הניהול, באה לאזן בין הרצון למנוע תשלום נוסף שאותו על החוסכים לשלם ביחס לכספים המנוהלים (מעבר לדמי ניהול שהם משלמים לגוף המוסדי, אשר משולמים גם עבור ניהול ההשקעות על ידי הגוף המוסדי), לבין הצורך לעודד השקעה במכשירי השקעה מגוונים אשר דורשים מומחיות מיוחדת שאינה קיימת אצל הגוף המוסדי ולמנוע ריכוזיות של ההשקעות, באמצעות פיזורם הגיאוגרפי.

43. **בטרם יפורט מדוע לעמדת המשיב אין בהוראות הממונה משום הבחנה שאינה לגיטימית, נבקש לחזור ולהזכיר מושכלות יסוד – לכתחילה, דמי ניהול שאותם משלמים העמיתים לחברה המנהלת הם אלה שאמורים לשמש את החברה המנהלת לצורך ניהול נכסי העמיתים וביצוע השקעות עבורם. עמיתים משלמים לחברה המנהלת דמי ניהול, כדי שהחברה המנהלת תנהל ותשקיע את נכסיהם. ההחלטה בדבר סוגי תשלומים נוספים שניתן לנכות מחשבונות ומנכסי העמיתים מעבר לדמי הניהול המשולמים על ידיהם (ובכללם "עמלות ניהול חיצוני"), וייחשבו להוצאות ישירות המותרות לניכוי מנכסי העמיתים, מהווה למעשה חריג לכלל שלפיו התשלום כנגד ניהול והשקעת נכסי קופת הגמל נעשה באמצעות דמי הניהול שמשלם העמית, ולכן יש לבחון בזהירות רבה כל השתת עלות נוספת על העמיתים ואת ההצדקה לעשות כן.**

44. ויודגש: אין מטרתן ותכליתן של תקנות הוצאות ישירות לאפשר השתת של כל הוצאה שנדרש הגוף המוסדי להוציא בשל ניהול ההשקעות, על העמיתים, בנפרד מדמי הניהול. רוצה לומר, אין ולא הייתה כל כוונה ליצור במסגרת תקנות הוצאות ישירות מודל שבמסגרתו הגוף המוסדי גובה דמי ניהול (עבור רווחיו) ובצידם נגבים מהנכסים המנוהלים הוצאות ישירות בשל כל הוצאה הנדרשת בניהול השקעות העמיתים. מודל כזה היה מוביל לגביית כספים ביתר מהעמיתים ולכפל דמי ניהול, שכן משמעו שחברה מנהלת תוכל

להפחית מהוצאותיה ולהגדיל רווחיה באמצעות הסטת ניהול ההשקעות לנותני שירותים חיצוניים דוגמת מנהלי תיקים, עניין הבולט במיוחד כאשר מדובר ב"עמלת ניהול חיצוני" העשויה להיתפס כ"מיקור חוץ" של עבודה שעל החברה המנהלת לבצע עבור המשקיעים כנגד דמי הניהול שהם משלמים לה.

45. כפי שמפורט לעיל ולהלן, הוצאות "עמלת ניהול חיצוני" המותרות לגבייה מנכסי העמיתים כהוצאות ישירות בנפרד מדמי הניהול, הותרו לגבייה רק מקום שקיימת הצדקה לכך, ורק לאחר בחינה מעמיקה של הנושא, ביחס להשקעות מסוימות בלבד, שבהן בדרך כלל חסרה לגוף המוסדי המומחיות המיוחדת הנדרשת. זאת, בראי התכלית של עידוד פיזור ההשקעות, הקטנת סיכון ריכוז השקעות במקום אחד וטובת החוסכים. כן יושם אל לב כי הרציונל שבהבחנה בין הוצאות בגין השקעות בחו"ל לבין השקעות בישראל עובר כחוט השני בהגדרת "עמלת ניהול חיצוני" שבתקנות גם ביחס להוצאות ניהול חיצוני נוספות המוכרות כעמלת ניהול חיצוני ושאינן השקעה בקרן סל.

#### הוראות הממונה בעניין מסלולי השקעה בקופות גמל

46. אחת ההמלצות העיקריות של ועדת יפה הייתה להקים מסלולי השקעה עוקבי מדדים "פסיביים" בעלות נמוכה, שכל אחד מהם יעקוב אחר מספר של מדדי מניות ומדדי איגרות חוב מרכזיים בארץ ובעולם. מסלולים אלה יוצעו לחוסכים והחוסכים יוכלו לבחור בהם. זאת, כדי להציב חלופה פשוטה להשקעות אקטיביות ולהשקעות המאופיינות בעלויות גבוהות יותר כיום. למעשה, מטרת מסלולים אלה היא להפחית בעלויות ובהוצאות ישירות המשולמות מכספי החיסכון עבור ניהול ההשקעות.

47. ביום 28.9.2022 ובעקבות בחינת המלצות דו"ח ועדת יפה בנושא ההוצאות הישירות, פירסם הממונה את תיקון חוזר גופים מוסדיים "מסלולי השקעה בקופת גמל" (תיקון חוזר מספר 28-9-2022)<sup>16</sup>. במסגרת התיקון עודכנו והורחבו מגוון מסלולי ההשקעה המתמחים שגוף מוסדי רשאי לנהל וזאת במטרה להביא לחיזוק המנגנון התחרותי בענף החיסכון הפנסיוני תוך הגברת כוח המיקוח של החוסכים כלפי החברות המנהלות. לצד פרסום החוזר, פורסמה רשימת מסלולי השקעה מעודכנת אשר משקפת את רשימת המסלולים אשר גוף מוסדי רשאי לנהל בהתאם להוראות החוזר, וכמו כן מפרטת את מדיניות ההשקעה התקנונית אשר נדרש ליישם בכל מסלול.

48. מסלולי ההשקעה המתמחים סווגו לחמישה אשכולות. "אשכול 4" הוא אשכול מסלולים עוקבי מדדים. נקבע כי תחול חובה על גוף מוסדי להקים מסלול השקעה מתמחה עוקב מדדים גמיש. כאמור, מטרתו של המסלול לייצר עוגן תחרותי (בנצ'מרק) שיציג אלטרנטיבה פשוטה להשקעות האקטיביות ולהשקעות יקרות (בעיקר בנכסים אלטרנטיביים לא סחירים) המקובלות במסגרת תיק החיסכון הפנסיוני. מסלולי ההשקעה

<sup>16</sup> [https://www.gov.il/BlobFolder/dynamiccollectorresultitem/notice-2022-9-28/he/Management-of-investment-tracks-in-a-provident-fund%20\(PDF\).pdf](https://www.gov.il/BlobFolder/dynamiccollectorresultitem/notice-2022-9-28/he/Management-of-investment-tracks-in-a-provident-fund%20(PDF).pdf)  
החוזר תוקן ביום 20.12.2022.

באשכול 4 כוללים מסלול "עוקב מדדים – גמיש", מסלול "עוקב מדד S&P 500", מסלול "עוקב מדדי אג"ח ממשלות" ומסלול "עוקב מדדי מניות".

49. ברשימת מסלולי ההשקעה שפירסם הממונה, נמצאים תחת "אשכול 5" מסלולי "אמונה וקיימות". בין מסלולים אלה ישנו "מסלול קיימות" שיהיה חשוף לנכסים שונים שעיקר מטרתם לקדם את הגשמתן של יעדי העל לפיתוח בר קיימא שפסגת האסיפה הכללית של האו"ם קבעה ובכפוף להוראות הדין ו-"מסלול סביבתי", אשר מטרתו לקדם את הגשמת יעדי העל לפיתוח בר קיימא אשר קשורים בהיבטים סביבתיים.

### עמדת המשיב

50. עמדת המשיב היא כי דין העתירה להידחות. ראשית, העתירה הוגשה, הלכה למעשה, בשיהוי ניכר במאוד, שיש בו כדי להצדיק את דחייתה כבר מטעם זה. שנית, ומעבר לכך, גם לגופם של דברים עמדת המשיב היא כי דין העתירה להידחות, שעה שההבחנה הבאה לידי ביטוי בהוראות חוזר הממונה מושא העתירה דן אינן מהוות אפליה כטענת העותרות אלא הבחנה רלוונטית ומותרת, המיוסדת על שיקולים ענייניים ורלוונטיים שטעמיהם בצידם, ו-ודאי שאינה מקימה עילה להתערבות שיפוטית של בית המשפט הנכבד בשיקול הדעת של המשיב בעניין זה. נתייחס לדברים כסדרם.

### שיהוי

51. העתירה הוגשה ביום 20.1.2025. הוראות הממונה, העומדות במוקד עתירה זו, פורסמו לראשונה בחוזר גופים מוסדיים מיום 10.6.2014 (מצורף ומסומן מש/1). אם כן, יותר מעשור חלף מאז פרסום ההוראות מושא העתירה לבין הגשת העתירה. עשור שלם לערך עמד אפוא לעותרות להגיש את עתירתן, אולם הן נמנעו מלעשות זאת מבלי לספק כל טעם מניח את הדעת לשיהוי הכבד בו פעלו. יתרה מכך, במהלך פרק הזמן הממושך שבתווך, לאורך השנים פורסמו תיקונים חוזרים ונשנים לתקנות הוצאות ישירות במסגרת הארכת הוראות השעה בדבר עמלת ניהול חיצוני. העובדה שהגורמים הרלוונטיים שקדו על בחינת התקנות מעת לעת לאורך העשור האמור, והעובדה שהתקנות תוקפו ופורסמו פעמים רבות כל כך לאורך כל התקופה הממושכת מאז פרסומן הראשון, מעצימות ביתר שאת את השיהוי הכבד שחל בנסיבות העניין. יתר על כן, במהלך השנים העותרים עצמם שבו והעלו את הטענה כי הם מבקשים כי השקעה בקרן סל ישראלית תוכר כהוצאה ישירה וממונים שונים שבו ודחו את הבקשה, כך שזו כלל אינה טענה חדשה.

52. מטיעוני העותרות דומה כי משתמע לכאורה שהגשת עתירתן בעת שהוגשה מוצדקת נוכח שינויים רגולטוריים שנעשו בסוף שנת 2022 ונכנסו לתוקף בינואר 2023, הכוללים את הסדרת ההקמה של מסלולים פאסיביים (עוקבי מדדים), החלפת תקרת עמלת הניהול החיצוני בתקרה שקובע הגוף עצמו והגברת חובת השקיפות ביחס לעלות השנתית הצפויה.

אלא שלעמדת המשיב, אין בשינויים האמורים כדי להצדיק את ההשתהות בהגשת העתירה. הקמת מסלולים פאסיביים אינה משנה דבר לעניין התכלית שהוסברה לעיל בהרחבה בעניין גביית הוצאות ישירות מסוג "עמלת ניהול חיצוני". בנוסף, אין צידוק מבחינת החוסכים לערוך הבחנה בין מסלולים שאינם פאסיביים ובין מסלולים פאסיביים, ביחס לגביית הוצאה עודפת בגין השקעה באותו מכשיר. יודגש, כי לאורך כל השנים מאז תוקנו התקנות, קיים **קו אחד וברור** לפיו לא ניתן להשית הוצאה ישירה בגין השקעה מסוימת רק בחלק מהקופות ובקופות אחרות לא ניתן יהיה להשית את אותה הוצאה ישירה הנובעת מאותה השקעה זהה. השתה מובחנת זו באם תבוצע, יוצרת אפליה בין עמיתים, כך שעמית מסוים ישלם מכיסו על השקעה מסוימת ועמית בקופה אחרת לא ישלם מכיסו בגין אותה השקעה זהה.

יתרה מכך, העמדה המקצועית המתירה הוצאות אלו נשענת על ההנחה כי בהיעדר מומחיות ספציפית בתחומים מסוימים, ההוצאה מותרת בכלל המסלולים. לא יעלה על הדעת לקבוע כי במסלולים מחקי מדד "חסרה מומחיות" ולכן ההוצאה מותרת, בעוד שבמסלולים אחרים תיקבע קיומה של מומחיות שתשלול את התרת ההוצאה. הבחנה כזו שומטת את הקרקע תחת עקרונות היסוד של הרשות בדבר שוויון בין עמיתים ועקביות מקצועית.

מעבר לכך, יש לציין כי נציגי העותרות נכחו בדיון בוועדת הכספים בשנת 2022 ביחס להסדר ההוצאות הישירות הנוגע לקרנות הסל, והם לא הביעו התנגדות כלשהי להסדרים על אף שהיה בידיהם כוח השפעה בנושא. משום שהמצב המשפטי שכנגדו מוגשת העתירה עומד בעינו למעלה מעשור ללא שינוי משמעותי, לעמדת המשיב העתירה הוגשה אפוא בשיהוי ניכר שיש בו להצדיק את דחייתה על הסף.

53. כן יצוין, ושמא בבחינת למעלה מן הצורך, כי גם אילו היה חל שינוי משמעותי במצב המשפטי אך בינואר 2023, כפי שהעותרות מבקשות לטעון, לא היה בכך כדי להצדיק את הגשת העתירה במועד שבו הוגשה. בין השינויים שלהן טוענות העותרות לבין מועד הגשת העתירה חלפו כשנתיים – זמן שעולה כדי שיהוי כבד וניכר גם כשלעצמו בנסיבות העניין, ובייחוד בשים לב לכך שהשינויים האמורים נערכו בהמשך למהלכים רגולטוריים שיסודותיהם הונחו שנים רבות קודם שיצאו לפועל. המכתבים שנשלחו במהלך השנים 2023-2024 וצורפו לעתירה אינם מרפאים אף הם את פגם השיהוי הכבד. בית משפט נכבד זה כבר פסק לא פעם, כידוע, כי מגעים ותכתובות מול הרשויות אינן מאיינות את החובה להגיש את העתירה במועד ולהימנע משיהוי; ראו למשל בעניין זה את דברי כבוד השופט (כתוארו אז) ע' פוגלמן בבר"ם 682/11 **יוסף מוריס ובניו שירותי תברואה בע"מ נ' החברה למשק וכלכלה של השלטון המקומי בע"מ** (25.1.2011), לפיהם "טענה של עותר כי הוא נמנע מלהגיש את עתירתו במשך זמן רב מן הטעם שהמתין לתשובות מן הגורם המנהלי נגדו הוא עותר עתה, אין בה כדי לשלול קיומו של שיהוי" (פיסקה 8). כן ראו, למשל, בג"ץ 410/78 **מילס ישראל בע"מ נ' שר האוצר**, פ"ד (לג) 271 (1979); בג"ץ 3250/13 **האוניברסיטה העברית בירושלים נ' שר האוצר** (9.8.2015).

אם כן, לעמדת המשיב העתירה הוגשה בשיהוי ניכר מאוד המצדיק את דחייתה על הסף.

#### דין העתירה להידחות גם לגופם של דברים

54. מבלי לגרוע מהטענה בדבר השיהוי, נתייחס להלן גם לגופם של דברים ולכך שגם במישור זה דין העתירה להידחות בהיעדר עילה להתערבות שיפוטית.

#### מדובר בענייננו בהבחנה מותרת ולא באפליה אסורה

55. כידוע היטב, וכפי שגם קיבל ביטוי בפסיקתו של בית משפט נכבד זה באופן חוזר ונשנה לאורך השנים, עקרון השוויון, ובכלל זה החל על רשויות מינהליות, פירושו שיש לנהוג באופן שווה כלפי מקרים שווים, אך מקום בו ישנו שוני רלוונטי, ממילא אין בקביעת הוראות שונות כנגזר מכך כדי להוות פגיעה בשוויון. כך גם בענייננו.

56. החלטת הממונה בדבר אילו הוצאות הנובעות מהשקעה בקרנות סל ייכללו במסגרת "עמלת ניהול חיצוני" וייגבו בנפרד מנכסי הקופה התקבלה לאחר בחינות מקיפות ורוחביות של הנושא לאורך השנים, החל מאז שהותקנו תקנות הוצאות ישירות לראשונה בשנת 2008, עבור בהוצאות השעה בעניין "עמלת ניהול חיצוני" שהוארכו משנה לשנה (ונבחנו על ידי ממונים שונים), וכלה במינוי הוועדה המייעצת לעניין זה ועד לתיקון תקנות הקבע בשנת 2022. כלומר, כבר בתקנות עצמן נערכה ההבחנה בין תשלום השקעה בקרנות המשקיעות בישראל וכאלה המשקיעות בחו"ל. ההחלטה כי השקעה בקרנות סל מהסוג המוזכר בעתירה לא תיחשב להוצאה ישירה הניתנת לניכוי מנכסי העמיתים (בנוסף על דמי הניהול הנגבים מהם), אינה נובעת מאפליה ביחס לקרנות אלה, אלא מהבחנה לגיטימית לאחר בחינה מקצועית מעמיקה של הנושא.

57. כאמור, בראש ובראשונה ערך הממונה בהחלטתו איזון בין ההבנה שכל תשלום של הוצאה ישירה הוא בבחינת תשלום נוסף המוטל על החוסכים מעבר לדמי ניהול שמשלמים החוסכים לחברה המנהלת וגורע מהתשואה לה הם זכאים, לבין הצורך בפיזור סיכון ועידוד השקעות בתחומים מגוונים בהם לגוף המוסדי חסרה מומחיות מיוחדת, ביניהם במקרים של השקעת הכספים מחוץ לישראל. איזון כזה נעשה כאמור גם בתקנות הוצאות ישירות עצמן בהגדרת "עמלת ניהול חיצוני" שמתייחסת להבחנה שבין מכשירי השקעה בישראל ובחו"ל.

58. המדדים המפורטים בסעיף 10(א)(2) להוראות הממונה, בהם מדד תל-אביב 35 ומדד תל-אביב 125, הם מדדים העוקבים אחר המניות בעלות שווי השוק הגבוה ביותר הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. לגופים המוסדיים הישראליים ישנה היכרות מיטבית ומומחיות בנוגע להשקעה בנכסי הבסיס של המדדים הללו, דהיינו, המניות אחריהן עוקב המדד, שהן מניות של חברות מרכזיות בשוק ההון המקומי. על כן, ביחס להשקעה זו, לא

מתקיים הרציונאל בגינו הוכרו הוצאות שונות כהוצאות ישירות מסוג "עמלת ניהול חיצוני", כפי שתואר לעיל, כמו הצורך לפזר ולבזר השקעות החוסכים גם מחוץ לישראל, בשל היעדר מומחיות של הגוף המוסדי בביצוע ההשקעה.

59. הגוף המוסדי פועל בסביבה ישראלית, מכיר את השווקים, את השפה ואת החברות הפועלות בישראל, כמו גם את הדין החל, נהנה מיתרון יחסי, ולכן הוא אוחז במומחיות הנדרשת לצורך השקעות בשוק ההון המקומי ואמור לדעת לבצע את פעילות ההשקעות הנדרשת בשוק זה, ואשר עבורה משולמים לו בין היתר דמי הניהול בידי העמיתים. אין סיבה שהחוסכים ישלמו על אותו שקל שהם משקיעים בחיסכון, פעמיים: פעם ראשונה, תשלום דמי ניהול לחברה המנהלת, ופעם שנייה, תשלום הוצאה ישירה בגין מחיר ההשקעה במכשיר השקעה שלגוף המוסדי יש כבר המומחיות הנדרשת לצורך השקעה בו, או לכל הפחות אמורה להיות בו המומחיות הנדרשת בשים לב לסביבה שבה הוא פועל.

**שהרי, אם ייטען שגם בישראל אין לגוף המוסדי המומחיות הנדרשת להשקעה בשווקים המקומיים והסחירים ובמדדים המובילים בישראל, תעלה השאלה באיזו מומחיות הוא כן אוחז? ומדוע משולמים לו דמי ניהול?**

60. לגוף המוסדי ישנה מומחיות מיוחדת בהשקעה בנכסי הבסיס שעליהן מתבססות קרנות הסל העוקבות אחרי המדדים הישראליים המובילים, לגביהם לא הותרה השתתפות הוצאות ישירות, כלומר, במניות שאחריהן עוקבים המדדים האמורים, המפורטים בהוראות הממונה. לעומת זאת, הרשות הייתה נכונה להכיר בכך שלגבי השקעה בקרנות סל העוקבות אחר מדדים ישראליים שאינם המדדים המובילים והמוכרים בבורסה הישראלית (דוגמת "מדדי השורה השנייה" שהם מדדי "נישה" בשוק ההון המקומי העוקבים אחרי נכסים יותר "איזוטריים" בשוק המקומי), ניתן להניח כי חסרה מומחיות מיוחדת של הגופים המוסדיים בהשקעה מהסוג האמור. לכן, השקעה בקרנות סל העוקבות אחר מדדים אלו מוכרת כהוצאה ישירה מסוג "עמלת ניהול חיצוני". ואולם, חשוב להדגיש כי גם עמלה זו הוגבלה בשיעור של 0.1% משווי הנכסים של קרן הסל, ללמדנו שגם ביחס למדדים אלו, לא נחה דעתם של הממונים לאורך השנים לגבי התרת ההוצאה במלואה כאשר מדובר בשוק ההון הישראלי.

61. כפי שהוסבר לעיל, הגופים המוסדיים הם שחקנים דומיננטיים בשוק ההון המקומי. ככל שמדובר בכספי החוסכים, שהיקפם עומד כיום על כ-3.2 טריליוני שקלים, היקף שצומח במהירות לאורך השנים, הרי שישנה חשיבות מכרעת לפיזור ההשקעות גם מחוץ לישראל, באופן שמפזר את הסיכון לטובת החוסכים.

62. כדי להתמודד עם ההיקף העצום של הכספים המנוהלים ועם הפיזור הנדרש ביחס לכספים אלו, וכך להקטין בצורה מידתית ומאוזנת את סיכון ההשקעות הנובע מריכוז הכספים רק במדינת ישראל (המהווה שוק קטן וריכוזי יחסית), חשיבות ביזור ההשקעות גם אל שווקים אחרים משמעותית במיוחד במדינה דוגמת מדינת ישראל, שהיא מדינה קטנה כאשר משברים מקומיים (כגון מלחמה, רעידת אדמה חלילה וכיו"ב) משפיעים במישרין ובצורה

ניכרת על שוק ההון המקומי וזו סיבה נוספת להתרת החסמים שמנעו בעבר השקעות מחוץ לישראל.

63. כן יצוין, וזאת גם במענה לטענות בעתירה בדבר, כביכול, "הנזק שנגרם לשוק ההון הישראלי בכללותו, המשווע להשקעות בו" (סעיף 30 לכתב העתירה), כי סך ההשקעה של הגופים המוסדיים בנכסים ישראל, מתוך כלל היקף הנכסים המנוהלים שהינו כ-3.2 טריליוני שקלים, עומד על כ-2 טריליוני שקלים, כלומר, ההשקעה בישראל היא בשיעור משמעותי של כ-63% מהנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים. דהיינו, מרבית הכספים מושקעים בישראל.

יתר על כן, בחינה של אחוזי ההשקעה בקרנות הסל הישראליות מעלה כי הגופים המוסדיים הם המחזיקים העיקריים בקרנות אלו. כך למשל, בקרנות סל העוקבות אחר מדד ת"א 125 : בקרן הראל 125, שיעור החזקות הגופים המוסדיים עומד על כ-67% מסך ההשקעות בקרן ; בקרן מגדל 125, שיעור החזקות הגופים המוסדיים עומד על כ-55% מנכסי הקרן ; בקרן תכלית 125, שיעור החזקות הגופים המוסדיים עומד על כ-40% מנכסי הקרן.

נמצאנו למדים כי הגופים המוסדיים הם המשקיעים הדומיננטיים בשוק ההון בישראל וגם בקרנות הסל שעניינן נידון בעתירה, ובנתונים אלה יש הן כדי לשלול את הטענה ל"נזק" לשוק ההון שמעלות כאמור העותרות ; הן כדי ללמד שאין נדרש תמריץ להשקעה בישראל כפי שנדרש כאמור לגבי השקעות מחוץ לישראל – ובמילים אחרות, בכך יש להוסיף ולחזק את הטענה כי ישנה שונות רלוונטית בין השניים ולא אפליה.

64. לטענת העותרות, בהתאם להוראות הממונה, במסלולים פאסיביים העוקבים אחר מדדים שאותם מחויבים הגופים לנהל, על נכסי המסלול לעקוב אחר מדד באמצעות מכשירים עוקבי מדד ולא באמצעות השקעת הגופים בנכסי הבסיס. לטענת העותרות, מטעם זה ישנה הצדקה בגביית הוצאות ישירות ביחס לקרנות סל ישראליות, משום שהגופים אינם יכולים לבצע השקעה זאת בעצמם על אף המומחיות שלהם בשוק ההון הישראלי.

לעניין זה יודגש שוב: תכלית חקיקת תקנות הוצאות ישירות ובכללה לעניין גביית הוצאות ישירות מסוג "עמלת ניהול חיצוני" כפי שהוצגה לעיל, אינה לשפות את הגוף המוסדי על כל הוצאה שלו בניהול נכסי הקופה. תכלית התקנות הייתה לפתור בעיה אקוטית של פיזור סיכון גאוגרפי והיעדר השקעה במקומות בהם לגוף המוסדי נעדרת מומחיות מיוחדת, באופן שיפגע בחוסכים. דמי הניהול הנגבים מאת העמיתים, הם המקור ממנו על הגוף המוסדי לשלם על הוצאותיו בניהול השקעות וזהו הכלל. על כן, אף אם הגוף מעוניין לרכוש יחידות בקרן סל ישראלית לצורך מעקב אחר מדד במסלול פאסיבי, אין כל פסול בכך שתשלום דמי הניהול למנהל הקרן ייעשה מתוך דמי הניהול המשולמים לגוף על ידי החוסכים, להפך.

65. עוד טוענות העותרות כי קרנות הסל מחזיקות במומחיות טכנית מיוחדת במעקב אחר מדד, באמצעות תשתיות מחשב מיוחדות ועדכון המשקולות וההשקעה של הקרן בניירות הערך

המרכיבים את המדד וכי מומחיות זו אינה קיימת באופן רגיל אצל מנהלי ההשקעות בגופים המוסדיים. לעניין זה יושב כי ככל שהגופים היו מעוניינים בכך, ישנה להם היכולת ליצור אצלם את התשתית המתאימה לצורך מעקב אחר מדד, הן מבחינת כוח האדם הן מבחינת התשתית הטכנולוגית הנדרשת (לראיה, בחלק מהגופים, בתוך הקבוצה בבית, יש חברות אחיות שמנהלות קרנות סל). עוד יצוין כי ישנם גופים מוסדיים העוקבים אחרי מדדים באמצעים אחרים שאינם רכישת יחידות בקרן סל, אלא למשל באמצעות חוזים עתידיים, כך שוודאי לא ניתן לטעון כי מדובר במומחיות ייחודית לקרנות הסל.

יתרה מכך: טענה זו, בדבר מומחיות מיוחדת, יכולה לעלות כמעט ביחס לכל מכשיר השקעה. הרי ביחס לכל מכשיר השקעה ניתן לנסות ולבדל מאפיין מסוים שרק למנהל המכשיר יש הידע והמומחיות ביחס לאותו מכשיר. ברי כי יש מקום לקבוע גבולות מסוימים ביחס למכשירי השקעה שיש לאפשר כנגדם גבייה של הוצאות ישירות וכאלה שלא. זה בדיוק שיקול הדעת שניתן לשר בעניין זה, וכפי שתואר לעיל, השר וגורמי המקצוע ברשות סברו וסבורים שככלל מכשירי השקעה בשוק בישראל אינם מצדיקים מתן אפשרות לגבייה של הוצאות ישירות (למעט במקרים חריגים), בשים לב לסביבה שבה פועלים הגופים המוסדיים, ולכך שהנתונים מראים כי הגופים המוסדיים אינם מדירים רגליהם מהשקעות במכשירי השקעה בשוק הישראלי, כטענת העותרים, חרף חוסר היכולת להשית הוצאות ישירות על נכסי העמיתים.

66. לצורך ההשוואה, לגבי השקעה בנכסי נדל"ן או לגבי השקעה בנכסים לא סחירים, ניתן לגבות הוצאות ישירות, ולמרות זאת, בכל הגופים שמשקיעים בנכסי נדל"ן או חוב לא סחירים, הקימו הגופים מחלקות נדל"ן ומערך אשראי לא סחיר שהם חלק מההוצאות של הגוף המוסדי וממומנים מתוך דמי הניהול, למרות שהגופים יכלו להשתמש במיקור חוץ ולהשית הוצאה זו על החוסכים (יתרה מזאת, הוצאות אלו אפילו אינן מוגבלות בתקרה). ללמדנו שהגופים בחלק לא מבוטל של השקעות, כן משלמים את ההוצאה על חשבונם.

67. העותרות טוענות כי במסלולים הפאסיביים עוקבי המדדים, שיעור השקעת נכסי המסלול במדדי חו"ל עולה על 80% ורק 20% מושקע במדדים ישראליים וכי הדבר נובע מ- "האפליה" שיוצר סעיף 10 להוראות הממונה. **אלא מאי, כיום ככלל ההשקעה בקרנות סל ישראליות היא ללא תשלום ואינה עולה לגופים המוסדיים או למשקיעים בכלל בתשלום כלשהו שכן הגופים המוסדיים מקבלים החזר דמי ניהול בהשקעה בקרנות אלו.**<sup>17</sup>

מכך למדים, כי אין בשיעורי ההשקעה במסלולים הפסיביים כדי ללמד על "אפליה", שכן פני הדברים היום הם שבאפשרות הגופים להשקיע בקרנות הסל הישראליות ללא תשלום, ובכל זאת הדבר אינו יוצר "נהירה" לקרנות אלה, אלא שיעורי ההשקעה נקבעים כתוצאה מהעדפות השוק. דהיינו, אין בשיעור ההשקעה כיום בקרנות הסל הישראליות אל מול קרנות העוקבות אחר מדדי חו"ל כדי ללמד על תמריץ שלילי להשקעה בקרנות הסל כפי שטוענות העותרות, הנובע מהוראות הממונה. יתר על כן, למעשה, המצב כיום הוא כי

<sup>17</sup> ראו בהקשר זה נספח 16 לעתירה, בו מפורט כי דמי הניהול שגובות קרנות הסל הישראליות הם בשיעור של 0%.

התמריצים להשקעה בקרנות סל ישראליות וקרנות סל העוקבות אחרי מדדים זרים, שווים ואפילו מוטים לטובת השקעה בקרנות סל ישראליות.

68. קרנות סל אינן מכשיר ההשקעה היחיד בשוק ההון, זהו אמצעי למעקב אחר מדד, אך ישנם מכשירי השקעה נוספים ומגוונים בשוק ההון ובכללם מכשירים נוספים באמצעותם ניתן לעקוב אחרי מדד כגון קרנות מחקות. הוצאה ישירה בגין "עמלת ניהול חיצוני" הוכרה במקרים מצומצמים המפורטים בהגדרה זו, תחת עיקרון מסדר שהובהר לעיל ושתכליותיו ברורות. באותה מידה, מנהלי תיקים שמנהלים תיקי השקעות בישראל יכולים לטעון לאפליה אל מול מנהלי תיקים זרים, אשר תשלום להם הוכר בפסקה (2) להגדרת "עמלת ניהול חיצוני", או קרנות נאמנות שמשקיעות בנכסים בישראל (שאינן קרנות סל) יטענו כי הן מופלות אל מול קרנות חוץ אשר תשלום להן הוכר בפסקה (2) להגדרת "עמלת ניהול חיצוני". לו טענות אלו יתקבלו, המשמעות היא כי חוסכים לפנסיה ישלמו דמי ניהול כפולים, כאשר הכוונה היא כי כלל התשלום של החוסך עבור ניהול ההשקעות צריך להתמצות בדמי הניהול, למעט המקרים החריגים שהותרו מהנסיבות שצוינו.

#### אין מקום להתערבות שיפוטית בשיקול הדעת של הממונה בהיעדר עילה לכך

69. בעתירה טוענות העותרות כי "[...] המשך הפלייתן לרעה של קרנות הסל העוקבות אחר מדדי דגל 'ישראליים' פוגעת בראש ובראשונה בעמיתים ובמבוטחים 'אשר לנוכח חסם רגולטורי מלאכותי, נמנעת מהם השקעה [...] בקרנות סל העוקבות אחר רוב המדדים הישראליים [...]'" (סעיפים 26-27 לכתב העתירה; ההדגשה במקור). כלל ידוע הוא כי יש לבחון היטב טענה הנשמעת מבעל דין שהוא בעל אינטרס, בבואו לטעון מפיו טענה שאותה ראוי שיטענו אחרים. במה דברים אמורים. בסיכום כולל ועל פי בדיקה שהתבצעה נכון לחודש דצמבר 2025, סך שווי קרנות הסל שמחקות מדדים בישראל (אג"ח ומניות) הוא 132 מיליארד ₪, כאשר סך השקעות המוסדיים בקרנות סל ישראליות מחקות מדדים בישראל (אג"ח ומניות) הוא 69 מיליארדי ₪, כלומר, שיעור החזקה של 52%. במילים אחרות, המוסדיים הם המשקיעים הגדולים בענף קרנות הסל שמחקות מדדים ישראליים ומהעמיתים לא נמנעת כל השקעה בקרנות אלו, להפך.

ניתן לתהות מה יסברו העמיתים והמבוטחים, כאשר יתברר כי התרת ההוצאה המתבקשת בעתירה (ואפילו בשיעור נמוך של 0.1% מנכסי קרן הסל), תעביר בקירוב 69 מיליוני ₪ מדי שנה, ובתקופה של עשור, מעל חצי מיליארד ש"ח, מכספי חסכוניות הציבור לגופים המנהלים קרנות סל.

70. כאמור, הרשות היא הרגולטור הפיננסי אשר מופקד, על פי חוק, על הגנה ושמירה על ענייני החוסכים ואלה השיקולים המרכזיים המנחים אותה במסגרת החלטותיה (ולא אינטרס כזה או אחר של בית השקעות). כפי שפורט לעיל, ההחלטה אילו הוצאות יוכרו כהוצאות ישירות נעשתה לאחר עבודה רצינית ומקצועית, לאורך שנים ומתוך רצון להגשים תכליות מסוימות.

71. תפקידי הרשות, על פי חוק הפיקוח על הביטוח, הם, בין היתר, להגן ולשמור על עניינם של המבוטחים והחוסכים, להבטיח את יציבותם של הגופים המוסדיים כדי שיוכלו לעמוד בהתחייבויותיהם כלפי ציבור לקוחותיהם, לקדם תחרות ולעודד חדשנות טכנולוגית. לעניין זה ראו סעיפים 1ב ו-1ג לחוק הפיקוח על הביטוח המסדירים את עצמאות הרשות ותפקידיה, וכן את פסיקת בית משפט נכבד זה בבג"ץ 8448/19 אבגי שמואל נ' מדינת ישראל - משרד החינוך והתרבות (25.5.2020):

"עצמאות שיקול הדעת של רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון – כפי שציינה באת כוח המדינה בתגובתה – זוכה להגנה בחקיקה ראשית: "הרשות תהיה עצמאית בהפעלת סמכויותיה לשם מילוי תפקידיה, בהתאם להוראות חוק זה" (סעיף 1ב לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981). הראשון מבין תפקידי הרשות המנויים בסעיף 1ג לחוק הוא: "הגנה ושמירה על עניינם של המבוטחים, העמיתים ולקוחות הגופים המפוקחים" (סעיף 1ג(א)(1) לחוק)" (פיסקה 9).

72. בית משפט נכבד זה עמד על תפקידה החשוב של הרשות בפסק דינו בבג"ץ 2030/12 אורי הדר, עו"ד נ' הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון – משרד האוצר (26.2.2013):

"על הממונה והבאים מכוחן להתייחס בחרדת קודש למטלות שעליהם, כאילו היו עוסקים בחיסכון הפנסיוני שלהם עצמם. אם הקופות הן נאמנות העמיתים, הממונה הוא "אביהם של עמיתים", נאמן כלל הציבור וכל אחד ואחת מיחידיו." [פיסקה ג לחוות דעתו של כבוד השופט (כתוארו אז) א' רובינשטיין].

73. כידוע, כאשר מדובר בשאלות מקצועיות רגולטוריות הכרוכות בשיקולים מקצועיים, הרי שמתחם שיקול הדעת המוקנה לרשות המאסדרת רחב הוא, ובהתאם לא בנקל יתערב בית משפט נכבד זה בהחלטותיה.

ראו לעניין זה, למשל, מן העת האחרונה ממש, דבריו של בית משפט נכבד זה, מפי כבוד השופט ד' מינץ, בעניין עתירה שהוגשה כנגד המשיב בעתירה זו – כך נקבע בבג"ץ 16990-11-24 איגוד המוסכים בישראל (מלכ"ר) נ' רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון (9.3.2026):

"נקודת המוצא היא, וזו גם נקודת הסיום, כי בהינתן שמדובר בהתערבות באסדרה שקבעה רשות מקצועית שאמונה על שקילת השיקולים הנדרשים לשם קבלת החלטה, מידת התערבות בית משפט זה בשיקול דעתה של הרשות תהיה מצומצמת ביותר (בג"ץ 5328/24 קרונברג נ' ממשלת ישראל, פסקאות 6-7 (5.12.2024); בג"ץ 5263/16 נשר - מפעלי מלט ישראליים בע"מ נ' המשרד להגנת הסביבה, פסקה 11 (23.7.2018); עניין איגוד שמאי ביטוח, עמ' 645). אקדים ואומר כי בענייננו גם לא מצאתי טעם מבורר להתערבות באסדרה.

25. הרציונל לכלל לפיו בית משפט זה אינו מחליף את שיקול דעת המאסדר בשיקול דעתו שלו, נעוץ במאפיינים הייחודיים של רשויות מאסדרות הנדרשות לשיקול ולאזן בין שיקולים מקצועיים שונים הדורשים מומחיות מיוחדת. כפי שאמרתי זה מכבר בדנ"א 4960/18 זליגמן נ' הפניקס חברה לביטוח בע"מ (4.7.2021) שעסק במשקל שיש ליתן לעמדת המאסדר (הרשות) להנחיותיו:

"אחד המאפיינים המרכזיים של המדינה המודרנית הוא האסדרה. אסדרה באה לידי ביטוי בשלוש פעולות שלטוניות עיקריות: יצירת כללים, פיקוח עליהם ואכיפתם או ביצועם (בג"ץ 8205/17 פרטנר תקשורת בע"מ נ' שר התקשורת, פסקה 33 (22.5.2018); איילת הוכמן, אלון חספר ודן לרגמן "מדברים על רגולציה: על המושג 'רגולציה' ומקומו במשפט הישראלי" מסדירים רגולציה: משפט ומדיניות 47, 60 (ישי בלנק, דוד לוי-פאור ורועי קרייטנר עורכים, 2016)). האסדרה בישראל מקיפה וכוללת תחומים בעלי מורכבות רבה. מרכיב עיקרי בהליך האסדרה הוא מומחיותו של המאסדר בתחומו, והשאלות המונחות לפתחו כרוכות מטבען בשיקולים מקצועיים מובהקים ששקילתם מצריכה מומחיות מיוחדת וביצוע איזונים מורכבים (ראו: בג"ץ 6274/11 דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ נ' שר האוצר, פסקה 11 (26.11.2012))" (פסקה 3 לחוות דעתי). (פיסקאות 24-25 לחוות דעתו של כבוד השופט מינץ; ההדגשות שבקו תחתי – לא במקור).

כן ראו לעניין זה, למשל, בג"ץ 4409/21 תאגיד מי רעננה בע"מ נ' משרד הבריאות (24.10.2023):

"יזכר, כי כאשר מדובר בהחלטה בעלת אופי מקצועי מובהק הנתונה לסמכותה ולמומחיותה של הרשות, כמו במקרה דנן, נטייתו של בית המשפט היא שלא להתערב בהחלטת הרשות [...]. אם כן, "נסיבות המקרה אף אינן מצריכות דיון נרחב בשאלת 'סבירות' ההחלטה, נוכח העובדה שמדובר בשאלה מקצועית הכרוכה בשיקולים מקצועיים מובהקים ששקילתם מצריכה מומחיות ייחודית, המקנה לרשות שיקול דעת רחב ביותר" [...]. לא זו אף זו, אין די במחלוקת בין מומחים כדי להצדיק התערבות שיפוטית בהחלטת הרשות, כל עוד החלטתה מבוססת על בחינה מקצועית מעמיקה של הסוגייה הנדונה, וכל עוד העמדה המקצועית הננקטת על ידי הרשות אינה מצביעה על עיוות או חוסר הגיון באופן שהעדפתה על פני עמדות אחרות מהווה חריגה ממתחם הסבירות [...]" (פיסקה 18 לחוות דעתו של כבוד השופט ח' כבוב).

יפים לענייננו גם הדברים הבאים שנקבעו בבג"ץ 6274/11 דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ נ' שר האוצר (26.11.2012; נצפה ב"נבר"):

"כאשר מדובר בשאלה מקצועית רגולטורית – הכרוכה בשיקולים מקצועיים מובהקים ששקילתם מצריכה מומחיות מיוחדת והם מצויים בגרעין שיקול הדעת הרגולטורי המוקנה לרשות המוסמכת – מתחם שיקול הדעת המוקנה לרשות הוא רחב ביותר. ככל שמתחם הסבירות רחב יותר, נכונותו של בית המשפט להתערב במעשה המינהלי מצומצמת יותר. [...] כדי להגשים את מדיניותה, הרשות

המבצעת נדרשת לא אחת לבחור בדרך אחת מבין כמה דרכים אפשריות. כל אחת מדרכים אלה עשויה להיות כרוכה באי-ודאות ונשענת על הנחות שונות בתחומים מקצועיים, לבר-משפטיים וערכיים. על כן נפסק כי "יש ליתן לרשויות המפקדות על המדיניות הכלכלית – הרשות המבצעת והרשות המחוקקת – מרחב בחירה רחב, בהיותן קובעות את המדיניות הכלכלית, ונושאות באחריות הציבורית והלאומית למשק המדינה ולכלכלתה" [...]. לרשות אף מוקנים משאבים, ידע וניסיון הנובעים מהתמקצעות בתחום שעליו הופקדה. ההנחה היא כי החלטותיה יגשימו בצורה מיטבית את התכלית שלשמה הופקדה בידיה סמכות" [...]" (פיסקה 11).

כן ראו הדברים הבאים שנאמרו בבג"ץ 7611/01 מכבי מגן אגודה שיתופית לביטוח הדדי נגד מחלות בע"מ נ' שר האוצר (20.8.2006):

"במחלוקת שתוארה לעיל ניצב מן הצד האחד המפקח על הביטוח כרשות המוסמכת על פי החוק וכמי שמוחזק, ביחד עם הועדה המייעצת, כמומחה המופקד על תחום הביטוח. מן הצד האחר ניצבות העותרות בעלות האינטרס בענין, כשהן מצוידות בחוות דעת מקצועיות של מומחים מטעמן. בבואו להכריע בטענות העותרות אין בית המשפט "אמור לשקול במאזניים את העמדה של העותרת כנגד העמדה של המשיבים כדי להחליט איזו עמדה סבירה יותר" [...]. בית המשפט אינו מחליף את שיקול דעת המפקח בשיקול דעתו שלו אלא בוחן הוא את הטענות שלפניו באספקלריה של ביקורת שיפוטית בלבד. העותרות רשאיות להעלות את טענותיהן ולהציג את עמדת המומחים שלהן בפני הרשות אך הסמכות לשקול ולהחליט בסופו של דבר נתונה לרשות המינהלית המוסמכת על פי חוק. יש לזכור, כי לרשות המינהלית נתון מתחם של שיקול דעת ורק חריגה ממתחם זה תצדיק התערבות שיפוטית. [...]. בית המשפט ייטה שלא להתערב בשיקול דעתו המקצועי של המפקח כאשר הכרעתו התקבלה על יסוד בחינת הענין שלפניו באופן מקצועי והתבססה מחד-גיסא על ניתוח הנתונים שעמדו לפניו ועל הסקת המסקנות מנתונים אלה ומאידך-גיסא על המדיניות הכללית הנוהגת בתחום המסור לאחריותו. כאשר החלטתו של המפקח על הביטוח מושתתת על מומחיותו בתחום הביטוח ועל המדיניות הנוהגת על ידו, לא בנקל יעדיף בית המשפט את חוות דעתו של מומחה חיצוני על פני מסקנותיו המקצועיות של המפקח" (פיסקה 21; ההדגשות לא במקור).

74. סיכומו של דבר: כאשר הממונה החליט להתיר את הגבייה בהתאם לסייגים המופיעים בחוזר המאוחד, הוא ערך איזון בין ההבנה שכל תשלום של הוצאה ישירה הוא בבחינת תשלום נוסף המוטל על החוסכים מעבר לדמי ניהול שהם משלמים לחברה המנהלת, לבין הצורך בפיזור סיכון ועידוד השקעות בתחומים מגוונים בהם לגוף המוסדי חסרה מומחיות מיוחדת. תשלומים נוספים, זולת דמי הניהול שמשולמים לחברה המנהלת, גורעים מהתשואה שלה החוסכים זכאים. ההחלטה שלא להחשיב השקעה בקרנות סל מהסוג הנזכר בעתירה כהוצאה ישירה הניתנת לניכוי מנכסי העמיתים, מיוסדת בתבחינים ענייניים, שגובשו לאחר שקילה מעמיקה ומקצועית. אין מדובר באפליה פסולה כי אם בהבחנה עניינית וצודקת. תכלית הבחנה זו, כפי שהוסבר לעיל, היא להבטיח שמירה על

נכסי החוסכים והקופה תוך תמרוץ גופים מוסדיים להשיא את רווחי החוסכים ככל הניתן, גם כאשר לצורך כך עליהם לשלם לצדדים שלישיים בעלי מומחיות ייחודית. בעוד שישנה הצדקה להיתר הגבייה כדי לפצות על היעדר המומחיות של הגופים המוסדיים כאשר הדבר נוגע להשקעת כספים מחוץ לישראל, אין כל הצדקה להתיר גבייה של הוצאות כאלה ביחס להשקעת כספים במדדי דגל ישראליים, לגביה הגופים המוסדיים מחזיקים במומחיות מתאימה. היתר גבייה במקרים שבהם לא קיים חסרון מומחיות מהסוג, משמעו היתר כפל דמי ניהול שעשוי לפגוע בטובת החוסכים ללא הצדקה.

המדיניות הבאה לידי ביטוי בחוזר, היא מושא העתירה, היא אפוא עניינית, מנומקת, רציונלית, נטולת אפליה, מבוססת על שיקולים רלוונטיים ולגיטימיים שהמשיב בוודאי רשאי לשקול, ואף אם יונח לצורך הדיון כי מאן דהוא היה מעוניין לקבוע מדיניות אחרת, ודאי שאין בהוראות החוזר כדי להקים עילה להתערבותו של בית המשפט בהן על פי איזו מעילות הביקורת המקובלות במשפט המינהלי.

### **בתמצית – התייחסות לטענות נוספות של העותרות**

#### **טענת העותרות כי הרשות התעלמה מפניותיהן**

75. המשיב מבקש להביע מורת רוח מטענת העותרות, כאילו פניות חוזרות ונשנות לרשות בעניין הנדון בעתירה, לא זכו לכל מענה.

76. הממונה על הרשות נפגש עם נציגי איגוד בתי ההשקעות, לבקשת איגוד בתי ההשקעות, מספר פעמים, מאז מינויו לתפקיד הממונה. הפגישות התקיימו בנוכחות גורמים מקצועיים מהרשות יחד עם מנכ"ל איגוד בתי ההשקעות ועם גורמים אחרים שהוזמנו לבקשת איגוד בתי ההשקעות לצורך דיון בנושאים המועלים העתירה. בפגישות אלו, שטחו נציגי איגוד בתי ההשקעות את טענותיהם והתקיים עימות דיון, ולכן המשיב שולל מהיסוד את הטענה שהרשות לא מצאה לנכון להשיב לפניות החוזרות והנשנות של העותרות.

#### **טענת העותרות בדבר סיכומים והבנות עם הממונה הקודם**

77. לטענת העותרות, טרם הדיון בוועדת הכספים בכנסת בנוגע לתיקון תקנות הוצאות ישירות בשנת 2022, פנו נציגיהן אל הממונה דאז וסוכם עימו כי טענות העותרות בנוגע לקרנות הסל יידונו לפרטיהן לאחר תיקון תקנות הוצאות ישירות. עוד נטען כי העותרות והממונה דאז הגיעו לכלל הסכמות, אשר מפורטות בעתירה, וכי הסכמות אלו לא כובדו לאחר פרישתו של הממונה הקודם. בתוך כך טוענות העותרות כי הרשות הפרה את חובת ההגיינות כלפיהן, בכך שלטענתן לא כובדו ההבנות שהושגו בין נציגי העותרות ובין הממונה הקודם.

78. **יודגש כי הרשות אינה מכירה את ההבנות או ההסכמות שנטען על ידי העותרות כי ניתנו או סוכמו ביניהן ובין הממונה הקודם.** בכל הכבוד, אין בעובדה כי ב"כ העותרות העביר לרשות מכתב ובו פורטו לשיטתן ההבנות וההסכמות האמורות לכאורה ושהרשות "לא העבירה הסתייגות ממנו" כדי ללמד על הסכמה או על הבנות כאלו ואחרות.

79. למעלה מן הצורך, יובהר כי אף אם היה מונח, לצורך הדיון בלבד, כי היו הבנות בין העותרות לבין הממונה הקודם (הבנות שהרשות אינה מכירה), הרי שרשות מינהלית רשאית לשנות מדיניות בנושא מסוים ואין בהבנות כלשהן עם ממונה קודם כדי לכבול את שיקול דעת הרשות והעומד בראשה, קל וחומר שעה שלא התקבלה החלטה כלשהי בעניין ולא קודם שינוי בהוראות הממונה. הרשות שמעה את נציגי העותרות וטענותיהן ונציגי הרשות אף קיימו עימם מספר פגישות במטרה לשמוע את טענותיהם. ויובהר, העותרות אינן גופים המפוקחים על ידי הרשות, אלא איגודים המייצגים קרנות ובתי השקעות שאינן בפיקוחה. בכל זאת, נציגי הרשות נכווו לשמוע טענותיהן של העותרות ולבחון אותן. בנסיבות אלה, הרשות סבורה כי מוטב היה כי טענות להפרת חובת ההגינות, לא היו נשמעות.

80. סיכומו של דבר, עמדת המשיב היא כי דין העתירה להידחות, תוך חיוב העותרות בהוצאות.

81. העובדות המפורטות בתגובה זו נמסרו מרשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, תוך שנמסר גם כי הן עתידות להיתמך בתצהירו של מר אסף נחמני, מנהל חטיבת השקעות ורישוי ברשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, אשר קרא את התגובה ואישר את נכונות העובדות המפורטות בה, וכי מטעמים טכניים לא ניתן היה להחתימו כעת על התצהיר; ועל כן יוגש התצהיר לבית המשפט הנכבד בהקדם ועד מועד הדיון.

היום, י"ב בניסן התשפ"ו  
30 במרץ 2026



יונתן נד"ב, עו"ד  
סגן בכיר א' במחלקת הבג"צים  
בפרקליטות המדינה

## תוכן עניינים

| מס'  | שם הנספח        | עמ' |
|------|-----------------|-----|
| מש/1 | החוור משנת 2014 | 30  |
| מש/2 | נייר העמדה      | 34  |

**נספח מש/1**

**החוזר משנת 2014**

**עמ' 30**



## מדינת ישראל

משרד האוצר - אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

י"ב בסיון התשע"ד  
10 ביוני 2014

חוזר גופים מוסדיים 2014-9-8  
סיווג: כללי

### תיקון הוראות החוזר המאוחד - ניהול נכסי השקעה (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות)

מתוקף סמכותי לפי תקנות 3(2)(5)(ב) ו-2(8) לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל)(הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), התשס"ח-2008 (להלן – **התקנות**), להלן הוראותיי:

#### 1. כללי

ביום 1 באפריל 2014 נכנסו לתוקף תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות) (תיקון מס' 2), התשע"ד-2014 (להלן – **תיקון לתקנות**). במסגרת התיקון לתקנות הותרה הוצאה בעד השקעה של קופת גמל בתעודות סל בישראל לפי מדדים שעליהם יורה הממונה על שוק ההון ובתנאים שיוורה, ובלבד שמנפיק התעודה אינו צד קשור לחברה המנהלת של קופת הגמל (תקנה 3(2)(5)(ב) לתקנות). מטרתו של חוזר זה היא לתקן את פרק 4 ("ניהול נכסי השקעה") לחלק 2 לשער 5 של החוזר המאוחד (להלן – **החוזר המאוחד**) ולקבוע באילו מדדים ותנאים תותר ההוצאה כאמור. קביעה זו נועדה להסיר חסמים בתחומים או בענפים שבהם אין עדיין לגופים המוסדיים מומחיות מספקת, כמו במדדי מניות של חברות בינוניות וקטנות וענפי פעילות ייחודיים. הממונה על שוק ההון יבחן את רשימת המדדים ואת התנאים אחת לתקופה בהתאם להתפתחויות בשוק ההון ובקרב הגופים המוסדיים.

בנוסף, בסעיף 5.3.3(ב) לחוזר המאוחד נקבע שגוף מוסדי רשאי לגבות מנכסי קופת גמל או מכספים העומדים כנגד התחייבויות תלויות תשואה, לפי העניין, הוצאה המשולמת על ידו בעד ניהולה של תביעה או תובענה שהגיש הגוף המוסדי ובלבד ששיעור הגבייה לא יעלה על 80 אחוזים מסך ההוצאה ששילם הגוף המוסדי. היות ובמסגרת התיקון לתקנות נקבע באופן מפורש השיעור המרבי אותו ניתן לגבות כהוצאה, מתייטר הצורך בקביעת השיעור בחוזר המאוחד ולכן מוצע לבטלו.

#### 2. תיקון לחוזר המאוחד

א. בסעיף 5.3.2 לחוזר המאוחד, במקום הפסקה המתחילה במלים "גוף מוסדי יהיה רשאי לגבות" והמסתיימת במלים "בתקנה 1 לתקנות הוצאות ישירות", יבוא:

"גוף מוסדי יהיה רשאי לגבות מנכסי קופת גמל שבניהולו או מכספים העומדים כנגד התחייבויות תלויות תשואה את עמלת הניהול שגובה מנפיק תעודת סל, כפי שזו פורסמה על ידי מנפיק התעודה בדוח שפורסם בגין החודש הרלבנטי, ובלבד שהתקיימו התנאים הקבועים בפסקה 3(5)(ב) להגדרת "עמלת ניהול חיצוני" בתקנה 3 לתקנות הוצאות ישירות והתנאים הבאים:

(א) השיעור אותו ניתן לגבות מנכסי קופת גמל או מכספים העומדים כנגד התחייבויות תלויות תשואה, לפי העניין, בעד תעודת סל לא יעלה על 0.1 אחוז מהשווי ההוגן של התעודה, בהתאם לשיטת חישוב העמלות המפורטת בכל תעודה.

(ב) המדד שתעודת הסל עוקבת אחריו אינו נמנה על אחד מהמדדים הבאים:

(1) מדד ת"א 25 ;

(2) מדד ת"א 100 ;

(3) מדד של איגרות חוב לרבות איגרות חוב להמרה ;

(4) מדד שלפחות 75 אחוזים ממשקל ניירות הערך שמרכיבים אותו הם ניירות ערך של בנקים, מבטחים או תאגידים הנמנים על פי סיווג הבורסה בענף שירותים פיננסיים<sup>1</sup>.

(5) מדד שכולל פחות מחמש עשרה חברות.

(6) משקל ניירות הערך של החברות במדד שאינם כלולים במדד ת"א 25, נמוך מחמישים אחוזים.

יובהר כי בחינת המדדים לפי פסקאות (4) ו-(6) לעיל תתבצע במועד עדכון המדד הרלבנטי וניתן יהיה להמשיך ולגבות את עמלת הניהול עד למועד עדכון המדד הבא, גם אם במהלך התקופה שבין מועדי העדכון, השתנה משקל ניירות הערך כך שאינו ממלא אחר אחד מן התנאים המפורטים בפסקאות כאמור<sup>2</sup>.

ואולם בקרן ותיקה שמונה לה מנהל מיוחד לפי סעיף 78 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981 ניתן יהיה לגבות את עמלת הניהול שגובה מנפיק תעודת סל אף אם לא התקיימו התנאים המפורטים בפסקאות (א) ו-(ב) לעיל."

א. בסעיף 5.3.3 לחוזר המאוחד, פסקאות (ב) ו-(ד) – יימחקו.

### 3. תחולה

הוראות חוזר זה חלות על כל הגופים המוסדיים בישראל, למעט מבטחים ביחס להתחייבויות שאינן תלויות תשואה.

### 4. תחילה והוראת מעבר

תחילתן של הוראות חוזר זה ביום פרסומן ואולם בשנת 2014 גוף מוסדי יהיה רשאי לגבות הוצאות מנכסי קופת גמל או מכספים העומדים כנגד התחייבויות תלויות תשואה, לפי העניין, גם בעד השקעה בתעודות סל העוקבות אחרי מדדים הנמנים בסעיף 5.3.2(ב) לחוזר המאוחד ובלבד שהתעודות נרכשו לפני 1 באפריל 2014.

<sup>1</sup> לדוגמא: מדד ת"א – פיננסיים.

<sup>2</sup> לדוגמא: אם עדכון המדד התבצע ב-15.6 ובמועד זה, ניתן לגבות את עמלת הניהול בגין מדד מסוים - ניתן יהיה להמשיך ולגבות את עמלת הניהול לכל אורך התקופה עד ליום העדכון הבא, גם אם חלו שינויים במשקל ניירות הערך שמרכיבים את המדד במהלך התקופה.

מצורפת מהדורה 2 של פרק 4 לחלק 2 בשער 5 לעניין ניהול נכסי השקעה, מעודכנת ליום 10 ביוני 2014. כמו כן, מצורפת לשם נוחות גם מהדורה 2 של פרק 4 לחלק 2 בשער 5 לעניין ניהול נכסי השקעה ב"עקוב אחר שינויים" לעומת מהדורה 1.

דורית סלינגר  
הממונה על שוק ההון ביטוח וחיסכון

נספח מש/2

נייר העמדה

עמ' 34

**- נייר עמדה -**

**השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל – מצב קיים, השלכות  
והצעות לפתרון**

**1. מבוא**

בשנים 2001-2002 בוצעו תיקונים מקיפים בכללי ההשקעה של קרנות הפנסיה, קופות הגמל וחברות הביטוח. אחד העקרונות המרכזיים בתיקונים האמורים היה ביטול המגבלות הכמותיות השונות שחלו ביחס להשקעות הגופים המוסדיים בנכסים שונים. במסגרת זו בוטלה גם מגבלת ההשקעה הכמותית שחלה ביחס להיקף השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל. העיקרון שעמד מאחורי ביטול מגבלה זו נבע מהצורך ההכרחי להקטין את הסיכון הגיאוגרפי שמקורו בתלות הגבוהה של הגופים המוסדיים בשוק ההון המקומי ובביצועיו. ביטול מגבלה זו בא כצעד משלים לתיקון שבוצע בשנים האחרונות בחוק הפיקוח על מטבע חוץ, אשר גם הוא ביטל את המגבלה שחלה בנוגע להשקעת כספים בחו"ל על ידי הגופים המוסדיים. תחת ביטול המגבלות הכמותיות, ובכללן המגבלה בדבר איסור השקעת כספים בחו"ל, נקבעו מגבלות שונות להבטחת יציבותם של הגופים המוסדיים ולדרך ניהול ההשקעות ולכשירות הנדרשת מהם בקבלת החלטות ההשקעה. מגבלות אלו באו להבטיח את יכולת הגוף המוסדי להתמודד בצורה הולמת ומקצועית עם הסיכונים השונים שמאפיינים את נכסי הגופים המוסדיים.

בסוף שנת 2005 בוצע תיקון נוסף בכללי ההשקעה של קרנות הפנסיה הוותיקות. במסגרת התיקון בוטל האיסור להשקיע מחוץ לישראל ובמקומו הותר לקרנות להשקיע אחוז מסוים מנכסיהן גם בנכסים בחו"ל.

תהליך הגלובליזציה והליברליזציה שעובר המשק הישראלי, הגידול בנכסי הגופים המוסדיים בשנים האחרונות, השינויים שבוצעו בכללי ההשקעה, הרפורמה במיסוי ביחס להשקעות של קופות הגמל בחו"ל שנכנסה לתוקף בראשית שנת 2005, כל אלו, היו אמורים לעודד ביתר שאת את מנהלי הגופים המוסדיים להגדיל באופן מהותי את היקף הכספים שמושקע בנכסים בחו"ל. הדבר נכון גם ביחס לכספי העמיתים והמבוטחים וגם ביחס לכספי הנוסטרו של חברות הביטוח, המיועדים לכיסוי התחייבויותיהן השונות.

למרות השינויים המוזכרים לעיל, נמצא כי הסיכון הגיאוגרפי טרם בא על פתרונו: התלות הגבוהה בשוק ההון הישראלי עדיין נשמרת, הגופים המוסדיים ממשיכים להיצמד לשוק המקומי ולהשקיע את הרוב המוחלט של נכסיהם בו. כך שגם אם חל שיפור בהיקף פיזור כספי הגופים לחו"ל, הרי שהוא מצומצם, ולבטח לא נותן מענה ממשי לסיכונים הרבים שנגזרים מעצם החשיפה הכמעט אבסולוטית לשוק המקומי.

כמו כן, עולה לאחרונה טענה, כי הגופים המוסדיים מעדיפים להתמקד בעיקר במדידת התשואה, תוך התעלמות מסוימת מהסיכון הגיאוגרפי. ייתכן, שיש מקרים בהם הגופים המוסדיים מעדיפים להשקיע בהשקעות מקומיות, שאולי מניבות תשואות גבוהות יותר, אך במקביל מתעלמות מהסיכון הגיאוגרפי. זאת, לעומת האלטרנטיבה של השקעה בנכסים מחוץ לישראל, שייתכן שמניבה תשואה נמוכה יותר, אך מטיבה להתמודד בצורה הולמת יותר עם הסיכון הגיאוגרפי, ומאפשרת להקטין את תנודתיות תיק ההשקעות בעיתות משבר.

גם הנתונים המספריים ובעיקר ההשוואה לגופים המוסדיים בחו"ל מצביעים על כך ששיעור ההשקעות של הגופים המוסדיים בחו"ל הינו נמוך:

| היקף ההשקעות של הגופים המוסדיים, הישראליים והזרים, בנכסים בחו"ל ליום 31.12.2005 |                         | טבלה א'                                    |
|---------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|--------------------------------------------|
| שיעור ההשקעה בחו"ל מתוך סך הנכסים*                                              | סך נכסים (מיליארדי ₪)   |                                            |
| 6.1%                                                                            | 237                     | א. קופות גמל                               |
| 3.5%                                                                            | 30                      | ב. קרנות פנסיה חדשות                       |
| 13.3%                                                                           | 71                      | ג. פוליסות משתתפות ברווחים                 |
| 0.2%                                                                            | 142                     | ד. קרנות פנסיה ותיקות                      |
| 5.2%                                                                            |                         | ממוצע משוקלל (א-ד)                         |
| 7.5%                                                                            |                         | ממוצע משוקלל ללא קרנות פנסיה ותיקות (א-ג)  |
|                                                                                 |                         |                                            |
|                                                                                 |                         | נתונים נוספים                              |
| 26.5%                                                                           |                         | השקעות קרנות הפנסיה האירופאיות בחו"ל**     |
| 11.1%                                                                           |                         | השקעות קרנות הפנסיה האמריקאיות בחו"ל**     |
| 12.9%                                                                           | 125                     | קרנות נאמנות בישראל                        |
|                                                                                 |                         |                                            |
|                                                                                 |                         | חברות ביטוח:                               |
| סה"כ                                                                            | יתרה כוללת (מיליארדי ₪) |                                            |
| 5.4%                                                                            | 13                      | הון עצמי של חברות הביטוח                   |
| 8%                                                                              | 8                       | השקעות בנכסים כנגד הון עצמי של חברות ביטוח |
| חלקם של מבטחי משנה                                                              | יתרה כוללת (מיליארדי ₪) |                                            |
| 26.8% מתוך זה, כ-22% משקף את חלקם של מבטחי המשנה.                               | 45                      | נכסים כנגד התחייבויות בביטוח כללי          |
| 7.2%                                                                            | 29                      | השקעות בנכסים כנגד התחייבויות בביטוח כללי  |

מקור: נתוני אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון.  
\* בחישוב שיעור ההשקעה בחו"ל לא הובאו בחשבון השקעה בנכסים ישראליים בחו"ל.  
\*\* הנתונים נלקחו מטבלה ב'.

רח' קפלן 1 ירושלים 91030 ת.ד. 3100 טל': 02-5317111 פקס': 02-5695342

שער הממשלה : [www.gov.il](http://www.gov.il)

gov  
35

אוצר ברשת : [www.mof.gov.il](http://www.mof.gov.il)

כל אלו מחדדים את הצורך לדון בשאלה - האם הצעדים שננקטו בשנים האחרונות הסיירו את החסמים שמונעים מהגופים המוסדיים להגדיל את היקף השקעותיהם בחו"ל ואולי נדרשים צעדים נוספים ליישום המדיניות לפיזור רחב יותר של השקעות הגופים המוסדיים גם מעבר לים - גם ביחס לכספי החוסכים וגם ביחס לכספי ה"נוסטרו".

מסמך זה מתאר את ההשלכות הנגזרות מהשיעור הנמוך של השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל ואת הסכנות הכרוכות בכך. המסמך מתייחס גם לחסמים שעדיין קיימים ומגבילים את אפשרויות ההשקעה של הגופים המוסדיים בחו"ל.

בסופו של המסמך מובא סיכום ומצורפת הצעה להחלטה בעניין זה.

## 2. הסכנות הכרוכות בתלות הגבוהה שבין התנהגות שוק ההון המקומי לבין התנהגות הגופים המוסדיים

שוק ההון הישראלי חווה במהלך השנים מספר אירועים קיצוניים, שאופיינו בירידות שערים חדות:

א. בחודשים ינואר-פברואר 1981 ארעה ירידת ערך משמעותית של המניות החופשיות. בתקופה זו איבדו מניות אלו כ-25% מערכן בערכים נומינליים (כ-30% בערכים ריאליים).

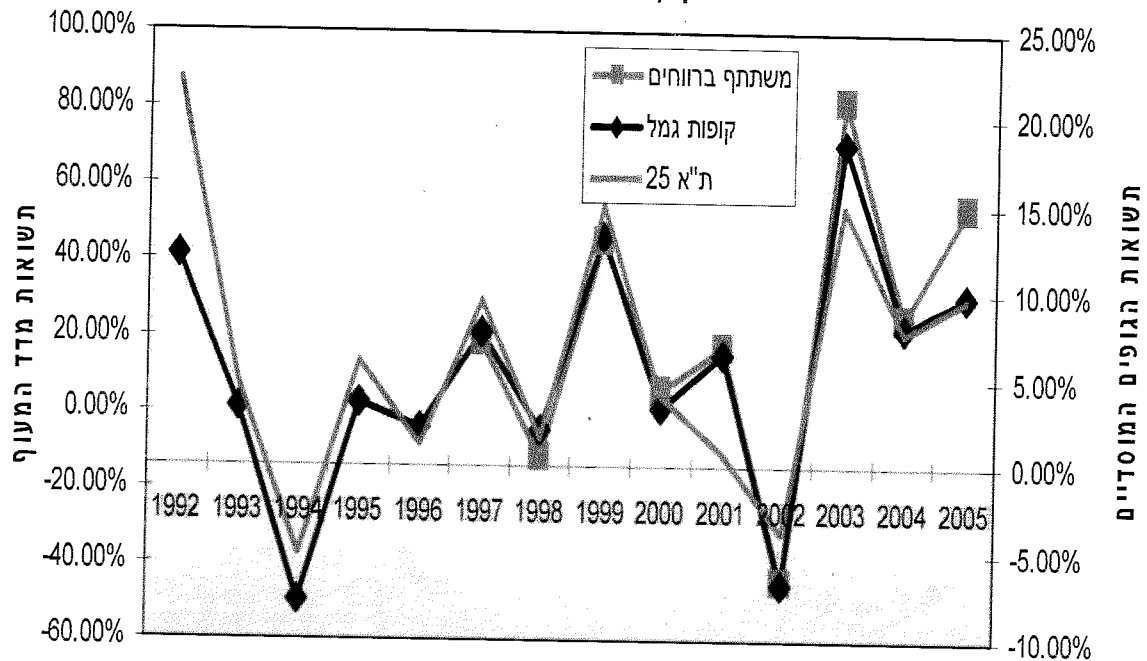
ב. "ויסות מניות הבנקים" - המפולת שארעה בחודש אוקטובר 1983 הביאה לסגירת הבורסה לניירות ערך בתל אביב ולהפסקת המסחר. באותה שנה, ירדו מחירי מניות הבנקים המסחריים, ריאלית, ב-50.2% כשכל הירידה נרשמה סביב מועד התרחשות המפולת (עד לנפילה, לתקופה של 9 חודשים עד חודש אוקטובר 1983, נרשמה עלייה במניות אלו בשיעור של -8.6%).  
יתר המניות הנסחרות, ללא מניות הבנקים, ירדו ריאלית במהלך השנה ב-80.3%.

ג. המשבר בשוק ההון שהתרחש בשנת 1994 הוביל לירידה ריאלית של מדד המעוף ב-37.4%, כשמדד המניות הכללי ירד אף הוא (ריאלית) ב-47.1%. קופות הגמל רשמו באותה שנה, תשואה ריאלית ברוטו, שלילית, בשיעור של 7.7%.

ד. המשבר בשוק ההון בשנת 2002, פשיטות הרגל של הבנק למסחר והבנק לפיתוח התעשייה, הגידול במצבת החובות המסופקים של הבנקים שאיים על יציבות המערכת הבנקאית, כולם כאחד איימו על חוסנו של המשק הישראלי באותה תקופה. מדד מניות המעוף ירד ריאלית באותה השנה ב-31.7%, כאשר קופות הגמל וחברות הביטוח רשמו באותה השנה תשואה ריאלית, ברוטו, שלילית, בשיעורים של 6.79%, 6.62% בהתאמה.

בדיקת המתאם בין תשואות התיק המשתתף ברווחים של חברות הביטוח לבין מדד המניות בשנים 2003-2004 מצביעה על מתאם סטטיסטי של 80%. בדיקת המתאם מול קופות הגמל מצביעה על שיעור גבוה יותר של 90%. תוצאות מתאם זה באות לידי ביטוי בגרף המצ"ב אשר מביא לידי ביטוי את התלות הגבוהה ואת המתאם הרב.

### התפתחות תשואות קופות הגמל ופוליסות משתתף ברוחים ביחס לתשואות מדד המעו"ף (תשואות ריאליות, באחוזים)



\*משתתף ברוחים- הנתונים החל משנת 1997.

נתונים אלו מצביעים על הקשר העוצמתי ועל התלות הקיימת בין התנהגות שוק ההון בישראל לבין ביצועי הגופים המוסדיים. תלות זו בשנים בהן המשק הישראלי צומח (כפי שאכן קרה בשנים האחרונות) היא בהחלט חיובית ומייצרת תשואות חיוביות לחוסכים ולחברות. מנגד, התרחשות של אירועים קיצוניים, כאלו המתוארים לעיל, או אחרים, כדוגמת פיגוע טרור המוני או התרחשותה של רעידת אדמה יכולים לגרום לעזווע משמעותי בשוק ההון, לחוסר יציבות בשווקים ולגל משיכות המוני על ידי החוסכים- שיעצים ביתר שאת את המשבר. מכאן קצרה הדרך לפגיעה משמעותית בהיקף הכולל של חסכונות הציבור ולמשבר משמעותי בשוק החיסכון, אשר יפגע באופן מיידי בציבור החוסכים בכלל, אך בפרט בציבור הגמלאים, שרובם תלויים למחייתם בכספים אלו.

התרחשות של אירוע קיצוני אף תשליך באופן ניכר, על כל ענף הביטוח בישראל: גם על חסכונות המבוטחים וגם על יכולת החברה להתמודד בצורה הולמת עם מפולת בשוק ההון הישראלי. לא רק שסך החיסכון הפנסיוני יספוג הפסדים כבדים אלא שחברת הביטוח תאלץ להתמודד עם נזק נוסף וכפול, ביחס לניהול כספי הנוסטרו: גם לממש את התחייבויותיה בקרות מקרה ביטוחי (למשל במקרה של רעידת אדמה), וגם להתמודד עם הפסדים ניכרים שיספוג ההון העצמי, אשר יקשו עליה לעמוד בהתחייבויותיה.

אירועים אלו, אינם נצפים מראש, וגם אם סבירות התממשותם נמוכה, על הגופים המוסדיים להתמודד איתה.

רח' קפלן 1 ירושלים 91030 ת.ד. 3100 טל': 02-5317111 פקס': 02-5695342

### גופים מוסדיים בחו"ל

תימוכין לחשיבות שנגזרת מעצם הוצאת הכספים לחו"ל, אפשר למצוא בשיעור ההשקעה של הגופים המוסדיים הזרים מחוץ לארץ המוצא שלהם. קרנות הפנסיה הזרות באירופה משקיעות באופן ממוצע כ-26% מנכסיהן מחוץ לארץ המוצא שלהן, פי 3.5 משיעור ההשקעה של הגופים המוסדיים הישראליים בחו"ל.

נתונים אלו מצביעים על כך שקיימת נטייה בקרב מדינות אירופה להגדיל את היקף ההשקעות בחו"ל על פני השקעה בשווקים המקומיים, כל זאת במטרה להקטין את התלות ההדדית שקיימת בין התנהגות שוק ההון המקומי להתנהגות שווי נכסי הגופים המוסדיים באותה מדינה ולהפחית במידה רבה את הסיכון הגאוגרפי באמצעות בניית תיק השקעות יעיל, מפוזר וגלובלי.

נטייה זו בולטת במיוחד, על רקע העובדה, שמדובר לרוב במדינות גדולות מישראל, עם סיכון ביטחוני מצומצם יותר ועם פיזור גאוגרפי רחב יותר. במדינות אלו פועלים שוקי הון מקומיים, אשר מפוזרים יותר בהשוואה לשוק ההון הישראלי. כאשר שווקים אלו, יש להניח, יכולים להתמודד טוב יותר עם אירועים קיצוניים שונים.

אומנם, בארה"ב, שיעור ההשקעה הוא נמוך יותר- 11%, אך עדיין גבוה מישראל. כמו כן, במספרים אבסולוטיים מדובר בסכום גבוה מאוד של כ- 660 מיליארדי דולרים מתוך תעשייה מבוזרת אשר מוערכת בכ-6,000 מיליארדי דולרים. בין הקרנות האמריקאיות אפשר למנות את קרן "קלפרס" (CALPERS), מקרנות הפנסיה הגדולות בארה"ב, שמשקיעה כ-22.6% מנכסיה בחו"ל.

| טבלה ב' - השקעת קרנות הפנסיה מחוץ לארץ המוצא שנת 2001 (באחוזים) |             |            |                                        |
|-----------------------------------------------------------------|-------------|------------|----------------------------------------|
| סה"כ                                                            | מניות       | אג"ח       |                                        |
| <b>קרנות הפנסיה הזרות</b>                                       |             |            |                                        |
| 16.3                                                            | 11          | 5.3        | אוסטריה                                |
| 46.8                                                            | 32.7        | 14.1       | בלגיה                                  |
| 11.6                                                            | 11          | 0.6        | דנמרק                                  |
| 0.8                                                             | 0.8         | 0          | פינלנד                                 |
| 8.2                                                             | 2.3         | 5.9        | צרפת                                   |
| 8.4                                                             | 5.8         | 2.6        | גרמניה                                 |
| 39.6                                                            | 32.2        | 7.4        | אירלנד                                 |
| 3.4                                                             | 0.3         | 3.1        | איטליה                                 |
| 41.6                                                            | 25.5        | 16.1       | הולנד                                  |
| 2.2                                                             | 2.2         | 0          | נורבגיה                                |
| 23                                                              | 13          | 10         | פורטוגל                                |
| 19.2                                                            | 8.6         | 10.6       | ספרד                                   |
| 6.7                                                             | 1.8         | 4.9        | שבדיה                                  |
| 30.1                                                            | 14.9        | 15.2       | שווייץ                                 |
| 26.9                                                            | 23.1        | 3.8        | אנגליה                                 |
| <b>26.5</b>                                                     | <b>19.2</b> | <b>7.3</b> | <b>סה"כ אירופה</b>                     |
| <b>18%</b>                                                      |             |            | <b>אוסטרליה</b>                        |
| <b>18%</b>                                                      |             |            | <b>יפן</b>                             |
| <b>11.1</b>                                                     | <b>10</b>   | <b>1.1</b> | <b>ארה"ב</b>                           |
| <b>7.5%</b>                                                     |             |            | <b>ישראל (הנתון נלקח מתוך טבלה א')</b> |

מקור: The Asset Management Industry in Europe: Competitive Sstructure and Performance Under EMU by Ingo Walter, New York University and INSEAD.

רח' קפלן 1 ירושלים 91030 ת.ד. 3100 טל': 02-5317111 פקס': 02-5695342

### 3. הסיבות והחסמים שמונעים יציאת כספים לחו"ל

#### (א) יתרון "הביתיות" - Home Bias

השקעה בנכסים בשווקים הזרים, מספקת לתיק הנכסים של הגופים המוסדיים גיוון, פיזור סיכונים ויכולת טובה יותר להתמודד עם אירועים קיצוניים שמתרחשים בשוק המקומי. כמו כן, יציאת הגופים המוסדיים לחו"ל תאפשר לגופים אלו להתמחות בשווקים בעלי מאפיינים שונים מהשוק המקומי הישראלי, תוך היכרות עם מכשירים חדשים שקיימים בחו"ל אך אינם קיימים בשוק המקומי בישראל.

נכון לעת הזו, מפאת סיבות שונות, טרם קמה, באופן ממשי, בידי מנהלי הגופים המוסדיים, היכולת להתמקצע וללמוד את שוקי ההון השונים בעולם, במישרין על ידם.

הסיבות לכך נעוצות במספר גורמים: המגבלות החוקיות (שכאמור הותרו רק לפני מספר שנים) שהגבילו באופן מהותי את היקף ההשקעה של הגופים המוסדיים בחו"ל, המיסוי שחל שנים על קופות גמל וקרנות פנסיה ביחס לרווחי השקעה אשר נבעו מנכסים זרים, וכמובן גם התמריץ החיובי בדמות היתרון היחסי שקיים לכל גוף מוסדי באשר הוא, ישראלי או זר, אשר משקיע בנכסים בשוק המקומי הרלוונטי שלו.

יתרון יחסי זה, הוא כמובן בראש ובראשונה טבעי, ונפוץ בכל השווקים המתקדמים בעולם, לרבות בשוק האמריקאי. יתרון זה נגזר מהיכרותו הקרובה של מנהל ההשקעות הישראלי עם מערכת הנורמות והחוקים שבארצו, ומהקשר הפיזי והקרוב שבין מנהל ההשקעות הישראלי לבין שוק ההון הישראלי, כפי שקשר זה קיים, אך טבעי, לגבי כל מנהל השקעות "זר" ביחס לשוק ההון ה"זר" הרלוונטי לגביו.

יתרון יחסי זה, נעלם כמובן כאשר מדובר בהשקעות שמעבר לים, שם הגוף המוסדי הישראלי, אינו חי ו"נושם" מקרוב את המציאות הכלכלית-מדינית-פוליטית ואת זיקתה של מציאות זו לשוקי ההון. מטבע הדברים הגוף המוסדי מאבד בשווקים הזרים את יתרון ה"ביתיות" (Home Bias) ולכן יכולת הבנתו והיכרותו עם שוק ההון הזר בחו"ל נחותה ביחס ליתרון שנצמח לו בשוק ההון בישראל.

#### (ב) מגבלת "כפל" דמי ניהול ביחס לניהול כספי החוסכים בקופות הגמל ובקרנות הפנסיה

##### 1) הצורך להשקיע בחו"ל באמצעות צדדים שלישיים

בשנת 2002, במסגרת התיקון המקיף שבוצע ביחס לכללי ההשקעה של קופות הגמל וקרנות הפנסיה, נקבע בתקנות מס הכנסה, כללים לאישור ולניהול קופות גמל (התשכ"ד-1964), (להלן "תקנות הגמל") כי דמי ניהול המשולמים בשל השקעה של הגוף המוסדי בקרנות נאמנות ודמי ניהול שמשולמים למנהל תיקים חיצוני עבור ניהול (חלקי או מלא) של כספי הגוף המוסדי, יכללו במסגרת דמי הניהול שגובים הגופים המוסדיים מחשבונות העמיתים.

הרציונל שעמד בבסיס הקביעה האמורה היה הרצון לתת גילוי מלא לחוסכים בדבר התשלום עבור ה"מוצר" (תשואה) ש"ייצר" עבורם הגוף המוסדי. יש לזכור כי החוסך, הוא המשלם את דמי הניהול מתוך יתרת נכסיו או הפקדותיו והגופים המוסדיים משמשים כנאמן עבור ציבור החוסכים

רח' קפלן 1 ירושלים 91030 ת.ד. 3100 טל': 02-5317111 פקס': 02-5695342

ולכן להם זכות מלאה לדעת כמה הם משלמים, אף אם מדובר בצורה עקיפה, בגין ניהול השקעותיהם. לעניין זה, אין זה משנה, אם מקור ההשקעות הוא בישראל או בחו"ל.

יחד עם זאת, מתברר שמגבלת "כפל" דמי ניהול הפכה במידה רבה ל"חרב פיפיות" בכל הקשור להשקעת כספים בחו"ל. בו בעת, בה פועל המחוקק באופן תמידי להשגת שקיפות גבוהה יותר, ככל שניתן ביחס לפעילות הגופים המוסדיים בכלל וביחס לסוגיית דמי הניהול בפרט, הרי שקביעת מגבלת "כפל" דמי ניהול מצרה את צעדי הגופים המוסדיים ביחס להוצאת כספים לחו"ל ומקבעת במידה רבה את הסיכון הרב שטמון בהשקעות הגופים המוסדיים בעיקר בשוק הון אחד.

נכון להיום, האפשרות העיקרית שעומדת בפני הגופים המוסדיים להשקיע בחו"ל היא באמצעות צדדים שלישיים, שמקום מושבם הקבוע הוא במדינות חוץ. כלומר, באמצעות קרנות השקעה בחו"ל למיניהן, מנהלי תיקים זרים וקרנות נאמנות זרות.

אך מגבלת איסור "כפל" דמי ניהול כפי שנקבעה בתקנות, מונעת במידה רבה, מהגופים המוסדיים להשקיע בהיקפים גדולים יותר בחו"ל משיקולי רווח. התשלום לקרנות נאמנות זרות ולמנהלי תיקים זרים (להלן "צדדים שלישיים") מקוזז משיעור דמי הניהול שגובה הגוף המוסדי מעמיתו ונוגס ב"כיסו של הגוף המוסדי", בעוד שהסיכון הנובע מחוסר הפיזור של ההשקעות נופל על החוסך. כך שלמעשה נוצר חסם מובנה בתקנות הגמל שמהווה תמריץ שלילי לגידול בהיקף ההשקעות בנכסים בחו"ל.

אכן, אפשר לטעון שבענפי חסכון מסוימים, כמו ענף קופות הגמל, בהם שיעור דמי הניהול הממוצע בפועל נמוך מהתקרה הקבועה בחוק, יכול הגוף המוסדי להעלות את שיעור דמי הניהול שהוא גובה מהחוסכים אצלו וכך לממן את דמי הניהול שהוא נאלץ לשלם לצדדים שלישיים. אולם במציאות בה נושא דמי הניהול הוא הפרמטר המרכזי בכל מו"מ בין גוף מוסדי לקבוצת חוסכים, הרי שקטנים הסיכויים להתממשות מצב מעין זה. יוצא אפוא כי קיומה של מגבלת איסור כפל דמי ניהול, הופכת את מערכת השיקולים של הגוף המוסדי, ככל שזה נוגע להוצאת כספים לחו"ל, ל"נכח" ומוגבלת.

הדבר וודאי נכון לגבי ענף חברות הביטוח וקרנות הפנסיה, שם בחלק מהמקרים נגבית כיום התקרה הקבועה בחוק.

הנתונים המספריים המופיעים בטבלה א' אף מאששים טענה זו. קופות הגמל וקרנות הפנסיה שפועלות תחת מגבלת איסור כפל דמי ניהול ממעטות להשקיע בנכסים בחו"ל, בהשוואה להשקעה של פוליסות משתתפות ברווחים, אשר לגביהן טרם הוחלה באופן תחיקתי מגבלה זו. עם זאת, יש לקחת בחשבון שיתכן וחלק מהפער מוסבר במיסוי שחל על השקעות קופות גמל וקרנות פנסיה ביחס לרווחי השקעות בחו"ל עד סוף שנת 2004.

## (2) חשש ליציאת כספים מאסיבית לחו"ל

מתן האפשרות לכפל דמי ניהול יכול להעלות את החשש כי יחל תהליך של יציאת כספים לשווקים בחו"ל וכי שוק ההון הישראלי, על אפיקיו השונים לא יוכל לספק עם השנים את המקורות לשימושים השונים.

גם היתרון היחסי שקיים בידי הגופים המוסדיים ביחס להכרות עם השוק המקומי, וגם עצם היותם של הגופים המוסדיים ספקי ההלוואות הגדולים ביותר כנגד גיוסי החוב הפנימי של מדינת ישראל מפיגים חשש זה. עובדות אלו מספקות בסיס נאות לכך, שליבת ההשקעות העיקרית של הגופים המוסדיים תשאר בישראל, כפי שליבת ההשקעות בקרב הגופים המוסדיים במדינות אחרות היא בשוק המקומי הרלוונטי לגביהם, זאת על אף העובדה שקיימת במדינות אלו האפשרות לכפל דמי ניהול.

ע"פ נתוני החשב הכללי - יתרת החוב הממשלתי לדצמבר 2005 (סחיר ולא סחיר) הסתכמה ב-552 מיליארדי ש"ח, כאשר החלק הסחיר המקומי הוא כ-254 מיליארדי ש"ח. קופות הגמל, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח מחזיקות ב-47.5% מסך החוב הסחיר המקומי לסוף השנה. החלק הלא הסחיר המקומי מסתכם ב-153 מיליארדי ש"ח, כאשר קרנות הפנסיה וחברות הביטוח מחזיקות ב-94% מסך חוב זה.

## (3) תשואה נטו מול תשואה ברוטו

הטענה הבסיסית שנשמעת כמעט תמיד על ידי ציבור הגופים או ציבור החוסכים היא שבעצם יתרת הרווח הסופי היא החשובה ביותר- כלומר, מהו סכום הרווחים נטו, שנוקף לחשבונו של העמית, לאחר קיזוז כל התשלומים השונים באשר הם - עמלות נ"ע, דמי ניהול, ועמלות ניהול חיצוני. ולכן, מגבלת "כפל" דמי ניהול גובה מחיר כבד ומיותר, בו בשעה שמעייני החוסך נתונים לתשואה נטו ולא לחלוקה שבין תשואת הברוטו לבין שיעור דמי הניהול.

הרי ברור לכל אחד, שכל חוסך רציונלי, יעדיף מתכונת של כפל דמי ניהול תמורת השאת תשואה נטו גבוהה יותר, ברמת סיכון זהה, על פני מתכונת בה שיעור דמי הניהול הכולל נמוך יותר והתשואה נטו נמוכה יותר.

עוד ניתן לטעון כי, דמי הניהול המשולמים לצדדים שלישיים, אינו נתון מעניין כפי שלא מעניין את הציבור לדעת מהן עלויות הניהול של מנהל הבנק בבואו להציע תוכנית חסכון לציבור החוסכים. וכפי שלא מעניין, או פחות מעניין, את רוכש המכונת לדעת מהו מחיר המכונת לפני כל המסים שהוטלו עליה.

לכן אין ספק, כי כאשר הגוף המוסדי מעביר כספים לניהול חיצוני, גם לצורך של פיזור סיכונים, הוא עושה זאת מתוך הכרה שעלויות הניהול, העמלות וכל ההוצאות הנוספות תהיינה קטנות מהתשואה אשר תשיג ההשקעה על ידי אותו גורם חיצוני שאם לא כן, אין טעם בפעולה זו. בהתאם לגישה זו, אין ספק כי הוצאת הכספים לניהול חיצוני אשר לדעת הגוף המוסדי אין לו מומחיות בו והוא סבור כי לגוף החיצוני מומחיות רבה יותר מזו הקיימת אצלו, יש בה כדי לשפר את מצבו של החוסך ובוודאי לא לפגוע בו על ידי גביית דמי ניהול "כפולים".

#### 4. סיכום

אגף שוק ההון, בשיתוף עם גופים אחרים, פעל רבות בשנים האחרונות במטרה לעודד את הגופים המוסדיים להגדיל את היקף השקעותיהם בחו"ל.

תפיסת עולם זו, באה בעיקר להקטין את התלות הגבוהה של הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל ולהתמודד עם הסיכון הרב שנגזר מעצם תיעול ההשקעות רק לשוק אחד - לשוק המקומי.

נקודת המוצא הייתה כי התמודדות מוצלחת של הגופים המוסדיים עם סיכון זה, תיעשה באמצעות התמחות והתמקצעות הגופים המוסדיים במכשירים שטרם קיימים בישראל, ותוך הכרות עם שווקים שונים בעלי מאפיינים שונים משוק ההון בישראל אשר יאפשרו לגוון את המוצרים בהם משקיעים הגופים המוסדיים ולהתמודד בצורה מטיבה יותר עם הסיכון הגיאוגרפי.

יתר על כן, הוצאת כספים לחו"ל על ידי הגופים המוסדיים יוצרת יחסי גומלין עם השווקים הזרים וחושפת את שוק ההון הישראלי למשקיעים זרים ולשוקי הון נוספים בעולם. גידול בהשקעות הגופים המוסדיים בחו"ל מאיץ את אטרקטיביות השוק המקומי ומייצר זרימה הדדית של הון זר אליו. זרימה זו תורמת לשכלולו של שוק ההון, לגיוונו ובמידה רבה ליציבותו.

אך לעת עתה, נדמה כי הקיטון הרצוי בתלות בשוק ההון המקומי אינו בר מימוש בטווח הנראה לעין וייתכן ויש מקום לנקוט בצעדים נוספים אשר יבטיחו את יישום המדיניות אליה חותר משרד האוצר.

לשימור המצב כפי שהוא היום, השלכות משמעותיות על שווי נכסי חברות הביטוח, על שווי נכסי החוסכים לחיסכון פנסיוני, ועל התנודתיות הגלומה בנכסים אלו. השלכות אלו יבואו לידי ביטוי באירועים מקומיים חריגים אשר עלולים להשפיע בצורה ניכרת על המערכת הפיננסית בכללותה ובפרט על שווי נכסי החוסכים, ועל יכולת חברות הביטוח לממש את התחייבויותיהן הביטוחיות כנדרש. את ההשלכות הללו יש לצמצם בצורה משמעותית.

## 5. הצעת החלטה

לאחר שקילת כל הטיעונים כאמור, ובמטרה למצוא פתרון אופטימאלי ומאוזן שייתן מענה מעשי לכל הסוגיות שהועלו בנוגע לחסמים ולמגבלות שקיימים ביחס להיקף השקעות הגופים המוסדיים בחו"ל, מוצעים הצעדים הבאים:

### א. ביחס לתפקיד מנהל הסיכונים וועדות ההשקעה:

1. ועדת ההשקעה של ה"נוסטרו"<sup>1</sup> בחברות הביטוח וועדות ההשקעה של עמית/מבוטחי הגוף המוסדי (בקופות גמל, בקרנות פנסיה ובתיק המשתתף של חברות ביטוח) יקיימו דיון לפחות אחת לרבעון לגבי אופן התמודדות הגוף המוסדי עם הסיכון הגיאוגרפי, על מרכיביו השונים, שטמון בהרכב ההשקעות של תיק נכסי הגוף המוסדי. פרוטוקול הדיון יובא לידיעת הדירקטוריון.

2. מנהל הסיכונים של הגוף המוסדי יבחן באופן תקופתי את השפעת הסיכון הגיאוגרפי על חוסנה הפיננסי של חברת הביטוח ואת יכולת חברת הביטוח, קופת הגמל או קרן הפנסיה להתמודד בצורה מקצועית עם הסיכונים השונים שמאפיינים את נכסי הגופים המוסדיים. זאת, תוך קביעה האם המדיניות, התהליכים, הבקורות והמשאבים שקיימים בגוף:

- (א) מספיקים למדידת הסיכון הגיאוגרפי ולמעקב אחריו.
- (ב) מאפשרים את פיזור הסיכון הגיאוגרפי, הגבלתו לרמה שנקבעה מראש, קיזוזו או העברתו לגורם אחר.
- (ג) מתאימים למטרות ולנסיבות של הגוף המוסדי.
- (ד) עקביים ומתואמים עם מדיניות, תהליכים ובקורות הנוגעים לסיכונים מהותיים אחרים.
- (ה) מיושמים באופן אפקטיבי.

מנהל הסיכונים יגיש את המלצותיו בנושא למנכ"ל ולדירקטוריון הגוף המוסדי.

### ב. ביחס להשקעות של כספי תיק המשתתף, קופות גמל וקרנות פנסיה:

1. דמי הניהול בגין השקעה באמצעות קרן נאמנות או מנהל תיקים בחו"ל, לא יכללו במסגרת דמי הניהול שמשלמים החוסכים בגוף המוסדי ויסווגו במסגרת עמלות ניהול חיצוני, אך ורק בהתקיים התנאים המצטברים הבאים:

- (א) מקום מושבו הקבוע של מנהל התיקים או של מנהל קרן הנאמנות הוא מחוץ לישראל.
- (ב) עיקר עיסוקו של מנהל התיקים או של מנהל קרן הנאמנות הוא ניהול כספים של גופים שמקום מושבם הקבוע הוא מחוץ לישראל.

<sup>1</sup> ועדת השקעות "נוסטרו" – הועדה לניהול השקעות הנובעות מסוגי ההתחייבויות השונות, למעט התחייבות מסוג 20, שמנויים בתקנה 2 לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויות), התשס"א-2001.

ג) רוב הנכסים המנוהלים על ידי אותו מנהל תיקים או אותו מנהל קרן נאמנות מושקעים בחו"ל.

כלומר, גם קרן נאמנות שהחברה לניהולה היא בישראל ומשקיעה את כל נכסיה בחו"ל, או חלק מהם בחו"ל, תשלום דמי הניהול בגינה יכלול במסגרת דמי הניהול. דין זהה יחול גם על מנהל תיקים ישראלי שמשקיע חלק או את כל הנכסים המנוהלים אצלו בחו"ל. קביעה זו, באה על רקע הרצון ליצור סטנדרטיזציה אחידה וברורה ביחס לתשלומים המשולמים לקרנות הישראליות ולמנהלי התיקים הישראליים על סוגיהם השונים, ולבסס מנגנון, קל ונוח ליישום הקביעה האמורה.

2. האמור בסעיף 1, בקשר להעברת כספים של הגוף המוסדי לניהולו של מנהל תיקים או של מנהל קרן נאמנות, שהם צד קשור לגוף המוסדי, יותר רק אם יתקבל אישור מראש ובכתב של רוב הנציגים החיצוניים בועדת ההשקעות לביצוע פעולה זו ולאחר שנשקלו חלופות דומות אחרות.

3. תוקפה של הוראה זו יהא לתקופה של שלוש שנים. בתום התקופה, תבחן הוראה זו מחדש, תוך בחינת השינויים שחלו במהלך התקופה.

התיקונים האמורים, יבואו לידי ביטוי בתיקוני החקיקה הקרובים.