

**דוח הוועדה המייעצת לממונה
על שוק ההון, ביטוח וחסכון
בנושא בחינת ההוצאות הישירות**

טיוטת דוח להערות הציבור

יוני 2021

הנדון: הגשת טיוטת דוח הוועדה המייעצת לממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון בנושא בחינת ההוצאות הישירות

אנו מתכבדים להגיש לך בזאת את טיוטת דוח הוועדה לבחינת סוגיית ההוצאות הישירות (להלן: "הוועדה"). תפקידה העיקרי של הוועדה היה לבחון את סוגיית ההוצאות הישירות אשר נגבות מהעמיתים בגין השקעות בניהול חיצוני הוועדה.

הוועדה סבורה כי בשלב זה יש להתמקד בקידום האפשרויות הבאות:

1. שינוי של מבנה דמי הניהול ומעבר, במידת האפשר, למחיר יחיד וידוע מראש, הכולל גם את דמי הניהול וגם את ההוצאות לסוגיהן, ומחושב כשיעור מהצבירה בלבד;
2. עידוד מסלולי השקעה פסיביים בעלות נמוכה שכל אחד מהם יעקוב אחרי מספר (ייתכן אפילו מספר גדול) של מדדי מניות ומדדי איגרות חוב מרכזיים בארץ ובעולם;
3. מתן אפשרות לגופים המוסדיים להציע מסלולי השקעה עם דמי ניהול מבוססי ביצועים, שיחושבו באופן סימטרי על בסיס ארוך טווח מעל ומתחת למדדי ייחוס;
4. שיפור שקיפות המידע המוצג לרשות המפקחת ולחוסך, גם בדיווחים התקופתיים וגם באתרי האינטרנט הרשמיים, בפרט בכל הנוגע לתשואות של קרנות ההשקעה הלא-סחירות;
5. שיפור הליכי החלטה של ועדות ההשקעה של הגופים המוסדיים בכל הנוגע להשקעה בקרנות השקעה לא סחירות, ושיפור יכולות הפיקוח של רשות שוק ההון באופן כללי ובפרט על השקעות באפיקים אלה.

הוועדה מודה לך ולצוות הרשות, רו"ח בארי כספי, סגן בכיר לממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון, מר אדם אבו שמיס, מנהל מחלקת השקעות אלטרנטיביות, עו"ד איה שוורץ, הלשכה המשפטית, רו"ח גיא לקן, מנהל המחלקה הכלכלית ועורך המחקר האמפירי, מר סאם אייזנברג, מר ערן איגלניק, גבי רותם אליאב ומר שלמה טרומבקה, על הסיוע הנרחב שניתן לה על ידי צוות הרשות במהלך כל עבודתה ובפרט על עבודת איסוף הנתונים המקיפה.

בכבוד רב,

פרופ' ישי יפה

יו"ר הוועדה

חברי הוועדה לפי סדר הא"ב:

פרופ' אלון ברב

פרופ' אסף חמדני (עד ה-7 באפריל 2021)

פרופ' אתי אינהורן

ד"ר הראל פרימק

עו"ד ורו"ח מיכל עבאדי בויאנג'ו

ד"ר נדן בודו טרכטנברג

פרק א': הצעה לרפורמה במבנה דמי הניהול במערכת הפנסיה בישראל (ועדת "ההוצאות הישירות")

מבוא

הכנסתו של תושב מדינת ישראל לאחר פרישתו מעבודה כוללת שלושה רבדים: הרובד הראשון הוא קצבת הזקנה מן המוסד לביטוח לאומי. הרובד השני, שבו עוסק דו"ח זה, מקורו בכספים שנצברו במכשירי החיסכון הפנסיוני ארוך הטווח – קרן פנסיה, קופת גמל וביטוח חיים. הרובד השלישי הוא חסכונות אחרים שאדם צובר במהלך חייו.

החיסכון הפנסיוני (הרובד השני) הוא מוצר מורכב. בתקופת החיסכון – בישראל קיימת חובה חוקית לחסוך לפנסיה – מושקעים הכספים במגוון רחב של אפיקי השקעה שהתשואות והסיכונים שבהם קובעים את הסכום שיצבור החוסך בהגיעו לגיל פרישה, אירוע שמתרחש באופן טיפוסי עשרות שנים אחרי החלטות החוסך על היקף החיסכון ועל אופן הקצאתו.¹ בנוסף, כמה ממוצרי החיסכון הפנסיוני, ובהם קרנות הפנסיה וביטוחי החיים, כוללים גם ביטוח מפני סיכונים נכונות, אובדן כושר עבודה ומוות.

מעבר למורכבות החיסכון הפנסיוני כשלעצמו, בישראל קיים מספר גדול של מוצרי חיסכון ארוך טווח שנוצרו בתקופות שונות ונבדלים זה מזה בהיבטים שונים. מוצרים אלה כוללים (רשימה חלקית) קרנות פנסיה ותיקות וחדשות, ביטוחי "מנהלים" מסוגים שונים, קופות גמל, קרנות השתלמות (שהן חיסכון לטווח בינוני), ועוד (ראה פירוט בפרק ב').² כל מוצר כזה מציע מספר מסלולים (כלומר, תיקי השקעה) ברמות סיכון שונות. החוסך צריך לבחור מוצר, או כמה מוצרים, שישמשו לחיסכון ארוך הטווח שלו, את הגוף שינהל את החיסכון ואת מסלולי ההשקעה שבאמצעותם יחסוך לזקנתו.

במערכת החיסכון ארוך הטווח בישראל מנוהלים חסכונות בערך כולל של כ- 1.9 טריליון ₪, סכום השווה בקירוב למחצית מסך הנכסים הפיננסיים של הציבור, ומדי שנה מופקד בה סכום של כ-136 מיליארד ₪.³ בישראל כל עובד (שכיר או עצמאי), וכל מעסיק מחויבים להפריש כספים לאפיק חיסכון פנסיוני כלשהו בשיעורים הקבועים בחוק, כאשר ניהול החיסכון עצמו נעשה על ידי גופים מוסדיים, שהם גופים פרטיים המתחרים ביניהם על פי כללים שקובעת המדינה. מי שרשאים לנהל חסכונות כאלה בישראל הם חברות ביטוח וחברות מנהלות אחרות כגון בתי השקעות ומלכ"רים מפעליים ייעודיים (להלן, גופים מוסדיים וגם "היצרנים" או "המוכרים").

¹ דו"ח זה עוסק אך ורק בנושא הפנסיה הצוברת, ולא בפנסיה תקציבית. בפנסיה צוברת, הסכום הצבור הוא הבסיס לחישוב הקצבה שיקבל החוסך לאחר פרישתו.

² מכשירי החיסכון משמשים למטרות משתנות ולפרקי זמן שונים, ומזכים את החוסכים בהטבות. מי שרשומים על שמו כספים בקופת גמל או קרן פנסיה מכונה "עמית", כשהיחסים בין העמית לבין הקופה מוסדרים בתקנון. בחברות הביטוח קיימים מכשירים דומים, בדמות פוליסת חיסכון וקופת ביטוח ("ביטוח מנהלים"), שהם מכשירים חלופיים לחיסכון. מערכת היחסים שבין חברת הביטוח והמבוטח (החוסך) מעוגנת במסגרת פוליסה ובהתאם לה חברת הביטוח משקיעה את כספי קופת הביטוח או הפוליסה לפי מסלול השקעות שבחר החוסך. בנק ישראל, מבט סטטיסטי 2019, אזור א-3, עמ' 12.

³ נכון ליום 31 בדצמבר 2019, ללא תביעות/משיכות, [דוח הממונה 2019, רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, עמ' 3](#). לשם השוואה סך המזומן ופיקדונות הציבור (משקי בית וגופים עסקיים) ב-31 בדצמבר 2019 עמד על כ-1.4 טריליון ₪, ראה [בנק ישראל, מבט סטטיסטי 2019, אזור א-3, עמ' 12](#).

אתגרים לתפקוד יעיל של השוק לחיסכון ארוך טווח בישראל

מנהלי החיסכון (הגופים המוסדיים) מתחרים ביניהם על ניהול כספי החוסכים. לחוסכים בישראל (ברוב המוצרים) יש אפשרות לנייד את כספי החיסכון שלהם בין המנהלים השונים ללא עלות או מס. יחד עם זאת, קיימים בשוק החיסכון הפנסיוני⁴ כשלי שוק מובנים המקשים על קיומו של שוק תחרותי יעיל ומשוכלל.⁵ בין אלה ניתן למנות את הגורמים הבאים:

1. אופי המוצר: מטרת החיסכון הפנסיוני היא לספק לחוסך תשואה (בניכוי עלויות) מקסימלית ברמת סיכון המתאימה להעדפותיו. עם זאת, בניגוד לשווקים למוצרים סטנדרטיים אחרים, בשוק החיסכון הפנסיוני מתקיימת תחרות על אספקת מוצר שאיכותו נקבעת רק על פני טווח זמן ארוך מאד (לעיתים על פני עשרות שנים, הרבה מעבר לטווח הקריירה של מי שאחראים על ניהול החיסכון). למרות שהתשואות מדווחות לציבור וניתן לצפות בהיסטורית הביצועים של כל קופה,⁶ אין בתשואות אלה כדי להבטיח תשואה עתידית כלשהי. בנוסף, במקרים מסוימים מוצר החיסכון הפנסיוני כרוך יחד עם ביטוח חיים וביטוח אובדן כושר עבודה, עובדה המקשה עוד יותר על החוסך להבין את מוצר החיסכון ולהשוות את מחירו ואת איכותו בין יצרנים שונים.

2. מחיר המוצר: עלות ניהול החיסכון הפנסיוני כיום כוללת, בדרך כלל, שלושה רכיבים:⁷ (1) דמי ניהול הנגבים בשיעור קבוע מכל הפקדה לחיסכון הפנסיוני; (2) דמי ניהול הנגבים כשיעור קבוע מסכום החיסכון הנצבר; (3) "הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות בקופת גמל". ההוצאות הישירות מדווחות בדיעבד ונגבות, בשיעור שאיננו קבוע מראש, על סמך הוצאות בפועל של מנהל החיסכון על תשלומים לגופים חיצוניים הקשורים בניהול החיסכון, כגון תשלום למתווכים מסוגים שונים, דמי ניהול בקרנות השקעה למיניהן, ועוד (ראה פירוט בהמשך). ההוצאות הישירות נחלקות לכאלה שניתן להשית על החוסך עד למגבלה העומדת היום על 0.25% מסך יתרת הנכסים שלו (בעיקר דמי ניהול למנהלים חיצוניים), ולהוצאות ישירות שהגוף המנהל רשאי להשית על החוסך ללא מגבלה, בפרט, הוצאות הקשורות בביצוע עסקאות בנכסים סחירים (עמלות קניה ומכירה ודמי משמרת של ניירות ערך) והוצאות הקשורות בביצוע עסקאות בנכסים לא סחירים (כגון, עלות העמדת הלוואה לא סחירה, או עלויות רישום נכס מקרקעין בחו"ל). חשוב לציין שבהגדרת המושג "מחיר" לניהול החיסכון קיים, באופן בלתי נמנע, מרכיב שירותי המגדיר עלויות מסוימות כחלק מדמי הניהול ואחרות כ-"הוצאות ישירות". כתוצאה מכך, חלק העלות המוגדר כהוצאה מנוכה מתשואת הנכסים השונים ואיננו מדווח כחלק מהעלויות הנגבות במפורש מהחוסך. נושא זה יידון בהרחבה בהמשך.

3. פערי מידע ומערך ההפצה: קיימים פערי מידע משמעותיים בין המוכרים (הגופים המוסדיים) לקונים (החוסכים). פערים אלה מועצמים עקב המגוון של מוצרי החיסכון הפנסיוני המוצעים בשוק (פנסיה, ביטוח חיים וגמל) שההבדלים ביניהם רב-ממדיים, ועקב שילוב אלמנטים של ביטוח וחיסכון שאינם מתומחרים בנפרד בחלק מהמוצרים. כדי לגשר על פערי מידע אלה קיימים בשוק החיסכון הפנסיוני מתווכים בעלי רישיון מתאים – יועצים פנסיוניים, משווקים פנסיוניים וסוכני ביטוח, לפי העניין. המתווכים עשויים לייצג רק חלק מהיצרנים ומהמוצרים בשוק, ועלולים להיות להם תמריצים להעדיף לשווק מוצרים מסוימים, לעתים יקרים יחסית, על פני אחרים, באופן שאיננו בהכרח מתואם עם

⁴ בדו"ח זה, המינוח "חיסכון פנסיוני" מתייחס לכלל אפיקי החיסכון ארוכי הטווח על כל סוגיהם.

⁵ הפסקה עוסקת בתחרות בשוק למוצרי החיסכון הפנסיוני; השווקים לנכסים פיננסיים, סחירים ובלתי סחירים, בישראל ובעולם תחרותיים מאד, וזו סיבה מרכזית מדוע אין לצפות למצוא בשווקים אלה, כולל השווקים לנכסים בלתי סחירים שחלק גדול מדו"ח זה עוסק בהם, תשואה חיובית באופן עקבי, מעבר לתשואה הנובעת מחשיפה לגורמי סיכון.

⁶ מידע מפורט אודות תשואות קופות הגמל וקרנות הפנסיה (החדשות) הפועלות בישראל מפורסם באתרי האינטרנט "גמל נט" ו"פנסיה נט" שבאתר האינטרנט של רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, ובאמצעותם ניתן להשוות את התשואות שהשיגו הקופות בינן לבינן ובינן לבין מדדי שוק נבחרים: [גמל-נט](#) [פנסיה-נט](#)

⁷ לא כל הרכיבים קיימים בכל המוצרים. במוצרי חיסכון פנסיוני מסוג "ביטוחי חיים משתתפים ברווחים" קיימים, בנוסף לרכיבים הנזכרים פה, גם מרכיב של דמי ניהול הנגבים כאחוז מן הרווח הגולמי, ראה פרק ב'.

- האינטרסים של החוסכים.⁸ פערי המידע המשמעותיים בין המוכרים לקונים בשוק הזה, ואולי גם מערכת התמריצים של הגופים המתווכים בו, מקשים על הגעה לשיווי משקל תחרותי יעיל.⁹
4. **תמריצים ובעיות "סוכן" (Agency) בין החוסך לגוף המוסד:** בשוק החיסכון הפנסיוני מתקיימים מאפיינים קלאסיים של בעיית "הסוכן" (או, "הנציג"). החוסך (ה-Principal) ממנה מטעמו נציג (Agent) כדי לנהל עבורו את החיסכון הפנסיוני. לנציג יש מידע עדיף על זה של החוסך וייתכן שיש לו העדפות אחרות. לבעיה זו פתרונות מסוגים שונים שנידונו בספרות מדעית נרחבת ביותר, שתכליתם להביא לאחדות אינטרסים בין ה-Agent ל-Principal. חלק מן הפתרונות ה"קלאסיים", כגון דמי ניהול מבוססי ביצועים, אינם קיימים (כמעט) בשוק החיסכון הפנסיוני. פתרונות אחרים, כמו לחץ תחרותי, אינם בהכרח מספקים מהסיבות שתוארו לעיל.
5. **מגבלות כניסה לענף ומגבלות רגולטוריות אחרות:** ללא קבלת רישיון, מנהלי חיסכון זרים אינם מורשים להיכנס לשוק הפנסיה בישראל (בפועל, אין כניסה של מנהלים זרים). כניסה של שחקנים מקומיים חדשים לענף מוגבלת גם כן. באופן כללי יותר, כאמור בפתח הדברים, שוק החיסכון הפנסיוני, שנוצר ביוזמה ובעידוד של המדינה (למשל, באמצעות חוק פנסיית חובה), מאופיין בניהול על ידי גופים פרטיים. המדינה מסדירה את פעולת השוק מאז הקמתו, ואפשר לטעון גם שהמדינה תיזדרש לספק ביטוח בעת הצורך לחיסכון הפנסיוני של אזרחיה (למרות שאין לה התחייבות מפורשת לעשות זאת). במצב עניינים זה, טבעי שהמדינה משיתה הגבלות שונות על היצרנים ועל המוצרים השונים, ובהן הגבלות על דמי הניהול והגבלות לגבי השקעות הגופים המוסדיים את כספי החיסכון.

הוצאות ישירות הכרוכות בביצוע השקעות

בעשור האחרון ניכרת מגמת עליה בהשקעות הגופים המוסדיים בנכסים לא סחירים, גם בישראל וגם בלא מעט מדינות מפותחות אחרות (ראה נספח א').¹⁰ מגמה זו נובעת ממספר סיבות ובהן ירידת התשואות על אגרות החוב בארץ ובעולם בעשור האחרון, הצטמצמותם של חלק משוקי המניות הציבוריים,¹¹ ומה שנראה כהזדמנויות השקעה באפיקים לא סחירים שהתפתחו בעשורים האחרונים. בין אפיקי ההשקעה הלא סחירים ניתן למנות קרנות השקעה פרטיות למיניהן (Private Equity, PE), ובהן קרנות המתמחות בסוגים שונים של השקעות כגון קרנות הון סיכון (Venture Capital, VC), קרנות גידור (Hedge Funds), קרנות מתמחות בנדל"ן, בתשתיות, בחוב ועוד, וכן השקעות ישירות באפיקים אלה, למשל באמצעות הלוואות פרטיות (לא סחירות), השקעה ישירה בנדל"ן או בתשתיות, השקעה ישירה במניות של חברות פרטיות, ועוד.

ההשקעות באפיקים אלה מתבצעות לעתים קרובות באמצעות מתווכים (השותף המנהל, General Partner, בקרנות השקעה, עורכי דין ושמאים לצורך השקעות ישירות בנדל"ן בחו"ל, וכיו"ב), ולכן כרוכות בעלויות גבוהות יחסית, שחלקן משולמות מראש למתווך או לקרן שבאמצעותם מתבצעת ההשקעה, וחלקן משולמות בדיעבד כאחוזים מן הרווח ("דמי הצלחה" המשולמים למנהלי קרנות PE ו-VC וקרנות אחרות). הוצאות

⁸ בעיה זו איננה, כמובן, ייחודית לישראל. ראה למשל, Egan, M. L., Ge, S., & Tang, J. (2020). Conflicting Interests and the Effect of Fiduciary Duty - Evidence from Variable Annuities. NBER Working Paper 25577, National Bureau of Economic Research. על ניגודי עניינים דומים בארה"ב בהקשר של מכירת תכניות פנסיות מסוג variable annuities והניסיון להסדיר את ניגודי העניינים האלה בחקיקה.

⁹ חישוב של מדדי ריכוזיות מקובלים כגון מדד הרפינדל-הירשמן (HHI) לכל מוצר חיסכון ארוך טווח בנפרד מצביע על כך שיש ריכוזיות נמוכה בענף הגמל (כולל קרנות ההשתלמות), שבו נתח השוק של חמשת המנהלים הגדולים עומד על כ-55% ומדד HHI, נכון ל-2019, הוא בערך 0.1. בתחום ביטוחי החיים והפנסיה יש ריכוזיות גבוהה יותר כאשר חמש חברות הביטוח הגדולות המחזיקות יחד בנתח שוק של כ-90%. מדד HHI בתחום הפנסיה ובתחום ביטוחי החיים הוא כ-0.2 (לכל אחד מהם בנפרד), שווה ערך לזה שהיה מתקבל בתחרות (קורנו) עם חמישה שחקנים שווים בגודלם. ראה דיון מפורט בפרק ב'.

¹⁰ [Global Pension Assets Study – 2020, Thinking ahead institute, Willis Towers Watson](#)

¹¹ מספר החברות הציבוריות בארה"ב הוא כיום כמחצית המספר שהיה בשנות ה-90, ראה עמ' 466 במאמר: Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2017). The U.S. Listing Gap. Journal of Financial Economics, 123(3), 464–487.

ישירות יכולות לנבוע גם מהשקעה באפיקים לא סחירים ללא תיווך (למשל, הוצאות משפטיות הקשורות בהלוואות פרטיות), וגם מהשקעה בנכסים סחירים, למשל באמצעות קרנות נאמנות המאפשרות גישה לשווקים שבהם אין לגוף המוסדי מומחיות (לדוגמה, קרן נאמנות המשקיעה באגרות חוב בשווקים מתעוררים, שגם בה ניתן לראות סוג של מתווך). גם השקעה בקרנות סל העוקבות אחרי מדדים שונים יוצרות עלויות, למרות שאלה נוטות להיות זולות מאד לקניה ולאחזקה.

כאמור, כל העלויות האלה (ודומות להן) נגבות מהחוסך בדיעבד על סמך הוצאות בפועל.¹² בממוצע, שיעור ההוצאות הישירות עומד על כ-0.15%. זהו שיעור משמעותי: לשם השוואה, דמי הניהול הממוצעים מצבירה בקופות גמל ובקרנות השתלמות הם כחצי אחוז בשנה (ראה פרק ב').¹³ כמחצית מסך ההוצאות הישירות הנגבות בפועל הן עמלות ניהול חיצוני המשולמות למנהלי קרנות השקעה פרטיות לסוגיהן, כחמישית הן הוצאות הכרוכות בביצוע עסקאות בנכסים סחירים ולא-סחירים (כ-0.02-0.03% בממוצע), והיתר הן הוצאות הכרוכות בהשקעות מתוככים אחרים כגון קרנות נאמנות. קיימות מגבלות שמטרתן למנוע ניגודי עניינים בהקשר זה (למשל איסור לגבות הוצאות ישירות בגין תשלומים לצד קשור), ובנוסף, חלה על הגופים המוסדיים חובה לפעול לטובת החוסכים בניהול כספי החוסכים והשתת הוצאות. במילים אחרות, מנהל השקעות רשאי לבצע השקעה "יקרה" רק אם הוא סבור שהתרומה שלה לחיסכון מצדיקה את העלות.

¹² שלא כמו דמי הניהול (המועברים לחברה המנהלת), ההוצאות הישירות נגבות מהנכסים המנוהלים ישירות ומנוכות מהתשואה המדווחת לעמיתים באתרי "גמל נט" ו"פנסיה נט" ובדיווח התקופתי.

¹³ בביטוחי החיים שהונפקו אחרי 2004 דמי הניהול מהצבירה גבוהים יותר, קרוב לאחוז בשנה. לעומת זאת, בקרנות הפנסיה, דמי הניהול מהצבירה הם כ-0.2% (ובנוסף יש דמי ניהול משמעותיים הנגבים מכל הפקדה).

רקע משפטי להקמת הוועדה

הוועדה כונסה עקב המצב המשפטי הזמני של התחיקה לגבי ההוצאות הישירות. הוצאות אלו מותרות בהוראת שעה שמוארכת מפעם לפעם. הזמניות של התחיקה מבטאת מחלוקת עניינית, אשר הוועדה הופקדה על ליבונה ומתן פיתרון לה:

הוראות סעיף 32 לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005, מתירות לחברה מנהלת לגבות מנכסי קופת גמל שבניהולה, נוסף על דמי הניהול שהיא גובה, גם הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות בנכסי קופת הגמל, כפי שקבע שר האוצר. הוצאות אלה נקבעו במסגרת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), התשס"ח-2008 (להלן - **תקנות הוצאות ישירות**).

בשנת 2014 נקבעה לראשונה בתקנות העיקריות, תקרה להיקף הוצאות מסוימות (להלן - **מגבלת ההוצאות**). מגבלת ההוצאות נקבעה לגבי הוצאות הנובעות מהשקעה בקרנות השקעה, מנהלי תיקים, קרנות, קרנות מחקות, נכסים לא סחירים לרבות מתן אשראי ומתן משכנתא, בכפוף לתנאים שפורטו בתקנות. התקרה שנקבעה היא בשיעור של 0.25 אחוזים מסך כל השווי המשוערך של נכסי המשקיע המוסדי במועד הקבוע בתקנה 2(ב) לתקנות העיקריות. חלק מההוצאות שהותרו לגבייה נקבעו במסגרת הוראת שעה, אשר הוארכה מדי תקופה, כשנכון למועד זה הוראת השעה תעמוד בתוקפה עד לשלושה חודשים מכינונה של הכנסת, בהתאם לסעיף 38 לחוק יסוד: הכנסת.

בנובמבר 2019 פורסמה טיוטת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות) (הוראת שעה), התש"ף-2019, שעניינה הארכת הוראת השעה. כפי שעולה מדברי ההסבר לטיוטה שפורסמה, בפרק זמן זה ביקשה רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון לבצע בחינה מעמיקה של הנושא, תוך היעזרות בוועדת מומחים פנימית שתורכב מגורמי מקצוע מובילים במשק הישראלי (להלן - **הוועדה**).

מטרת הוועדה כפי שהוגדרו בכתב המינוי

1. הוועדה תבצע בחינה של 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 אודות הוצאות ישירות המושתות על עמיתים וסיווגן וכן בחינת ההשלכות של מגמות צופות פני עתיד דוגמת שיעור ההשקעה בחו"ל.
2. עם סיומה של עבודת הוועדה תגיש הוועדה לממונה על שוק ההון ביטוח וחיסכון את המלצותיה אשר ייבחנו על ידו, ויהוו בסיס לנוסח מוצע של תקנות שיובאו בפני שר האוצר ובפני וועדת הכספים של הכנסת.

רקע כלכלי להקמת הוועדה

ניתן לראות בהסדר הקיים, המגביל את שיעור ההוצאות שניתן להשית על החוסך, פשרה זמנית, המאזנת בין הכוונה לאפשר למנהלי החיסכון הפנסיוני להשקיע את כספי החוסכים באפיקים שאינם מוגבלים לשווקים הסחירים העיקריים או לתחומים שבהם יש להם מומחיות, לבין הגבלת יכולתם להשית עלויות על החוסכים בגין השקעות אלה. הסדר זה מאופיין במספר חסרונות, בעיקר כאלה הנובעים משרירותיות המגבלה:

1. ההחלטה אילו סוגי הוצאות יכללו ב"הוצאות הישירות" שרירותית במידה רבה.
2. גובה המגבלה (0.25% מיתרת הצבירה לסוף שנת הכספים הקודמת) שרירותי.
3. ההבחנה בין סוגי הוצאות הכפופים למגבלת ה-0.25% וסוגי הוצאות שניתן להשית על העמית ללא מגבלה גם היא שרירותית במידה מסוימת.¹⁴

מעבר לחסרונות אלה, תכלית המגבלה הקיימת איננה לטפל בחוסר השקיפות (לחוסך וגם לרשות המפקחת). לגבי קרנות השקעה פרטיות, למשל, קשה לקשר בין העלויות לחוסך לבין התשואות שהקרנות הניבו, מכיוון שאלה מדווחות לפי סטנדרט שאיננו מפורט ואיננו אחיד (עוד על כך בהמשך).

על רקע פקיעת הוראת השעה שבה מעוגנת תקרת ה-0.25% על גובה העלויות שאפשר להשית על החוסך,¹⁵ ומכיוון שההחלטה להגביל עלויות אלה היא סימפטום של בעיות מהותיות במערכת החיסכון הפנסיוני, ניסתה הוועדה לגבש מתווה כולל לנושא דמי הניהול ובכלל זה לסוגיית ההוצאות המושטות על החוסך.

סוגיות שהועלו בהקשר ההוצאות הישירות

בבסיס הטענות שהועלו בעד ונגד ההוצאות הישירות והסדרתן בתקנות ניצב הכלל המקובל בניהול ההשקעות בישראל (ובמידה מסוימת, גם במדינות אחרות), שלפיו הוצאות הקשורות באופן ישיר בביצוע השקעות ספציפיות, כגון עמלות קנייה מכירה, מושטות על החוסך. מחד, כלל זה מאפשר, למנהל החיסכון לפעול בלי שיהיו לו שיקולים הנוגעים לעלויותיו שלו; מאידך, כלל זה מעורר חשש להשתת עלויות לא חיוניות על החוסך ויוצר אבחנה מלאכותית בין הוצאות מסוגים שונים. ההוצאות הישירות הנובעות מהשקעה בנכסים לא סחירים הן ביטוי פרטי של הכלל הזה.

סוגיה מרכזית בהקשר הדיון בהוצאות הישירות עוסקת בהשקעות חיצוניות המתבצעות באמצעות קרנות השקעה. השקעות אלה נוטות להתאפיין בדמי ניהול יקרים הרבה יותר מאשר השקעות אחרות, כשחלק מדמי הניהול הללו מנוכים ישירות מהתשואה באופן שאינו גלוי לחוסך, לרשות המפקחת, ולעתים גם לא לגוף המוסדי עצמו. כאמור, לא ניתן לקשר בין דמי הניהול ששולמו לבין התשואות שהושגו בגין השקעות אלו, שאינן מדווחות ברמת הנכס הבודד (הקרן הבודדת), שלא כמו שאר הנכסים הסחירים המוחזקים במכשירי החיסכון ארוכי הטווח. מכיוון שקרנות ההשקעה אינן מפוקחות, אין להן (בישראל ובעולם) סטנדרט דיווח אחיד או מקורות מידע רשמיים, ולכן עולים מדי פעם ספקות לגבי האופן שבו מציגות הקרנות את נתוני התשואות שלהן לגופים המשקיעים בהן.¹⁶ בנוסף, זכויותיהם ויכולת השפעתם של השותפים הפסיביים בקרנות השקעה, שלעתים קרובות רשומות ופועלות בחו"ל, מוגבלות, ונראה שהן נחותות, בדרך

¹⁴ הקו המנחה הוא שהוצאות הקשורות בביצוע עסקאות ספציפיות כגון קניה ומכירה של נכס מותר להשית על החוסך ללא הגבלה. לא הוצגו בפני הוועדה נתונים או תוצאות של מחקר כלכלי להצדקת קיומה של המגבלה במתכונתה הקיימת.

¹⁵ תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות) (תיקון והוראת שעה), התשע"ח-2018, ק"ת תשע"ח מס' 8060 מיום 16.8.2018, עמ' 2660.

¹⁶ ראה למשל:

Brown, G., Gredil, O. & Kaplan, S. (2019). Do Private Equity Funds Manipulate Reported Returns? Journal of Financial Economics, 132 (2), 267-297.

כלל, מזכויותיהם של משקיעים בניירות ערך סחירים. מעבר לכל אלה, סוגיית הכדאיות הכלכלית של ההשקעות הלא-סחירות בכלל, ובמיוחד ההשקעות של גופי פנסיה בעולם בקרנות השקעה פרטיות לסוגיהן, שנויה במחלוקת חריפה בעשור האחרון.

1. השקעת חסר או השקעת יתר? ההוצאות הישירות ותמריצי ההשקעה

כאמור, ניתן לראות במגבלה הקיימת ניסיון לפשר בין שתי טענות מנוגדות. לפי האחת, השקעות הכרוכות בעלויות מסוגים שונים עשויות להוות הזדמנות השקעה (בגלל התשואה הפוטנציאלית הגלומה בהן, או בגלל השפעתן על פיזור תיק הנכסים הכולל). אם לא תהיה אפשרות למנהל החיסכון הפנסיוני להשית את העלויות הכרוכות בהשקעות אלה על החוסך, קיים סיכוי שההשקעות אלה לא תצאנה לפועל (כיוון שהמנהל יצטרך לממן אותן מכיסו), ובכך ייגרם לחוסך הפסד. במילים אחרות, האפשרות להשית עלויות השקעה על החוסך מונעת השקעת חסר בנכסים שההשקעה בהם רצויה, אך כרוכה בהשתת עלויות על החוסכים. במשטר הקיים הוצאות ניהול ההשקעה משפיעות על התשואה לעמיתים ולכן אפשר לטעון, לפי גישה זו, שכל עוד ההוצאות אינן משולמות למנהל החיסכון עצמו או לגופים הקשורים אליו, קיומה של תחרות אינטנסיבית בין המנהלים על התשואה תמנע השקעת יתר באפיקים יקרים.

מאידך, נטען שהאפשרות להשית עלויות על החוסך, מעבר לדמי הניהול, יוצרת בעיית "Moral Hazard" (סיכון מוסרי) במובן זה, שמנהל החיסכון עלול להקל ראש בהחלטות ההשקעה בנכסים "יקרים" מתוך ידיעה שאינו נושא בעלויות הכרוכות בהשקעה בהם, שהרי אלו מושתות על החוסך. לפי טענה זו, בסביבה תחרותית הבעיה הזו הייתה נפתרת מאליה (השקעות יקרות ומיותרות היו מביאות לכך שהחוסכים היו מעבירים את כספם למנהל אחר), אבל ספק אם זה המצב על רקע המגבלות לקיומו של שוק תחרותי יעיל בענף החיסכון הפנסיוני שתוארו לעיל.

המגבלה הקיימת על סך ההוצאות שאפשר להשית על החוסך מהווה פשרה, בגובה שרירותי, בין שתי טענות אלה. עם זאת, הטלת המגבלה אינה ניסיון לפתור את הדילמה שתוארה באופן ישיר.

2. גבולות הפירמה/מה ראוי שמנהל החיסכון הפנסיוני יעביר לניהול חיצוני?

מנהל החיסכון מקבל דמי ניהול עבור ניהול כל נכסי החוסך. באילו מקרים ראוי להעביר את הניהול של חלק מתיק החיסכון לגופים חיצוניים כגון קרנות השקעה? ההחלטה האם לרכוש מיומנות לביצוע השקעה בתוך הגוף המוסדי או לבצע אותה תוך שימוש במיקור חוץ תלויה בעלויות היחסיות; מקובל לחשוב שיש הגיון בהעברה למיקור חוץ של פעילות השקעות שבה אין למנהל החיסכון הפנסיוני ידע או מומחיות מתאימים, וגם אין סיבה לצפות שירכוש כאלה במהלך הזמן. בנוסף, גוף מוסדי איננו רשאי, בדרך כלל, להחזיק בשיעור של מעל 20% מאמצעי השליטה (המניות) בחברות שהוא משקיע בהן (כמו שעושות, למשל, קרנות Buyout), ואיננו יכול לרכז את השקעותיו במספר קטן יחסית של חברות כמו שעושה קרן הון סיכון (בגלל מגבלות חשיפה). בהתאם לכך, ההוראות הקיימות לגבי השתת עלויות ישירות על החוסך אינן מתירות להשית על החוסכים עלויות הנובעות מפעילות שברור שמנהל החיסכון הפנסיוני יכול ונדרש לבצע בעצמו (למשל, עלויות הכרוכות בהשקעה בקרן נאמנות המתמחה במניות בישראל). עם זאת, הגדרה זו מעוררת שאלות נוספות. האם, למשל, קרן חוב העוסקת במתן אשראי בישראל (מסוג שמנהל החיסכון אינו נוהג לתת, מסיבות שונות), עונה על הקריטריונים האלה? האם מיקור חוץ של פעילות שמסיבות רגולטוריות גוף מוסדי איננו רשאי לבצע בעצמו הוא לגיטימי? גם הקביעה בדבר ההשקעות אשר לגביהן אין ציפייה שמנהל ההשקעות בגוף המוסדי יפתח מומחיות מספקת אינה קלה על רקע האפשרות שיהיו הבדלים בין גופים שונים במשאבים העומדים לרשותם ובהתמחויות שייפתחו מנהליהם.

מעבר לכך, אפשר לטעון שהנורמה המקובלת של השתתפות הוצאות מסוימות על החוסך איננה מבוססת על התיאוריה הכלכלית ואיננה עולה עמה בקנה אחד. פונקציית הייצור של מוצרים ושירותים רבים כוללת תשומות המיוצרות על ידי היצרן בעצמו, בשילוב עם תשומות שהוא רוכש מספקי משנה (למשל, הצמיגים במכונית). אין הגיון כלכלי באבחנה בין תשלום דמי ניהול למנהל קרן השקעות חיצוני (שנחשב להוצאה ישירה) לתשלום שכרו של אנליסט המועסק כשכיר על ידי גוף מוסדי (שאינו מוכר כהוצאה ישירה). יתר על כן, ההוצאות הישירות אינן כוללות את כל ההוצאות המשולמות לגופים חיצוניים, כגון תשלום דמי שכירות על משרדי הגוף המנהל, תשלום על שירותי ניקיון או שירותי רכב, תשלום על אספקת קפה וכיו"ב – הוצאות אלו משולמות מדמי הניהול. במילים אחרות, ניתן לטעון שכלכלית, אין שום ייחוד בתשלום שמבצע מנהל החיסכון הפנסיוני לקרן הון סיכון שמנגישה עבורו השקעות בחברות הזנק, ושסיווג הוצאה כ"ישירה" או שאינה ישירה הוא שרירותי במידה רבה.

3. מידת המעורבות הנדרשת והתשומות המושקעים מצדו של מנהל החיסכון הפנסיוני בפיקוח על השקעות

המנהלות על ידי גופים חיצוניים

מעבר לכך שמושג "ההוצאות" כמשמעו היום מבוסס על הגדרה שאיננה כלכלית, עולה, לעתים, הטענה הערכית שמנהל החיסכון הפנסיוני מקבל דמי ניהול גם עבור הכסף שאותו מנהלים עבורו גופים חיצוניים, שעלותם מושגת על החוסך בנוסף לדמי הניהול הרגילים. מידת הפיקוח שמנהל החיסכון צריך להפעיל על המנהלים החיצוניים איננה ברורה, ובפני הוועדה הושמעו עמדות סותרות בנושא זה.

4. בעייתיות ההגדרה של "הוצאה" בהקשר של השקעה בקרנות חיצוניות

אם עסק למתן אשראי מתאגד בחברת אשראי חוץ בנקאי, כל העלויות המשולמות למנהלי החברה לרבות הוצאות התפעול לא תחשבנה להוצאה ישירה. אם אותו עסק יתאגד כשותפות שבה המשקיעים הם שותפים מוגבלים, אז דמי הניהול המשולמים לשותף הכללי ייחשבו, לפי המצב המשפטי הקיים, כהוצאה ישירה. מבחינת היזמים, השיקול כיצד להתאגד מושפע לרוב משיקולי מס (שיתכן שהם גם לטובת המשקיעים – אם נחסך מס חברות). גם אם שני העסקים יהיו בעלי פעילות כלכלית זהה, רק במקרה של הקרן שהיא שותפות תהיה התייחסות לתשלום לזום ולהוצאות התפעול של העסק כאל הוצאה ישירה. קושי דומה מתעורר ביחס לקרנות השקעה הנרשמות למסחר בבורסה (ואז דמי הניהול מגולמים במחיר המניה ואינם נחשבים כהוצאה). מעבר לכך, גם דמי ניהול מבוססי ביצועים, או דמי הצלחה, המשולמים למנהלים של קרנות השקעה בדיעבד, אינם נרשמים כהוצאה אלא מנוכים מהתשואה. נושא זה יידון בפירוט במסגרת ההמלצות.

5. האם אפיקי ההשקעה "היקרים" (הלא סחירים) כדאיים לחוסך בחיסכון הפנסיוני?

ויכוח ער בנושא זה מתנהל בספרות האקדמית (וגם בין מנהלי השקעות) מזה יותר מעשור. אפשר לחלק את הדיון לשלושה חלקים: פרמיית אי-סחירות, גיוון תיק ההשקעות, ותשואת יתר ("אלפא").

יש הטוענים שהשקעה ישירה או עקיפה (דרך מנהלי קרנות) באפיקים לא סחירים כרוכה ב"פרמיית אי-סחירות" (תוספת תשואה בגין העדר הנזילות של ההשקעה), שמנהלי חיסכון לטווח ארוך יכולים להרוויח ממנה. אחרים (למשל, Franzoni et al., 2012),¹⁷ טוענים שפרמיית אי הסחירות מתואמת עם גורמי סיכון אחרים, ושאינן בה תוספת תשואה מעבר לכך. יתר על כן, פרמיית אי-הסחירות הולכת ופוחתת, כך נטען, עם היצע הנזילות הגדל והולך בעולם בעשור האחרון (שבו התשואות על אגרות חוב ונכסים אחרים ירדו מאד). בהקשר הישראלי, אי הנזילות מגבילה את היקף החשיפה שגוף מוסדי יכול לשאת (עקב חשיפתו לעזיבה של חוסכים, או לפרישתם, והנזלת תיק ההשקעות שלהם). מחד, ייתכן

¹⁷ Franzoni, F., Nowak, E., & Phalippou, L. (2012). Private Equity Performance and Liquidity Risk. Journal of Finance, 67(6), 2341–2373.

שדווקא משום שהגופים המוסדיים בישראל חשופים לסיכון של ניווד חוסכים, יש להם יכולת מוגבלת להשקיע בנכסים לא סחירים (ולכן יש ספק אם היו משקיעים יותר אלמלא המגבלה הקיימת). מאידך, ייתכן שהשקעה בנכסים כאלה בהיקפים גדולים יחסית יכולה לאיים על יציבותם.

קיימות טענות על כך שאפיקי ההשקעה הלא סחירים מועילים גם בגיוון תיק ההשקעות. דיון מעמיק בנושא זה מופיע בסקירה מפורטת שנעשתה בשנת 2018 ע"י Dorskland & Stromberg לבקשת קרן העושר הלאומית הנורבגית.¹⁸ עם זאת, אין תימוכין אמפיריים משמעותיים לטענה זו – שמשמעותה שההשקעה באפיקים אלה עשויה להיות כדאית אפילו אם התשואה עליהם נמוכה יחסית לזו של השקעות אחרות – בין השאר בגלל קשיים מתודולוגיים. במקרה של תיק חיסכון פנסיוני מגוון ומפורט מאד על פני ענפים ומדינות, ספק אם ניתן להשיג פיזור נוסף באמצעות השקעה באפיקים אלה, בפרט משום שלפחות חלק מאפיקי ההשקעה הלא סחירים (קרנות הון סיכון, למשל) נוטים להיות פרו-מחזוריים.¹⁹

מעבר לאי הסחירות ולהשפעתה על גיוון התיק, יש הטוענים שבהשקעה באפיקים הלא סחירים, קרנות השקעה פרטיות (Private Equity, PE), קרנות הון סיכון (Venture Capital, VC), קרנות נדל"ן וקרנות אחרות, יש "אלפא", כלומר תוספת תשואה מעבר לחשיפה לגורמי סיכון כאלה ואחרים. טענות אלה מעוררות מחלוקת עזה במיוחד. בספרות האקדמית (וכן בסקירה המקיפה של Dorskland and Stromberg, 2018) דווקא הטענות ההפוכות צוברות יותר ויותר פופולריות: ראשית, ספק אם יש הצדקה תיאורטית לתשואה עודפת כזו לאורך זמן (בשוק יעיל, אילו הייתה תשואה כזו, כספים נוספים היו זורמים לאפיקי ההשקעה שבהם יש תשואה עודפת עד להיעלמותה). שנית, אמפירית, רוב חישובי התשואה על השקעות באפיקים לא סחירים, מעבר לתשואת מדדי מניות סחירים מקובלים, הקיימים בספרות האקדמית מצביעים על עודף תשואה קטן, אם בכלל, בפרט בעשור האחרון. חישובים שערכה הוועדה (ויידונו בהמשך) עולים בקנה אחד עם מסקנה זו. עם זאת, יש שונות ניכרת בין אפיקי השקעה לא סחירים שונים, כגון קרנות השקעה פרטיות מסוג BUYOUT (הקונות ומשביחות חברות), שבהן התשואות נוטות להיות גבוהות בהשוואה לקרנות השקעה מסוגים אחרים. בנוסף, בהשקעות לא סחירות מסוימות, ובפרט קרנות הון סיכון, נראה שקיימים פערי תשואה משמעותיים מאד בין תקופות זמן שונות ובין מספר קטן יחסית של קרנות מצליחות לקרנות אחרות (ראה, למשל, Harris et al., 2013).

20

קשיים מתודולוגיים מגבילים את היכולת של הספרות המדעית לתת תשובה ברורה לשאלה האם התשואה באפיקי ההשקעה האלה הצדיקה בעבר, ומצדיקה היום, את העלויות והסיכונים הכרוכים בה. יש קשיים ניכרים בפיתוח סטנדרטים מוסכמים של מדידת התשואה והסיכון באפיקים האלה, שאין בהם דפוס דיווח אחיד מקובל; קרנות שונות משתמשות בשיטות שונות לדיווח על התשואות שהשיגו מהשקעות בנכסים שמחיר השוק שלהם איננו נצפה מדי יום. מקורות המידע הקיימים בנושא זה בעולם

¹⁸ לפי הדו"ח, קרן העושר הנורבגית, המשקיע המוסדי הגדול בעולם, "יודעת" כבר שאין "אלפא" בהשקעותיה הבלתי סחירות, ושגם אין סיכוי גדול שתהיה כזו בעתיד.

[Dorskland, T., and Stromberg, P. \(2018\). "Evaluating investments in unlisted equity for the Norwegian Government Pension Fund Global \(GPF\)."](#) Norwegian Ministry of Finance.

¹⁹ עדכון ערכם של נכסים לא סחירים מתבצע, מטבע הדברים, בתדירות נמוכה יותר מאשר שינויי המחיר בנכסים סחירים. עובדה זו יוצרת מה שניתן לכנות "פיזור חשבונאי" (accounting diversification) של הסיכון בתיק ההשקעות. כך, למשל, ירידת ערך הנכסים הסחירים במאוס 2020 לא השתקפה מיד בערכם (המשוער) של נכסים שאינם סחירים. עם זאת, אין לראות בפיזור "חשבונאי" כזה הפחתה אמיתית של גורמי הסיכון בתיקי ההשקעות.

²⁰ Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. (2014). Private Equity Performance: What Do We Know? *Journal of Finance*, 69(5), 1851–1882.

סובלים לא רק מהעדר סטנדרט מדידה מקובל, אלא גם מהעדר דיווחים שיטתיים, מהטיות שונות במקורות המידע הקיימים (למשל, Survivorship Bias), ועוד. תופעה נוספת שמקשה על ההערכה היא העובדה, שבשונה מהידוע על מנהלי קרנות השקעות סחירות (כגון, קרנות נאמנות), בקרנות ההשקעה הפרטיות למיניהן נטען שיש, או לפחות היה בעבר, "Persistence" – קרנות הנוטות להצליח באופן שיטתי יותר מאחרות.²¹ לפי כך, יש אפשרות שהתשואה הממוצעת בענף השקעה כלשהו משקפת הצלחה של קרנות מעטות יחסית בכל קטגוריה, ממצא המעלה את השאלה באיזו מידה יכול גוף מוסדי ישראלי המשקיע באפיקים אלה להגיע אל הקרנות המצליחות בענף. סוגיה זו, המכונה "Access" תידון בהמשך.

נדמה שאפשר בכל זאת לטעון, בזהירות המתחייבת, שככלל, בעשור האחרון, ההשקעה באפיקים "האלטרנטיביים" (שם כולל להשקעות בנכסים לא סחירים לסוגיהם) לא הניבה תוצאות טובות מאד.²² בנוסף, נראה שדמי הניהול הנגבים בפועל על ידי קרנות השקעה פרטיות עלולים להיות לעתים גבוהים משמעותית במקרים רבים מדמי הניהול הנומינליים.²³ זרימת הכספים הגדולה להשקעות אלה עשויה להביא לכך שהתשואות בעתיד תהיינה נמוכות יותר מאלה שהושגו על ידי המשקיעים בענפים אלה בעשור האחרון. הרחבה של הדיון בנושאים אלה מובאת בפרק ג'.

מעבר לדיון בכדאיות ההשקעה באפיקים אלה במונחי תשואה, העובדה שחלק גדול מהקרנות המשקיעות באפיקים אלה אינן מפקחות על ידי רשות כלשהי בישראל או בעולם, עלולה לעורר דאגה נוספת, בהינתן ההגנה בפועל שמערכת החיסכון הפנסיוני עשויה לקבל במקרה של משבר, גם בישראל וגם במדינות רבות אחרות.

ממצאים אמפיריים בדבר השקעות בקרנות פרטיות על ידי הגופים המוסדיים בישראל בעשור החולף

לצורך עבודת הוועדה, נבנה בשיתוף המחלקה הכלכלית של רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, מאגר נתונים שהוא, למיטב ידיעת חברי הוועדה, העדכני והמקיף ביותר הקיים בישראל על השקעותיהם של הגופים המוסדיים בישראל בקרנות השקעה לא סחירות. המאגר כולל נתונים מקיפים על תשואות (ברמה חודשית) בנכסים סחירים שונים וכן זרמי כספים מתוארכים אל וממאות קרנות השקעה פרטיות שבהן השקיעו מנהלי החיסכון הפנסיוני בישראל, ותשואות אלטרנטיביות שאפשר היה להשיג באותה תקופה באמצעות השקעה בקרנות סל על מדדי מניות ואגרות חוב מסוגים שונים, בישראל ובח"ל. צוות הוועדה השתמש בשיטות ניתוח שונות, שיתוארו בפירוט בפרק ד' ובהן שיטות רבות של חישובי תשואה מעבר לחשיפה לגורמי סיכון

²¹ ראה תיעוד מפורט של בסקירה של Doskeland and Stromberg (2018) ובפרט בלוח 4.1 שם. ספרות ענפה עוסקת בתופעה זו שהיא, לכאורה, אנומליה. מדוע הקרנות המצליחות "בקביעות" אינן מעלות את דמי הניהול שלהן? מדוע יש משקיעים המסכימים להשקיע בקרנות הפחות מוצלחות? האם תופעות אלה קשורות במגבלות המידע והדיווח בענף ואם כן, מדוע הקרנות המצליחות אינן בוחרות לחשוף יותר מידע? חלק מהתשובות הקיימות בספרות מייחסות תופעות אלה לבעיות מדידה, חלק מהחוקרים טוענים שתופעות אלה אפיינו את שוקי ההשקעות הפרטיות בינקותם והן פחות קיימות היום. (לדוגמא R. Braun, R. Jenkinson, T. & Stoff, I. (2017). How Persistent Is Private Equity Performance? Evidence from Deal-Level Data. Journal of Financial Economics 123 (2) 273–291.)

²² לאחרונה דווח שאפילו endowments (קרנות פילנתרופיות של אוניברסיטאות וגופים אחרים שלא למטרת רווח) בארה"ב, שלהן יש, לכאורה, גישה למנהלים ולקרנות הטובים ביותר, חוו תוצאות מאכזבות למרות השקעות ניכרות באפיקים אלה Dahiya, S., & Yermack, D. (2020). Investment Returns and Distribution Policies of Non-Profit Endowment Funds. ECGI - Finance Working Paper No. 582/2018. European Corporate Governance Institute. עבודה זו מתייחסת לתשואות באופן כללי, לאו דווקא לתשואות באפיקי ההשקעה הבלתי סחירים.

²³ למשל, בגלל האסימטריה בין תשלום "דמי הצלחה" על התשואה לקרנות השקעה שהצליחו, בשעה שאין החזר על הפסד מקרנות השקעה שלא השיגו תשואות טובות ואפילו נסגרו. כלומר, יש תשלום חיובי במקרה של הצלחה ותשלום של אפס במקרה של הפסד. ראה בהקשר של קרנות גידור: Ben-David, I., Birru, J., & Rossi, A. (2020). The Performance of Hedge Fund Performance Fees. NBER Working Paper 27454. National Bureau of Economic Research.

סחירים ("אלפא") וחישובי (PME) Public Market Equivalent, שהם המקובלים בספרות האקדמית העכשווית בנושא זה, ומאפשרים לדמות להשקעות בלתי סחירות אלטרנטיבה סחירה.²⁴

ממצאי הוועדה מצביעים על כך שהתשואות נטו (תשואות בניכוי דמי ניהול והוצאות) שהושגו בפועל בעשור האחרון על ידי משקיעים מוסדיים ישראלים בהשקעותיהם במאות קרנות השקעה פרטיות היו, בממוצע, נמוכות יחסית לאלטרנטיבות שאפשר היה להשיג בשווקים סחירים בישראל ובחו"ל. מובן שהיו גם השקעות (קרנות) מוצלחות מאד, ובכל זאת, בסה"כ, התשואות בקרנות ההשקעה הלא-סחירות היו דומות לתשואות שהשיגו מדדי המניות בתל אביב (ערכי PME נעים בין אחת ל-1.1 בממוצע לגופים המוסדיים השונים) ונמוכות מאחת (כ-0.9 בממוצע) בהשוואה למדד ה-S&P 500 בארה"ב. אלה תוצאות לא טובות: קרנות ההשקעה אינן סחירות והנכסים שהן משקיעות בהן נוטים להיות מסוכנים. לכן, השקעה כזו צריכה, בתוחלת, להניב תשואה גבוהה יותר מאשר השקעות נזילות בתברות גדולות יחסית הנסחרות באופן יום-יומי בבורסה ממוקחת. זה לא קרה בעשור האחרון.²⁵

ייתכן שחלק מההסבר לתשואות הנמוכות שהשיגו השקעות הגופים המוסדיים בקרנות ההשקעה לסוגיהן נובע מחוסר יכולת של גופים מוסדיים ישראלים להשקיע בטובות שבין קרנות ההשקעה ("הרביע העליון"), בעיית ה-"Access". לבעיה זו שני רכיבים. האחד הוא שקרנות השקעה מצליחות מעדיפות שותפים פסיביים (Limited Partners) שעמם יש להם קשרים עסקיים ולעתים קשרים אחרים במשך תקופה ארוכה. כך למשל, בהיתן היקף השקעה מוגבל של הרביע העליון של קרנות ההשקעה, סביר להניח שלגוף מוסדי שמנהל היקפי נכסים משמעותיים בהרבה מהיקף הנכסים המנוהל בישראל, כמו קרן הפנסיה של קליפורניה, CalPERS, יש יותר גישה לקרנות השקעה מצליחות מאשר למשקיע מוסדי ישראלי.²⁶ בנוסף, נטען גם שדמי הניהול שמשלמים שותפים גדולים וותיקים נמוכים באופן משמעותי מאלה שמשלמים משקיעים פסיביים אחרים.²⁷ הסבר אפשרי אחר לביצועים המאכזבים של אפיק השקעה זה הוא שמדובר בעשור שבו שוקי המניות בארה"ב הניבו תשואות גבוהות, אולי באופן חריג, עובדה שהקשתה על ההשקעות באפיקים הבלתי סחירים להציג תשואה עודפת ביחס למדדים אלה. עם זאת, טיעון זה אינו מתיישב עם הממצא שהתשואות בפועל של קרנות ההשקעה לא היו גבוהות גם מתשואות שוק המניות בתל אביב, שבו העשור האחרון לא היה יוצא דופן לטובה.²⁸

²⁴ בשיטה זו, בוחרים מדד ייחוס סחיר שאליו משווים את ההשקעות הלא סחירות בקרנות השקעה פרטיות, למשל, מדד ה-S&P 500 או מדד מניות קטנות (כגון מדד ראסל). כל העברת כסף אל ומאת קרן השקעה כלשהי מושווה לזרם היפותטי באותו גודל ובאותם תאריכים למדד הייחוס הסחיר. אפשר לראות בשיטה זו הליך של היוון ההשקעה הלא סחירה תוך שימוש בתשואות על השקעה סחירה אלטרנטיבית. מדד PME של אחת מעיד על כך שהתשואה בסך חיי הקרן שווה לתשואה שהיתה מתקבלת מההשקעה האלטרנטיבית של אותם הסכומים באותם התאריכים במדד מניות סחיר. ערך PME גבוה מאחת מעיד על תשואה גבוהה יותר של הקרן הפרטית (אם כי אין במדד אינדיקציה לגובה התשואה שהיה ראוי לקבל כדי לפצות על הסיכון והעדר הנזילות). מדד PME נמוך מאחת מצביע על תשואת חסר של ההשקעה הלא סחירה. אפשר לתרגם את מדד ה-PME המחושב לאורך תקופת ההשקעה למונחים שנתיים, מה שמכונה "direct alpha". הרעיון מיוחס ל-Kaplan, S. & Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows," *Journal of Finance* 1791-1823, (4)60. להצדקה תיאורטית לשימוש במדד זה, ראה Jagannathan, R. & Sorensen, M. (2015). The PME and Private Equity Performance. *Financial Analysts Journal* 43-50 (4)71.

²⁵ אין בידי הוועדה (ובידי רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון) נתונים מפורטים על התשואות והסיכון בהשקעות לא סחירות ישירות של גופים מוסדיים ישראלים כגון הלוואות בלתי סחירות או השקעות ישירות בנדל"ן ותשתיות.

²⁶ קיימים מתווכים האמורים לסייע לגופים מוסדיים להשיג גישה לקרנות השקעה מצליחות (placement agents). בנוסף, קיימות קרנות Funds of Funds שמנסות גם הן לסייע בנושא הזה. מידת ההצלחה של מנגנונים אלה איננה ברורה:

Cain, M., McKeon, S. and Davidoff-Salomon, S. (2020). Intermediation in Private Equity: The Role of Placement Agents. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 55(4), 1095-1116.
Harris, R., Jenkinson, T., Kaplan, S. & R. Stucke (2018). Financial Intermediation in Private Equity: How Well Do Funds of Funds Perform? *Journal of Financial Economics*, 129(2), 287-305.

²⁷ Begenau, J., & Siriwardane, E. (2020). How Do Private Equity Fees Vary Across Public Pensions? Harvard Business School Working Paper, No. 20-073.

²⁸ במידה שחלק מההשקעות בקרנות השקעה פרטיות הוא בחו"ל/נקוב בדולר וללא גידור, התשואות שהושגו מושפעות במידת מה גם מייסוף השקל ביחס לדולר בעשור האחרון.

מעבר לתשואות הנמוכות, בממוצע, שהשיגו קרנות ההשקה הפרטיות שבהן השקיעו גופים מוסדיים ישראלים בעשור האחרון, ממצאי הוועדה מצביעים על כך שניתן היה להגיע לתשואות נטו (תשואות בניכוי דמי ניהול והוצאות) קרובות לאלה שהושגו במסלולים "הכלליים" בחיסכון ארוך הטווח בישראל על ידי השקעה זולה וזמינה במספר קטן של קרנות סל העוקבות אחרי מדדי מניות ואגרות חוב סחירים. לא ברור, אם כך, שניהול השקעות אקטיבי, ובכלל זה השקעה באפיקים יקרים יחסית, שחלקם לא נזילים ולא מפוקחים (כגון קרנות השקעה פרטיות והשקעות ישירות בנכסים לא סחירים), עדיף בממוצע על ניהול "פסיבי" וזול של תיקי השקעה לטווח ארוך. נושא זה יידון בפירוט בהמשך פרק זה.

לסיכום, דווקא על רקע המחלוקות המתוארות לעיל, נראה שיש חשיבות ביצירת תנאים לכך שהחוסך יוכל לבחור בחירה מושכלת, ככל האפשר, לגבי מאפייני החיסכון המתאימים לו ובפרט לגבי היקף החשיפה של תיק החיסכון שלו להשקעות בלתי סחירות ויקרות יחסית.

כמה מיתוסים על ניהול החיסכון ארוך הטווח בישראל

ניהול אקטיבי של החיסכון מייצר תשואה עודפת - לא מדויק

על סמך נתונים מקיפים ביותר על התשואה החודשית של כל הגופים המוסדיים בישראל מאז 2008, ארבע קרנות סל, או ארבעה גורמי סיכון (מניות בארץ, מניות בחו"ל, אג"ח ממשלתיות בישראל ואג"ח קונצרניות בישראל) מסבירים מעל ל-90% משונות התשואה על פני זמן. בחלק מהמקרים, נמדדת "אלפא ברוטו" (עודף תשואה בניכוי החשיפה לארבעת גורמי הסיכון האלה) קטנה וחיובית. את חלקה אפשר לייחס לחשיפה לגורמי סיכון שאינם "נתפשים" על ידי ארבע קרנות הסל (גורמי הסיכון) לעיל, כגון אג"ח ממשלתיות עם מח"מ ארוך מאד או אג"ח קונצרניות של חברות קטנות/חברות בסיכון. חלק אחר מן ה-"אלפא" הנמדדת קשור, כנראה, בהשקעות לא סחירות (ופרמיית הנזילות הנובעת מהן ו/או חשיפה לגורמי סיכון נוספים). עם זאת, ה-"אלפא נטו" (בניכוי דמי ניהול והוצאות) קרובה לאפס ולעתים אף שלילית. שימוש במספר גדול יותר של קרנות סל (גורמי סיכון) מפחית עוד יותר את ה-"אלפא" המחושבת.

קרנות השקעה פרטיות (VC, PE וכיו"ב) מייצרות תשואה עודפת משמעותית וחשובה לתשואת

תיק החיסכון כולו - לא נכון

על פי נתונים על זרמי כספים מתוארכים אל ומאת מאות קרנות השקעה פרטיות שנכללו בתיקי החיסכון של הגופים המוסדיים הגדולים בישראל בעשור האחרון, התשואה הממוצעת באפיק זה לא הייתה טובה. דרך המדידה המקובלת כיום בספרות המדעית בנושא זה מבוססת על השוואה ל- Public Market Equivalent (או PME), ולא על מדדים שהוכחו כבעייתיים מאד כגון IRR או Cash Multiples. בחישוב ה-PME, משווים את התשואה בפועל שאפשר היה לקבל מהשקעה בקרן כלשהי לתשואה שאפשר היה לקבל מהשקעת אותם סכומים, באותם תאריכים, במדד מניות כלשהו, למשל מדד ה-S&P 500 או מדד המניות בתל אביב. הנתונים בפועל לגבי כלל ההשקעות של הגופים המוסדיים הגדולים בישראל בקרנות השקעה לסוגיהן מצביעים על PME ממוצע של כ-1 כשמדד הייחוס הוא מדד המניות בתל אביב, ומדד PME נמוך מ-1 כשמדד המניות שאליו ההשקעה משווית הוא מדד ה-S&P 500. ממצא זה מסתיר שונות ניכרת בין קרנות שונות, בין סוגי קרנות השקעה, ובין תקופות שונות, אבל כמכלול, ההשקעה באפיק הזה לא הניבה תשואה עודפת, או הניבה תשואה נחותה, בהשוואה להשקעה נזילה ופחות מסוכנת במדדי מניות מרכזיים (ראה דיון בסיבות האפשרויות לכך בגוף הטקסט).

ההשקעות הלא סחירות הישירות (בהלוואות פרטיות או בנדל"ן, לדוגמה) יקרות מאד לביצוע;

השקעות אלה מבוססות על "ניצול הזדמנויות" ולכן אינן ניתנות לצפייה מראש – שני חלקי

המשפט אינם נכונים

על סמך נתונים על חמש השנים 2015-2019 (כולל) לכלל הגופים המוסדיים בישראל, העלויות האלה זניחות. הן בסדר גודל של מ-0.01% (מאית האחוז) מתיק הנכסים ולעתים פחות מזה. יש עליה קלה ב-2018/19 לעומת שלוש השנים הראשונות, אך עדיין מדובר בעלויות נמוכות מאד. השונות של העלויות האלה על פני זמן נמוכה גם כן.

עקרונות המדיניות המוצעת על ידי הוועדה

הוועדה הגיעה למסקנה, לאחר שמיעת עדויות ועיון בחומרים נוספים, שסוגיית ההוצאות הישירות היא "קצה הקרחון" של בעיות העומק במערכת החיסכון הפנסיוני בישראל. על כן, בהמלצותיה, הוועדה מציעה כיוונים לפתרונות למה שהיא רואה ככמה מבעיות היסוד במערכת זו. כך, במקום הצעה לערוך שינויים כאלה או אחרים במגבלה הקיימת על העלויות שיכול מנהל החיסכון הפנסיוני להשית על החוסך, הוועדה מציעה שינויים ושיפורים בשוק החיסכון ארוך הטווח בישראל. שינויים אלה יביאו, כך מקווים חברי הוועדה, למצב שבו מגבלה שרירותית מן הסוג הקיים היום לא תהיה נחוצה עוד.

ראשית, כפי שעולה מן המבוא לדו"ח זה, בשוק תחרותי משוכלל לא היה צורך במגבלה על ההוצאות הכרוכות בניהול ההשקעות. מכיוון שיש קושי לקיים שוק תחרותי יעיל בענף החיסכון הפנסיוני בישראל, בעיקר בגלל אופיו ארוך הטווח של המוצר והאסימטריה במידע בין "מוכרים" ל"קונים", המלצות הוועדה נועדו לשיפור התחרות והשקיפות בענף כך שהמגבלה על ההוצאות תתייתר. בפרט, על רקע הוויכוח הקיים, גם באקדמיה וגם בין אנשי המעשה, על הערך שבהשקעות "יקרות" יחסית ועל האופן שבו העלויות הכרוכות בהשקעות אלה מושתות על החוסך, הוועדה מבקשת להציע מנגנונים שנועדו להביא לכך שהתמריצים הישירים והעקיפים (הנובעים מלחצים תחרותיים) של מנהלי החיסכון בבואם להחליט על השקעות בכלל, והשקעות הכרוכות בהוצאות גבוהות בפרט, יהיו קרובים ככל האפשר לאלה של החוסך. במצב כזה, הקצאת הכספים לאפיקי ההשקעה השונים תתאים להעדפות החוסך, בלי שתהיה הקצאת יתר או הקצאת חסר להשקעות באפיק מסוים.

הוועדה מציעה ליישם את הצעותיה ביחס לכל אפיקי ההשקעה ולא רק בנוגע להשקעות בלתי סחירות או השקעות יקרות אחרות, משום שלדעת חברי הוועדה יש חשיבות לזהות אינטרסים בין מנהל החיסכון לחוסך בכל החלטות ההשקעה ולא רק בהשקעות מסוג מסוים. מעבר לחשיבות התרומה של הצעדים המוצעים לשיפור התחרות, הוועדה רואה ערך כשלעצמו בשיפור המידע לחוסך ובניסיון לתת לו יכולת בחירה מושכלת, ככל האפשר, לגבי אופן ניהול חסכוניותו והחיסכון הפנסיוני שלו בפרט.

להלן עיקרי המלצות הוועדה :

1. שינוי של מבנה דמי הניהול ומעבר, בסופו של דבר, למחיר יחיד וידוע מראש, הכולל גם את דמי הניהול וגם את ההוצאות לסוגיהן, ומחושב כשיעור מהצבירה בלבד;
2. עידוד מסלולי השקעה פסיביים בעלות נמוכה שכל אחד מהם יעקוב אחרי מספר (ייתכן אפילו מספר גדול) של מדדי מניות ומדדי איגרות חוב מרכזיים בארץ ובעולם (המלצה זו מחייבת דמי ניהול דיפרנציאליים שיאפשרו את הוזלת המסלולים הפסיביים בהשוואה למסלולים אחרים);
3. מתן אפשרות לגופים המוסדיים להציע מסלולי השקעה עם דמי ניהול מבוססי ביצועים, שיחושבו באופן סימטרי על בסיס ארוך טווח מעל ומתחת למדדי ייחוס;
4. שיפור שקיפות המידע המוצג לרשות המפקחת ולחוסך, גם בדיווחים התקופתיים וגם באתרי האינטרנט הרשמיים, בפרט בכל הנוגע לתשואות של קרנות ההשקעה הלא-סחירות;
5. שיפור הליכי החלטה של ועדות ההשקעה של הגופים המוסדיים בכל הנוגע להשקעה בקרנות השקעה לא סחירות, ושיפור יכולות הפיקוח של רשות שוק ההון באופן כללי ובפרט על השקעות באפיקים אלה.

משמעותן של המלצות (1)-(3) היא יצירת שלושה סוגים של מסלולי חיסכון פנסיוני (תיקי השקעות): פסיבי, אקטיבי (דומה למסלולים הכלליים הקיימים היום) ומסלול הכולל תמריצים (דמי ניהול מבוססי ביצועים). כל אחד מהמסלולים יכלול "תתי-מסלולים" (מותאמי גיל למשל, או שונים בהיבטים אחרים כמו, לדוגמה,

מסלול הלכתי) וכולם יתבססו על מנגנון תמחור פשוט וידוע מראש. שלושת מסלולי החיסכון האלה, יחד עם השיפורים בשקיפות ובפיקוח (סעיפים 4-5) ישפרו, כך מקווים חברי הוועדה, את רמת התחרות בענף החיסכון הפנסיוני ואת התמריצים של מנהלי החיסכון לקבל החלטות השקעה המתאימות לחוסכים.

מסלול בדמי ניהול בשיטת "הכל כלול"

כיום מרבית הכספים במוצרי החיסכון הפנסיוני מנוהלים על ידי הגופים המוסדיים במסלולים "כלליים". המסלול המוצע כאן נועד להחליף את המסלולים "הכלליים" הקיימים היום ומיועדים לחוסכים עם מאפיינים מגוונים. המסלולים הכלליים הם תיקי השקעה המנוהלים אקטיבית, הכוללים גם נכסים סחירים וגם השקעות באפיקים בלתי סחירים. במסלולים הכלליים החוסך משלם כיום דמי ניהול מהפקדה ודמי ניהול מצבירה בשיעורים ידועים מראש, ובנוסף "הוצאות ישירות" המושטות עליו בדיעבד בשיעור שאיננו ידוע מראש.

המודל הרצוי בעיני הוועדה הוא מודל תמחור שבו כל ההוצאות תכללנה במחיר יחיד שיהיה ידוע מראש, שיקבע כשיעור מהצבירה, ויאפשר לחוסך השוואת עלויות קלה יחסית. מחיר כזה יחליף את שלושת המחירים הנהוגים היום. ריבוי המחירים הקיים עלול לפגוע לא רק ביכולת של הצרכן להשוות מחירים בין יצרנים (גופים מוסדיים) שונים, אלא גם עשוי לאפשר, בתנאים מסוימים, ליצרן (הגוף המוסדי) להעביר לכיסו חלק גדול יותר מ"עודף הצרכן" בהשוואה למה שהוא יכול לעשות כשיש בידיו מחיר אחד (Two-Part Tariff).²⁹ בנוסף, המעבר למודל של מחיר כולל יחיד ייצור קישור טוב יותר בין התיאוריה הכלכלית, שלפיה אין הבדל בין הוצאות מסוגים שונים הדרושות לייצור המוצר או השירות, לבין התמחור בפועל. תרומה אפשרית נוספת של המעבר למחיר יחיד ידוע מראש, הכולל גם את רכיב ההוצאות, היא בכך שבמקום לפעול על סמך מגבלה שרירותית ואקסוגנית של תקרת הוצאות שקבעה הרשות המפקחת, ובמקום ניצול הזדמנויות השקעה באופן "ספונטני" והשתת עלויות על החוסך בדיעבד, כל מנהל חיסכון פנסיוני יקבע לעצמו מראש את מדיניות ההשקעה שלו וממנה יגזרו מגבלת התקציב להשקעות השונות ודמי הניהול (ובכללם ההוצאות) שייגבו מהחוסך. לפיכך, המודל המוצע יוכל להשיג שתי מטרות: האחת היא המעבר מתמחור שחלקו בדיעבד (*Ex Post*) לתמחור שכולו נקבע מראש (*Ex Ante*); והשנייה, מעבר מתמחור מורכב לתמחור חד-פרמטרי פשוט. המלצה זו עולה בקנה אחד עם המלצות ה-OECD לרפורמה במערכת הפנסיה במדינות החברות כדי להימנע ממה שהם מכנים "complex and opaque charges".³⁰

למרות יתרונותיו של המודל המוצע, הוועדה מודעת לכך שיישומו מעורר מספר קשיים משמעותיים:

ראשית, אין אפשרות להגיע למצב שבו מחיר אחד באמת יכלול "הכל". כפי שתואר קודם, ייתכן שישנן שתי אפשרויות לביצוע השקעה בנכס כלשהו, האחת באמצעות חברה סחירה (כשהתשלום למנהל או למתווך משתקף במחיר המניה), והשנייה באמצעות קרן השקעות פרטית שבה השותף המנהל (ה-GP) גובה, כנהוג בקרנות כאלה, 2% מסך הנכסים ועוד שיעור מסוים (20% בדרך כלל) מן הרווחים. במקרה כזה, נראה שרק התשלום הקבוע מתוך הנכסים שגובה ה-GP יכלול בדמי הניהול שיוכרוזו מראש. אי אפשר יהיה לכלול במחיר עלויות המשתקפות במחירו של נכס סחיר (וגלויות ממילא), ודמי ההצלחה למנהלי קרנות הידועים רק בדיעבד ומנוכים מן התשואה.

²⁹ תיאורטית, מחיר אחד יכול להקל לא רק על הצרכנים בהשוואת מחירים, אלא גם על היצרנים ביצירת קרטל (collusion). בנוסף, התיאוריה לגבי two-part tariff במצב שבו יש ריבוי מוכרים (אוליגופול) איננה חד משמעית כפי שהיא במצב של מוכר יחיד (מונופול). למרות הסתייגויות אלה, הוועדה מאמינה שבשוק החיסכון הפנסיוני הרווח לצרכנים מפישוט התמחור יהיה גבוה מהרווח ליצרנים.

³⁰ פרק 3, עמ' 86, מתוך [OECD Pensions Outlook 2018](#).

שנית, הכללת ההוצאות בדמי הניהול מהווה שינוי משפטי, העלול גם להשפיע על חובות מנהלי ההשקעות והזיקה בינו לבין ניהול ההשקעות. במצב הקיים כיום, ההוצאות לביצוע השקעות נגבות מכספי החוסכים, ולא מקופתו של מנהל ההשקעות. לפיכך, הוצאה הכרוכה בביצוע השקעה מנוכה במישרין מן התשואה לחוסכים. במצב שבו ההוצאות יהיו חלק מדמי הניהול, ההוצאות לביצוע השקעות ימומנו מקופתו של מנהל החיסכון הפנסיוני (אשר אמור היה לשקלל אותן מראש בדמי הניהול). לפיכך, להוצאות אלו כלל לא תהיה השפעה על התשואה לעמיתים. ניקח לדוגמא בחירה בין שתי ההשקעות הבאות:

| השקעה ב' | השקעה א' | |
|----------|----------|-------------------|
| 2 | 0 | עלות |
| 11 | 10 | תשואה |
| 9 | 10 | תשואה בניכוי עלות |

במצב כיום, השקעה ב' תניב תשואה של 9 ש"ח לחוסכים (כיוון שהעמיתים הם אלו שנושאים בעלות של 2 ש"ח). במצב שבו ההוצאות מהוות חלק מדמי הניהול, השקעה ב' תניב תשואה של 11 לחוסכים (החברה המנהלת היא זו שאמורה לממן את ההשקעה; במקביל, היא אמורה להיערך מראש ולגלם את העלות בדמי הניהול). להבחנה זו יש השפעה אפשרית על אופי חובות הנאמנות של מנהלי החיסכון ועל הבחירה בין שתי ההשקעות. מנהלי החיסכון נדרשים לפעול להשאת נכסי החוסכים כאשר רק שיקולי החוסכים נגד עיניהם. במצב הקיים היום, שבו ההוצאות מהוות חלק מנכסי החוסכים, על מנהלי החיסכון (הנדרשים לנקוט אמצעים סבירים לשם שמירת נכסי החוסכים) לשקלל גם את מרכיב העלות בעת ביצוע השקעה. לפיכך, בדוגמא הזו, במצב הקיים היום, השקעה א' עדיפה כי היא מציעה תשואה נטו גבוהה יותר לחוסכים מאשר השקעה ב'. לעומת זאת, במצב שבו ההוצאות מושטות על מנהל החיסכון, עליו לכאורה לבחור השקעות בהתעלם מן ההשפעה הצפויה לבחירה על קופתה של החברה המנהלת. לכן, יהיה עליו לכאורה לבחור בהשקעה ב' (אלא אם כן יחול שינוי בטיב החובות המוטלות על מנהלי ההשקעות).

לבסוף, בעיה מרכזית ביישום מודל התמחור הכולל, המועדף על חברי הוועדה, היא קיומם של חוסכים רבים, שלהם הסכמים חוזיים לטווח ארוך הכוללים התחייבות לדמי ניהול לפי מודל התמחור הקיים – מהפקדה ומצבירה, עם הוצאות הנגבות בנפרד בדיעבד.³¹ מעבר למבנה תמחור חדש עלול לחייב שינוי של חוזים קיימים אלה בחקיקה (מהלך שעשוי להיות בעייתי), או יצירת מצב שבו לחוסכים קיימים יהיה חוזה מסוג "ישן" (מבחינת אופי דמי הניהול וההוצאות) ולחוסכים חדשים יהיה חוזה מסוג חדש, עם דמי ניהול כוללים וללא אפשרות לגבות הוצאות ישירות. במצב כזה, כך נטען בפני הוועדה, עלולים להיווצר קשיים תפעוליים ואחרים (למשל בכל הנוגע להצגת התשואה) הנובעים מכך שלחוסכים באותו מסלול השקעה יהיו חוזים מסוגים שונים.³²

הפתרונות שהוועדה מציעה לשקול לשיפור ופישוט מערכת התמחור הקיימת מתבססים על הבחנה בין "מחיר יחיד אמת" ו"מחיר יחיד הצגתי".

"מחיר יחיד אמת" הוא תמחור על בסיס מחיר יחיד, ידוע מראש, הכולל בתוכו גם את כל רכיבי ההוצאות (דמי ניהול למנהלים חיצוניים והוצאות על ביצוע עסקאות); במודל תמחור זה מנהל החיסכון מתכנן את

³¹ הסכמים ארוכי טווח כאלה נפוצים במיוחד בתכניות ביטוח החיים ובהסכמים קולקטיביים בין גופים מוסדיים (לא רק בתחום ביטוח החיים) לועדי עובדים.

³² בענף החיסכון הפנסיוני היו כבר מצבים של הבדלים בין "חוסכים מדור א' וחוסכים מדור ב'" (למשל בקרנות הפנסיה, עם המעבר לקרנות החדשות), אך בדרך כלל אלה לא התרחשו בתוך אותו מסלול חיסכון.

ההוצאות הנובעות ממדיניות ההשקעות שלו וכולל את כולן בדמי הניהול הנגבים מראש. בנוסף, במודל זה אין דמי ניהול מהפקדות ואין הבחנה בין הוצאות מסוגים שונים. יודגש שמודל תמחור זה איננו מאפשר גביה בדיעבד של רכיבי עלות כלשהם, ואיננו מתיר ריבוי פרמטרים שהחוסך נדרש לשקלל.³³ מחיר יחיד כזה הוא, לדעת הוועדה, צורת התמחור הרצויה ביותר בטווח הארוך.

"מחיר יחיד הצגתי" הוא המשך חישוב דמי הניהול וההוצאות כפי שהן היום (על בסיס הפקדות, צבירה והוצאות), כשאלה מתורגמים ומוצגים תמיד כעלות כוללת במונחי אחוזים מהצבירה. המחיר ההצגתי הכולל יוצג בכל אינטראקציה בין הגוף המוסדי, או בין מתווך או יועץ פנסיוני, לבין החוסך, וכן באתרי האינטרנט של הגוף המוסדי ושל הרשות המפקחת. כחלק ממודל תמחור זה, הגוף המוסדי יחויב להציג בכל שנה תחזית מחייבת ביחס לשנה הבאה של שיעור ההוצאות הישירות שייגבה, ויהיה רשאי לסטות ממנה בפועל בשיעור נמוך שייקבע מראש בתקנות. כדי לאפשר לחוסך השוואת מחירים נוחה בין יצרנים שונים באתרי "גמל נט" ו-"פנסיה-נט" ובדוחות התקופתיים יוצג לחוסך גם המחיר הכולל (במונחי אחוזים מהצבירה) שמשלמים חוסכים בעלי מאפיינים דומים מבחינת יתרת צבירה ושיעורי הפקדות. יודגש כי גם במודל תמחור זה הגוף המוסדי מתחייב מראש לשיעור ההוצאות שהוא מתכוון לגבות מהחוסך, בדיוק כמו במודל המחיר היחיד האמתי, אולם במודל ההצגתי ההוצאות הישירות תשארנה סעיף נפרד (ויגבו מנכסי הקופה) ומובחן מדמי הניהול האחרים (השייכים לגוף המנהל). כמו כן, במודל זה, תתכן סטייה בדיעבד בין העלות בפועל (שתקבע לפי מודל התמחור הקיים) לבין העלות החזויה, גם במקרה של שינוי בהוצאות וגם במקרה של שינוי בהפקדות החוסך (למשל, עקב עליית שכר או אבטלה). סטיות משמעותיות יחייבו הסבר לחוסך ולרשות המפקחת.³⁴

בשתי הגרסאות של המחיר היחיד, תוכל הרשות המפקחת לקבוע (כפי שמעוגן כיום בתקנות), שסך דמי הניהול לא יעלו על שיעור מקסימלי שייקבע.

אופציית המחיר ההיברידי – אופציה זמנית למחיר יחיד הכולל הכל מלבד הוצאות הכרוכות בביצוע עסקות בנכסים ספציפיים: במודל תמחור זה, כל ההוצאות נכללות מראש בדמי הניהול כמו במודל המחיר היחיד האמתי, להוציא עלויות הכרוכות בביצוע עסקאות ספציפיות. בנכסים סחירים מדובר בעמלות קניה ומכירה ובדמי משמרת, ובנכסים לא סחירים, מדובר על עלות הקמת הלוואות לא-סחירות והוצאות ישירות הקשורות בהשקעה ישירה בנכסי נדל"ן. לא יכללו בקטגוריה זו הוצאות הקשורות בניהול כספים חיצוני מכל סוג.³⁵ קונצפטואלית, ניתן לטעון שהגדרת ההוצאות הישירות במתכונתה היום כוללת בתוכה שני נושאים קשורים, אך נבדלים זה מזה. הראשון הוא העברת כספים לניהול חיצוני (פעולה הכפופה היום לתקרת ה-0.25%); השני הוא עלויות עסקה לסוגיהן, בנכסים סחירים ושאינם סחירים, שאינן כפופות היום למגבלה כלשהי.

כמותית, עלויות העסקה הן נמוכות ומסתכמות בממוצע בכ-0.03% בשנה (שרובן המכריע נובע מעלויות עסקה בנכסים סחירים), עם שונות מינימלית על פני זמן, כך שהוועדה איננה רואה כל קושי לכלול גם את ההוצאות האלה בדמי הניהול הידועים מראש. עם זאת, מכיוון שאלה הוצאות שהן ספציפיות לביצוע עסקאות מסוימות, ניתן, אולי, לטעון שראוי לקזז אותן מהתשואה הנובעת מעסקאות אלה (על ידי גביית

³³ במודל זה מנהל החיסכון יעביר את כל דמי הניהול, שיירשמו כהכנסה לחשבון, וירשום הוצאות לניהול השקעות כהוצאה. התשואה לעמית תדווח בניכוי דמי הניהול.

³⁴ שלושת רכיבי התמחור הקיימים יהיו זמינים לחוסך שירצה לבחון אותם באזור האישי שלו באתר מנהל החיסכון שלו לצורך בדיקה של קיום החוזה מולו. במודל זה ניתן גם לקבוע תקרה להוצאות (במקום תוחלת). במקרה זה, הוצאה הנמוכה משמעותית מהתקרה תלווה בהסבר (למשל, שינוי בהזדמנויות ההשקעה או שינוי נסיבות אחר).

³⁵ ניתן להחליט אם לכלול בהוצאות העסקה גם הוצאות במהלך חיי העסקה כגון שמאות או הוצאות משפטיות אם יש כשל בהלוואה לא סחירה.

הוצאות אלה מהחוסך). במודל המוצע, הגוף המוסדי יתחייב מראש שסך ההוצאות בקטגוריה זו לא יעלה על שיעור שייקבע מראש, אבל עלויות אלה ייגבו על סמך הוצאות בפועל. הוועדה מציעה שבשלב מאוחר יותר, מכיוון שמדובר בהוצאות זניחות עם שונות נמוכה, הן ישולבו במחיר הכולל היחיד.

מכיוון שמודל התמחור "ההיברידי" מבחין בין עלויות הנובעות מהעברת כספים לניהול חיצוני לבין עלויות עסקה, ניתן, לכאורה, לשלב בו רכיבים נוספים. למשל, ניתן להחליט שעל הכספים המועברים לניהול חיצוני ייגבו דמי ניהול מופחתים כדי למנוע מצב של תשלום "כפל דמי ניהול" לגוף המוסדי ולמנהל החיצוני.

הוועדה מציעה, אם כן, לפשט את התמחור של מוצרי החיסכון הפנסיוני באחד מן האופנים הבאים:

1. מחיר יחיד אמתי לחוסכים חדשים (שמתניידים או מתחילים לחסוך לראשונה) ומחיר יחיד הצגתי לחוסכים קיימים.
2. מחיר יחיד הצגתי לכל החוסכים (כפתרון זמני, תוך קביעת תאריך יעד למעבר למחיר יחיד אמתי).
3. אפשרות לשקול גם שימוש זמני במחיר ההיברידי המבחין בין עלויות ניהול חיצוני ועלויות עסקה ומתיר גביית עלויות הנוגעות לעסקאות ספציפיות בדיעבד.

המעבר למחיר כולל, גם אם הצגתי, עלול להוות תמריץ למנהל החיסכון לשנות את החוזים הנחתמים מול המתווכים השונים שלשירותיהם הוא נזקק לצורך ביצוע ההשקעות. כך למשל, אפשר לדמיין חוזה עם GP של קרן השקעות שיחליף תשלום קבוע של 2% מהנכסים ו-20% מהרווחים בתשלום של 40% מהרווח בלבד (כלומר, עלויות גלויות נמוכות בהווה הבאות על חשבון תשואה עתידית נמוכה). אפשר לדמיין השקעה בנדל"ן שבה העלויות (השמאי, עורך הדין וכיו"ב) אינן מוצגות כחלק מהמחיר אלא מנוכות מהתשואה בדיעבד. לא ברור באיזו מידה הבעיה הזו חמורה; נראה שאפשרויות לחוזים מן הסוג שתואר כאן קיימות, בעיקר, במו"מ עם קרנות השקעה ומתווכים ישראלים קטנים, ופחות סבירות במשא ומתן עם קרנות השקעה גדולות בחו"ל, שתנאי ההסכמים אתן פחות פתוחים למשא ומתן. בנוסף, חוזים מן הסוג שתואר לעיל מחייבים את מנהל הקרן, ה-GP, לשאת בסיכון משמעותי וייתכן שהוא לא יהיה מעוניין בכך. לבסוף, פיקוח יעיל יכול לצמצם את מידת הגמישות בניסוח חוזים מן הסוג שתואר לעיל. כך למשל, בדומה לפיקוח המדגמי הקיים היום על פוליסות ביטוח, הוועדה ממליצה על פיקוח מדגמי של רשות שוק ההון כדי לוודא שאין הטיה שיטתית לכיוון חוזים עם מחיר גלוי/מדווח נמוך ותשואה נמוכה בדיעבד. כמו כן הרשות תפקח גם על סטיות בדיעבד ממדיניות ההשקעה שנקבעה מראש (המתבטאת בפער בין העלויות החזויות לעלויות בפועל).³⁶

מסלולים "פסיביים" ("קרן עוקבת שווקים בדמי ניהול נמוכים")

הוועדה ממליצה כי הרשות תעודד את הקמתם של מסלולי השקעה פסיביים שיכללו השקעות באפיקים סחירים בלבד באמצעות שילוב של כמה קרנות של שיעקבו אחרי מגוון מדדי אג"ח ומניות בארץ ובחו"ל.³⁷ במסלולים אלה יהיו דמי ניהול נמוכים יחסית למקובל היום, שיהיו במתכונת של מחיר מאוחד, "כולל הכל",

³⁶ תוספות אפשריות שיש לשקול במסגרת המהלכים לפישוט מודל התמחור: 1. בתקופת המעבר עד ליישום מודל התמחור החדש, ניתן לשקול את הארכת המגבלה הקיימת. ניתן לשקול גם את המשך ההסדר הקיים לרכיבים קיימים בתיקי ההשקעה ואיסור גביית הוצאות על רכיבים חדשים. 2. לחוסכים ה-"נעולים" בחוזים ארוכי טווח, למשל בביטוחי החיים, שלא יוכלו לעבור למודל התמחור החדש, ניתן לשקול איסור גביית הוצאות ישירות בנקודת זמן כלשהי בעתיד, גם אם בתוכניות אלה לגוף המוסדי לא תהיה אפשרות להעלות את דמי הניהול כדי לכלול הוצאות אלה. 3. ניתן לשקול להוסיף סימון למסלולי ההשקעה בחיסכון ארוך הטווח, בדומה לזה הנהוג בקרנות הנאמנות, שיהווה מחויבות למדיניות השקעה מסוימת (למשל, להשקעה של 10% בנכסים אלטרנטיביים).

³⁷ כיום יש מספר קטן של קרנות השתלמות ומכשירי חיסכון אחרים המוגדים כ"פסיביים" אך אלה עוקבים בדרך כלל אחרי מדד (מניות) אחד בלבד, כגון מדד ה-S&P 500.

גם את ההוצאות הצפויות על כל סוגיהן, וייגבו כשיעור קבוע מהנכסים הצבורים של החוסך. במסלול זה לא תהיה גביית דמי ניהול מהפקדה, ולא תהיה השתתפות עלויות על החוסך בדיעבד.³⁸

התכלית העיקרית של מסלול זה היא לייצר עוגן תחרותי ("בנצ'מרק") שיציג אלטרנטיבה פשוטה להשקעות האקטיביות (קניה ומכירה של מניות או אגרות חוב בודדות כחלק מההשקעה באפיקים סחירים) ולהשקעות היקרות (בעיקר בנכסים אלטרנטיביים לא סחירים) המקובלות היום.

כפי שצוין לעיל, בספרות האקדמית ובעולם ניהול ההשקעות קיימת, מזה כמה עשורים, מחלוקת על הערך שבניהול השקעות אקטיבי הכרוך בעלויות וקיים ספק לגבי היכולת שלו לייצר תשואה עודפת מעבר לגורמי הסיכון (בהשוואה לעקיבה פסיבית אחרי מדדים) באופן שיטתי על פני זמן. העדויות לגבי השקעה במניות בארה"ב מצביעות על כך שהשקעה פסיבית עדיפה על אקטיבית בדרך כלל. סטטיסטית, מובן שבכל שנה יש שיעור מסוים (נמוך) של קרנות אקטיביות המייצרות תשואה העולה על תשואת מדדי המניות, ואולם אין שום דרך לזהות מראש את הקרנות האלה ואין עקביות בביצועיהן על פני זמן, כלומר, אין כל אינדיקציה שקרן אקטיבית שהשיגה תשואה הגבוהה מתשואת המדד בשנה מסוימת תוכל לעשות זאת שוב בשנה שלאחר מכן.³⁹ בשוקי מניות אחרים, נטען שככל שהשוק מפותח יותר והאינפורמציה הגלומה במחירי המניות מקיפה יותר, הערך של השקעה אקטיבית נמוך יותר. השקעה כזו יכולה להצליח בשווקים פחות מפותחים ונזילים כגון שווקים מתעוררים.⁴⁰

על פי אומדנים שערכה הוועדה על סמך נתונים מן העשור האחרון, מסלול השקעה פסיבי, הכולל ארבע עד שבע קרנות סל סחירות העוקבות אחרי מדדי מניות ואגרות חוב בארץ ובעולם, היה יכול להשיג תשואה נטו שאינה שונה במובהק מהתשואה נטו הממוצעת שהושגה בפועל באמצעות ניהול אקטיבי במסלולים הכלליים. זאת למרות שבמסלולים אלה מוחזקים, לעתים, למעלה מאלף נכסים שונים.⁴¹ ספציפית, מגוון גדול מאד של חישובי "אלפא" לתיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל בעשור האחרון – מדד לתשואה מעל ומעבר לחשיפה לגורמי סיכון מרכזיים (כגון, מניות בישראל ובחו"ל, אג"ח ממשלתיות ואג"ח קונצרניות) – מצביע על כך שבממוצע, ה"אלפא" בניכוי דמי הניהול במסלולים הכלליים האקטיביים איננה שונה במובהק מאפס. יש, כמובן, שונות מסוימת בין סוגים שונים של חיסכון פנסיוני (בביטוחי החיים המשתתפים ברווחים ה"אלפא" הנמדדת לפני ניכוי דמי הניהול נוטה להיות גבוהה יחסית), ובין תקופות שונות (ה"אלפא" הנמדדת נוטה לרדת במהלך העשור האחרון); ראה דיון מפורט בנושאים אלה בפרק ד' וכן ב-Hamdani et al. 2017.⁴² בנוסף, החישובים שערכה הוועדה, שלפיהם מספר קטן יחסית של קרנות סל סחירות על מדדי מניות ואג"ח מרכזיים מאפשר לחקות בקירוב טוב את תשואות המסלולים הכלליים בעשור

³⁸ ביטול האפשרות לגביית דמי ניהול מהפקדה, גם במסלול זה וגם במתווה ה"מחיר היחיד האמיתי" שתואר לעיל, מעלה חשש לגבי חוסכים עם צבירה נמוכה והאפשרות שלגופים המוסדיים לא יהיה כדאי להציע לחוסכים כאלה שירותי חיסכון פנסיוני. פתרונות אפשריים לבעיה זו כוללים דמי ניהול בסכום מינימלי שייגבו בכל מקרה, היתר לגביית דמי ניהול מהפקדה לתקופה מוגבלת בזמן מחוסכים חדשים, סיבסוד החוסכים בעלי הצבירה הנמוכה על ידי חוסכים אחרים בקרן או על ידי המדינה, המחייבת אותם בחיסכון פנסיוני ועוד. באותו הקשר, יש לשקול גם התאמות בתקרות דמי הניהול המותרות לגבייה למקרה שבו לא ייגבו עוד דמי ניהול מהפקדה.

³⁹ ראה למשל עמ' 2 כאן: [SPIVA Scorecards: An Overview \(spiglobal.com\)](https://www.spiglobal.com/SPIVA-Scorecards-An-Overview). מספר קטן של מניות מתוך מדד מניות רחב מייצרות תשואה גבוהה מאד והסיכוי לזהות ולבחור את המניות האלה באופן שיטתי על ידי מנהלי השקעות נמוך.

⁴⁰ ראה Dyck, A., Lins, K., Pomorski, L. (2013), Does Active Management Pay? New International Evidence. *Review of Asset Pricing Studies*, 3(3), 200-228.

⁴¹ אפשר להשיג באמצעות השקעה פסיבית גם תשואות העולות על אלה שהושגו בפועל בניהול אקטיבי, תוך הגדלת הסיכון, כמובן. ניתן היה לעשות זאת, למשל, על ידי הגדלת משקלה של קרן הסל העוקבת אחרי מדד ה-S&P על חשבון קרן סל העוקבת אחרי מדד של אגרות חוב.

⁴² Hamdani, A., Kandel, E., Mugeran, Y. & Yafeh, Y. (2017). "Incentive Fees and Competition in Pension Funds: Evidence from a Regulatory Experiment in Israel", *Journal of Law, Finance and Accounting*, 2(1), pp. 49-86.

האחרון, מציבים רף תחתון לתשואות שאפשר יהיה להשיג בהשקעה פסיבית במציאות בעזרת שילוב של מספר גדול יותר של קרנות סל העוקבות אחרי מגוון של נכסים, כל זאת בעלות ניהול השקעות נמוכה מאד בהשוואה לעלויות הכרוכות בניהול אקטיבי. עדויות מן העולם עקביות עם הטענה הזו: למשל, Brown and Davis (2020) מראים שאפשר לשחזר, ואף לשפר, ביצועים של Target Date Funds (תכניות פנסיה עם תאריך יעד לפרישה, בדומה לנהוג בישראל), על ידי שילוב של מוצרים זמינים עוקבי מדדים.⁴³ מכיוון שככלל השקעה פסיבית מוכיחה את עצמה בשווקים יעילים, בעוד שבשווקים פחות נזילים, או שווקים של מדינות מתפתחות שיש בהם בעיות מידע, השקעה כזו עלולה להצליח פחות, ייתכן שהמסלולים הפסיביים יאמצו תמהילי השקעות המתאימים ליתרון היחסי שלהם. למשל, ייתכן שמסלולים אלה ישימו דגש על שווקים מפותחים בחו"ל על חשבון שווקים מתעוררים, או על מניות ואגרות חוב של חברות גדולות על חשבון אלה של חברות קטנות ואולי פחות נזילות. גם כך, מוצעים כיום מכשירים פיננסיים למעקב אחרי אלפי מדדים מגוונים שיאפשרו לבנות מגוון גדול של תיקי השקעה פסיביים.

הוועדה מבקשת לעודד את הגופים המוסדיים לפתח ולהציע מסלולים (תיקי השקעה) שיהיו מפוזרים על פני נכסים רבים, כשהקצאה לנכסים מסוגים שונים (Asset Allocation) מתעדכנת מדי פעם, בתדירות נמוכה, בתגובה למגמות ארוכות טווח, אך ללא ניסיון לבחור נכסים ספציפיים (מניות או אגרות חוב בודדות) או "לתזמן את השוק" (Market Timing). המגבלה היחידה שתחול על מנת שמסלול ייחשב כ"פסיבי" תהיה שמסלול כזה ישקיע את כספי העמיתים (פרט לאג"ח המיועדות, ככל שישנן), במוצרים עוקבי מדדים סחירים (ללא סיכון מנפיק).

הוועדה מקווה שיוצעו מספר מסלולים פסיביים בכל אחד ממוצרי החיסכון ארוכי הטווח, כאשר כל מסלול פסיבי יהיה עם תמהילי השקעה שונים ומגוונים לפי בחירת הגוף המנהל (למשל, מסלולים תלויי גיל, כשאחוז המניות בתיק עומד בדרישות הקיימות לגבי הסיכון המתאים לכל קבוצת גיל).

על מנת לעודד את חדירת המסלולים הפסיביים לשוק כמנגנון מחולל תחרות מבלי לאכוף רגולטורית על היצרנים להציע מוצרים כאלה, הוועדה ממליצה על נקיטת צעדים שינגישו את המסלולים הפסיביים לציבור החוסכים. למשל, ניתן לשקול את האפשרות שבמרכז הקרנות הנבחרות (קרנות "ברירת המחדל") שעורכת רשות שוק ההון מדי שנתיים יינתן דגש (או ניקוד נוסף, או "סלוטים") לגוף מוסדי שיציע מסלול השקעה פסיבי. שיקולים שאפשר לקחת בחשבון בהערכת הצעה למסלול פסיבי במכרז יכולים לכלול את מדיניות ההשקעה המוצעת (סוגי המדדים שהגוף המוסדי מציע לעקוב אחריהם),⁴⁴ תדירות השינויים בהרכב הנכסים וכיו"ב. מכיוון שהמכרז הוכיח את עצמו בעבר כמנגנון המעודד תחרות, נראה שיש הגיון לשקול להשתמש בו גם בהקשר הזה.⁴⁵

⁴³ בנוסף, נטען שאפילו באביב 2020, עם פרוץ משבר הקורונה, קרנות פסיביות ספגו הפסדים נמוכים יותר מאשר Target Date Funds. ראה:

Brown, D. & Davies, S. (2020). Off Target: On the Underperformance of Target-Date Funds. Brown, David C. and Davies, Shaun, Off Target: On the Underperformance of Target-Date Funds (October 8, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3707755> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3707755>. Shoven, J. B., & Walton, D. B. (2020). An Analysis of the Performance of Target Date Funds. NBER Working Paper 27971

⁴⁴ לאחרונה נטען ש – Niche ETFs העוקבים אחרי מדי מניות צרים יחסית ו"אופנתיים" נוטים ליצר תשואות מנוכות סיכון שהן נמוכות מאלה שניתן להשיג לאורך זמן תוך שימוש במדדים רחבים:

Ben-David, I., Franzoni, F., Kim, B. & Moussawi, R. (2021). Competition for Attention in the ETF Space. Fisher College of Business Working Paper No. 2021-03-001, Charles A. Dice Center Working Paper No. 2021-01, Swiss Finance Institute Research Paper No. 21-03, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3765063> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3765063>

⁴⁵ אלטרנטיבה שנשקלה, ונדחתה, על ידי הוועדה הייתה לחייב כל מנהל חיסכון פנסיוני להציע מסלול פסיבי. הסיבה לכך שהוועדה מעדיפה להשתמש במכרז קרנות ברירת המחדל היא שכך יוצעו מסלולים כאלה על ידי גופים הרואים

בנוסף, הוועדה ממליצה להתיר למנהל החיסכון לרכוש מוצרים עוקבי מדדים שהוא עצמו (או חברות הקשורות אליו) מנפיקים. רכישה כזו (ללא כפל דמי ניהול) לא תחשב לניגוד עניינים. הכוונה היא להביא לכך שהמסלולים הפסיביים יהיו כדאיים לגוף המנהל, כך שלא ייעשה מצדו (ומצד המתווכים בשוק) מאמץ להעביר חוסכים לאפיקי חיסכון יקרים יותר. יש סיכוי טוב שמסלולים כאלה יהיו כדאיים גם לבתי השקעות קטנים יחסית, לקופות מפעליות או בבעלות חברות, ואולי גם למנהלי חיסכון זרים, אם וכאשר יורשו לפעול בישראל.⁴⁶

לבסוף, הוועדה ממליצה לאפשר דיפרנציאציה משמעותית של דמי הניהול במסלולים שונים של אותו מוצר חיסכון פנסיוני, ולבחון את הצורך להחיל תקרה שונה על דמי הניהול הנגבים בין סוגי המסלולים השונים (כיום, מנהלי קרנות הפנסיה מחויבים להציע מחיר אחיד לכל מסלולי ההשקעה שבניהולם כגון מסלול כללי, מסלול מוטה מניות, מסלול הלכתי, וכיו"ב. הכלל הזה איננו תקף בקופות הגמל ובמסלולי הביטוח); הוועדה מציעה להתיר את המגבלה הזו.⁴⁷ הסרת המגבלה חשובה לא רק כדי לאפשר הזלה של המסלול הפסיבי בהשוואה למסלולים אקטיביים, אלא גם כדי לאפשר הצעה של, ותחרות בין, מסלולים שונים עם עלויות שונות (למשל, עם ובל נכסים לא סחירים הכרוכים בעלויות). כמו כן, ייתכן שעל מנת לעודד את הגופים המוסדיים להרחיב את היצע המסלולים הפסיביים, על רשות שוק ההון להתיר לגופים מוסדיים להציע מספר מרבי גבוה יותר מהמותר כיום (עשרה).⁴⁸

בכך פוטנציאל לרווח כלכלי, שינסו להביא לכך שהמסלול הפסיבי שיציעו יצליח. לעומת זאת, במצב שבו הקמת מסלול כזה היא חובה רגולטורית, קשה יהיה להבטיח שמנהלי החיסכון לא ינסו לעקר את התחרות הפנימית הזו מתוכן ולהעביר את החוסכים למסלולים אחרים.

⁴⁶ בניהול מוצר פנסיוני במסלול פסיבי, שנכסיו רשומים בחשבון נאמנות בישראל, אין סיכון של "הברחת הון" מישראל או של אובדן שליטה של הרשות המפקחת, ועל כן אין חשיבות לזהות הגוף המנהל, ובכלל זה מנהלים זרים. לפי כך, נראה שהמסלולים הפסיביים פותחים פתח להכנסה אחראית של גופים בינלאומיים לשוק הפנסיה בישראל. בדיקה מעמיקה של נושא זה איננה חלק מהדיון כאן.

⁴⁷ המסלולים הפסיביים יאפשרו דמי ניהול נמוכים בגלל הזלת ניהול ההשקעה. מובן שהעלויות הקבועות האחרות של ניהול החיסכון הפנסיוני (כמו מערך שירות או תשלומים) יישארו בעינם.

⁴⁸ [מסלולי השקעה בקופות גמל – תיקון, חוזר גופים מוסדיים 18-9-2020, רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון](#)

הגדרת מסלול פסיבי

מסלול פסיבי במוצר חיסכון המפוקח על ידי רשות שוק ההון (קרן פנסיה כללית, קרן פנסיה מקיפה, ביטוח חיים עם רכיב חיסכון, קופת גמל (לכל סוגיה), קרן השתלמות, חיסכון לכל ילד, פוליסת חיסכון) יוגדר ככזה אם יתקיימו בו כל התנאים הבאים במצטבר:

1. נכסיו יורכבו מהמרכיבים הבאים בלבד:
2. אג"ח מיועדות - בהתאם לחוק, למוצר ולחוסך
3. מזומן
4. מספר מוצרים עוקבי מדדים המפורסמים על ידי סוכנויות מארצות ה-OECD, והנסחרים בבורסות של אחת לפחות ממדינות ה-OECD על ידי גופים מוכרים ואשר בנויים ללא סיכונים מנפיק [לשיקול דעתה של רשות שוק ההון אם להוסיף מגבלה לגבי אופן השימוש בנגזרים למעקב אחרי מדדים].
5. [אפשרי: מהמדדים לעיל יוחרגו מדדים חדשים שנכסי הבסיס שלהם אינם סחירים - וזאת למשך שנה מיום פרסום מדד חדש].
6. חוזים לגידור שערי מטבע.

מסלולים פסיביים ומכרז הקרן הנבחרת ("ברירת המחדל")

על מנת לעודד את חדירת המסלולים הפסיביים, הוועדה מציעה לעניין מכרז הקרן הנבחרת:

1. במסגרת מכרז הקרן הנבחרת ייערך מכרז למסלול פסיבי אחד לפחות
2. אחד מהמסלולים הפסיביים יהיה מסלול ברירת המחדל בקרן הנבחרת, כלומר, חוסך שיצטרף לקרן הנבחרת, ינותב באופן אוטומטי למסלול פסיבי זה; המסלול הפסיבי יחליף את המסלול הכללי / תלוי הגיל שאליו מנותבים כיום חוסכים חדשים בקרנות נבחרות כברירת מחדל, ככל שהם לא בוחרים אחרת באופן אקטיבי
3. הקרן תורשה להציע מחירים שונים למסלולים שונים במסגרת המכרז
4. בנוסף לתנאי הסף, יינתן משקל להתאמת המסלול הפסיבי-ברירת המחדל לתיק המיועד לחיסכון פנסיוני, בהתאם למדיניות ההשקעות שיציג מנהל הקרן במכרז.

מסלול "תמריצי"

מסלול חיסכון כללי (לפי שיקול דעתו של מנהל החיסכון) עם דמי ניהול מבוססי ביצועים. הכוונה היא להביא לכך שלמנהל החיסכון הפנסיוני יהיה "Skin in The Game" (חשיפה לסיכון וגם חלק ברווחים) בכל החלטות ההשקעה שלו באופן שיקשור את טובתו באופן ישיר לרווחי החוסך (ולא רק בעקיפין כנהוג היום) – תשואות גבוהות אמורות להביא לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים, ובעקיפין, לעליה ברווחי הגוף המנהל. עד לשנים האחרונות, דמי ניהול מבוססי ביצועים, הנפוצים בקרנות השקעה פרטיות ובגופים פרטיים אחרים המנהלים כספים, היו נדירים יחסית במדינות ה-OECD אצל מנהלי כספים מפוקחים (קרנות נאמנות, חיסכון פנסיוני וכיו"ב, בעקבות חקיקה אמריקאית מ-1940); גם בישראל, ביטוחי החיים המשתתפים ברווחים נסגרו להפקדות חדשות החל מ-2004 בהתאם למקובל אז במדינות מפותחות אחרות. עם זאת, בשנים האחרונות, קיימת מגמה בעולם, ובפרט במדינות ה-OECD, של מעבר לדמי ניהול מבוססי ביצועים גם בניהול חיסכון פנסיוני.⁴⁹

להבדיל מדמי הניהול ה"משתתפים ברווחים" (הגולמיים) שהיו נהוגים בביטוחי החיים בישראל, הוועדה מציעה את העקרונות הבאים למסלולי חיסכון עם דמי ניהול מבוססי ביצועים:

א. תגמול בסיסי קבוע נמוך יחסית;

ב. תגמול מבוסס ביצועים סימטרי מעל ומתחת למדד ייחוס שייקבע על ידי הגוף המנהל בהתאם למדיניות ההשקעה שלו;

ג. בסיס רב שנתי (ארוך טווח) לחישוב חלק התגמול שיהיה מבוסס ביצועים, למשל, שלוש או חמש שנים).

המסלול המוצע עם דמי ניהול מבוססי ביצועים יהיה אופציונלי – לא כל מנהל חיסכון פנסיוני יהיה מחויב להציע מסלול כזה – ודמי הניהול בו ייקבעו על פי עקרונות הסימטריה (מעל ומתחת למדד ייחוס) וחישוב התגמול על סמך תשואה ארוכת טווח. להלן מובאת דוגמה אפשרית למתווה כזה; הגופים המוסדיים יוכלו, באישור הרשות, להציע מתווים אחרים לדמי ניהול מבוססי ביצועים ובלבד שיעמדו בעקרונות אלה ושמודל התגמול המוצע על ידם יאושר על ידי הרשות. לחילופין, תוכל הרשות להציע מספר מדדי ייחוס והגופים המוסדיים יצטרכו לבחור מדד ייחוס מבין המדדים האלה בלבד.

דוגמה לדמי ניהול מבוססי ביצועים

חישוב מדד הייחוס ייעשה על סמך מדיניות ההשקעה המוצהרת של מנהל החיסכון. לדוגמה, מדיניות ההשקעה המוצהרת של "אנליסט השתלמות כללי" המובאת להלן כוללת גם את ההקצאה המתוכננת לאפיקי ההשקעה השונים וגם את מדדי הייחוס המתאימים לכל אחד מאפיקי ההשקעה. ניתן לחשב באופן כזה מדד ייחוס משוקלל לתיק כולו. חשוב לציין שבחירת מדד ייחוס מתאים חשובה במיוחד בתכנון דמי ניהול מבוססי ביצועים ויש לפקח על כך שהבחירה במדדי ייחוס תשקף היטב את מדיניות ההשקעה.⁵⁰

⁴⁹ ראה פרק 3 ב-OECD Pensions Outlook 2018 (הערה 30), ובפרט עמ' 91 ו-103-101. לדיון היסטורי והשוואתי ראה גם Hamdani, A., Kandel, E., Mugeran, Y., & Yafeh, Y. (2017). Incentive Fees and Competition in Pension Funds: Evidence from a Regulatory Experiment. Journal of Law, Finance, and Accounting, 1(2), 49–86.

⁵⁰ אנליסט קופות גמל – אנליסט השתלמות כללי. לבחירת מדד הייחוס (הבנצ'מרק) יש חשיבות מיוחדת בתכנון תגמול מבוסס ביצועים, ראה למשל כאן: <https://voxeu.org/article/costs-and-benefits-performance-fees-mutual-funds>

| מדד יחוס | שיעור חשיפה ליום 31.12.19 | שיעור חשיפה צפוי לשנת 2020 | טווח סטייה | גבולות שיעור חשיפה הצפוי | אפיק השקעה |
|---|---------------------------|----------------------------|------------|--------------------------|--|
| מדד תא 100 | 40.55% | 39% | 6% | 33%-45% | מניות (אופציות, קרנות נאמנות, תעודות סל) |
| MSCI WORLD 50% | 14.46% | 15% | 5% | 10%-20% | אג"ח ממשלתי |
| מדד נל"י ממשלתי | 27.81% | 29% | 6% | 23%-35% | אג"ח קונצרני (תעודות סל, קרנות נאמנות) |
| BOFA Merrill Lynch US Treasury Index 10% | 12.56% | 10% | 5% | 0-10% | מזמון שוה מזמון |
| מדד אג"ח קונצרני נל"י | 4.47% | 5% | 5% | 0-10% | הוצאת לעמיתים |
| 30%Barclays Global Aggregate Corporate Bond Index | 0.15% | 2% | 5% | 0%-7% | אחר* |
| רביית פח"ק | 100% | 100% | | | סה"כ |

נניח, למשל, שרבע מכל תשואה מעבר לתשואת מדד הייחוס ישולם למנהל המסלול כ"בונוס".
נניח עוד שבשנה מסוימת המנהל השיג תשואה של 1% מעבר למדד הייחוס.
במקרה כזה, הוא יקבל דמי ניהול קבועים נמוכים, לדוגמה, 0.15%, ועוד 0.25% (רבע מהתשואה העודפת, חיובית או שלילית).

דמי הניהול הקבועים (0.15%) ישולמו בכל מקרה.
מתוך ה"בונוס" שמגיע למנהל, לפי הדוגמא לעיל, 0.25%, מחציתו (לצורך הדוגמה) תשולם באופן מידי והשאר יירשם לזכותו לשנה הבאה.
במקרה הזה, המנהל יקבל בשנה הראשונה דמי ניהול (במונחי אחוזים מהצבירה) של:
 $0.275\% = 0.5 * 0.25 + 0.15$ כשלזכותו יירשמו עוד 0.125% שאותם לא יקבל מיד.

נניח שבשנה השנייה תירשם תשואה עודפת של 2% בהשוואה למדד הייחוס.
המנהל יקבל את דמי הניהול הקבועים (0.15) בכל מקרה.
בנוסף, ירשם לזכותו "בונוס" על התשואה העודפת בשנה השנייה $2\% * 0.25 = 0.5\%$, בתוספת יתרת הזכות שנרשמה לזכותו מן השנה הקודמת (0.125), מחצית ה"בונוס" מן השנה הראשונה שלא שולמה).
מתוך סך התגמול המשתנה המצטבר של המנהל בשנה השנייה - $0.625\% = 0.5 + 0.125$ מחצית תשולם לו, 0.3125%, והמחצית השנייה תירשם לזכותו (0.3125%).

ביצוע בחסר בהשוואה למדד הייחוס יביא לקיזוז מדמי הניהול הרשומים לזכות המנהל.
למשל, אם בשנה השלישית התשואה תהיה נמוכה ממדד הייחוס, דמי הניהול הקבועים ישולמו בכל מקרה, אבל מן הבונוס המצטבר יקוזז "קנס" על תשואת החסר בשנה השנייה.
לדוגמה, נניח שבשנה השלישית התשואה הייתה נמוכה בחצי אחוז מזו של מדד הייחוס, יירשם לחובת המנהל "קנס" של $0.125\% = 0.25 * 0.5$ שיופחת מהיתרה העומדת לזכותו (0.3125%).
בשנה זו יקבל המנהל, כרגיל, את דמי הניהול הקבועים (0.15%) ועוד מחצית מהיתרה - $0.5 * (0.3125 - 0.125)$. השאר, יירשם לזכותו לשנה העוקבת.

אם תירשם יתרה שלילית, המנהל לא יצטרך להחזיר כסף לחוסך, אך היתרה השלילית תילקח בחשבון בחישוב הבונוס בשנה העוקבת. לא ייגבו דמי ניהול מבוססי ביצועים (בונוס) כל עוד לא הצטבר לזכות המנהל סכום חיובי.

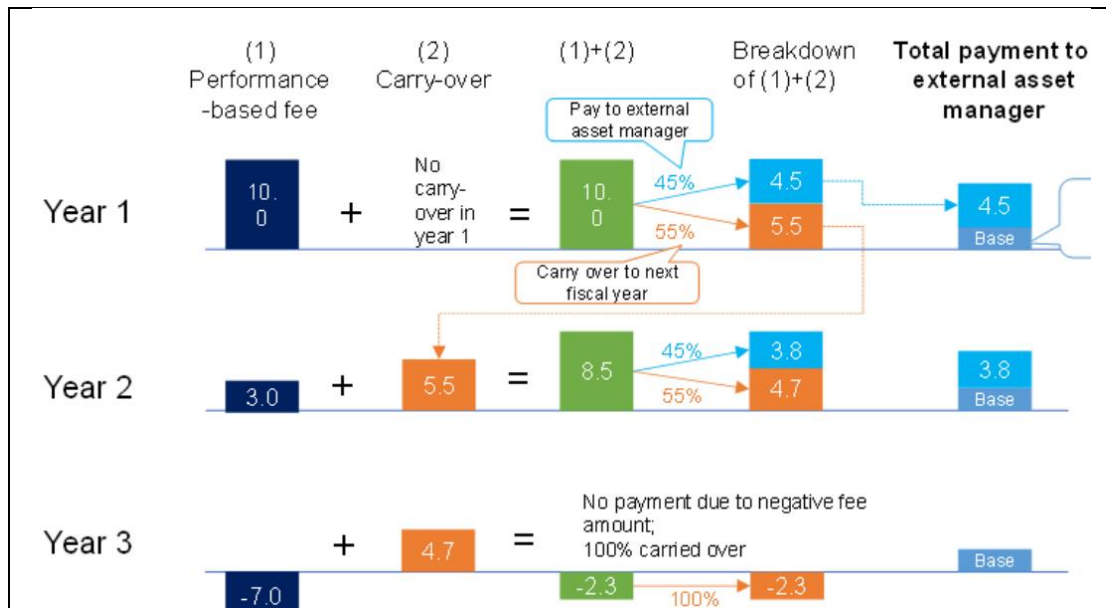
להלן דוגמה למנגנון דומה שנקלח מתוך מסמך של קרן הפנסיה הלאומית של יפן המהווה את המודל לחיקוי בנושא זה למדינות ה-OECD:⁵¹

⁵¹ לגבי השימוש בתגמול מבוסס ביצועים במדינות ה-OECD ויפן כמודל לחיקוי – שיחת וועידה שקיימו חברי הוועדה עם

Pablo Antolin, Principal Economist and Head of the Private Pension Unit, Deputy Head Financial Affairs Division.

לעניין מנגנון התגמול של מנהלים חיצוניים המועסקים על ידי קרן הפנסיה הממשלתית היפנית, ראה: Japan's Government Pension Investment Fund (GPIF) Working Paper, "GPIF's New Performance Fee Structure", by T. Jimba.

https://www.gpif.go.jp/en/investment/pdf/20180611_new_performance_based_fee_structure_en.pdf



בדוגמה לעיל המנהל מקבל כמחצית מה"בונוס" בכל שנה. אפשר להאריך את טווח החישוב על ידי חלוקה של שיעור נמוך יותר מייטרת הזכות בכל שנה. אפשר גם לחשב את התשואה העודפת מעל מדד הייחוס על פני שלוש שנים (או כל תקופת זמן אחרת ארוכה אחרת שתקבע). ניתן (ואפילו רצוי) להוסיף למתווה זה גם דמי ניהול מקסימליים כך שגם אם המנהל ישיג תשואה שעולה בהרבה על תשואת מדד הייחוס, סך דמי הניהול לא יעלו על שיעור כלשהו. מנגנון כזה יפחית את התמריץ ללקיחת סיכונים. לבסוף, אפשר גם להוסיף למתווה "קנס" (Penalty) על שונות בביצועים, שיהפוך את המתווה למורכב יותר (לא ברור שנדרשת תוספת כזו הינתן הסימטריה של המתווה המוצע המהווה עונש מובנה על לקיחת סיכונים עודפת).⁵²

כל מערכת תגמול מבוססת ביצועים פתוחה לניצול לרעה באופנים שונים, כפי שקורה, לעתים, בהקשר של "שכר הבכירים". כדי למנוע ניצול שיטתי לרעת החוסך של האפשרות לגבות דמי ניהול מבוססי ביצועים, נדרש פיקוח הדוק במיוחד על פעילותם של מסלולים אלה וביצוע שינויים במידת הצורך בשנים הקרובות. על רשות שוק ההון לקבוע כללים ברורים לחישוב התשואה שלפיה יחושבו דמי הניהול מבוססי הביצועים, כדי למנוע מניפולציות בחישוב (למשל בכל הנוגע להגדרות ה"תשואה" וה"עלויות") לצורך העלאת התגמול, או הטייה ושינויים בתיקי ההשקעה באופן שישיע על חישוב הבונוס. זאת בנוסף לפיקוח על בחירה מתאימה של מדדי ייחוס. על הגוף המוסדי תוטל חובה לדווח תקופתית, גם לרשות המפקחת וגם לחוסכים (אולי באתר האינטרנט שלו או בדיווחים השנתיים) את דרך החישוב של דמי הניהול. הוועדה מציעה, לפחות בשנים הראשונות להפעלת מסלולים עם דמי ניהול מבוססי ביצועים, לבחור נוסחת חלוקת רווחים שקופה ואחידה שניתן יהיה להשוות בין המנהלים השונים. בנוסף, ניתן להחליט גם שמדד הייחוס לחישוב התשואה העודפת יהיה אחיד לכל הגופים, לפחות בתקופה הראשונה להפעלת המסלולים (ממילא הרשות תצטרך לאשר את נוסחאות ההשתתפות ברווחים של כל הגופים שיפעילו מסלולים כאלה).

גם במסלול זה לא תהיה גביה בדיעבד של "הוצאות", אלא יכללו בדמי הניהול הקבועים שייגבו מראש.⁵³

המלצות משלימות נוספות בנושאים אחרים

⁵² ייתכן שלמנהל החיסכון יהיה תמריץ גדול יותר לקחת סיכונים כשהיתרה העומדת לזכותו נמוכה, ולנקוט מדיניות שמרנית כשהיתרה גבוהה. נראה שקשה למנוע לחלוטין תופעות כאלה.

⁵³ יש צורך להוסיף למתווה המוצע מנגנון שיאפשר נידוד חוסכים כשדמי הניהול שלהם מחושבים על פני תקופה רב שנתית (גם היום חוסך יכול לעזוב באמצע שנה כשדמי הניהול במתכונתם הנוכחית מחושבים באופן רבעוני או שנתי). דמי הניהול מבוססי הביצועים המצטברים יחושבו לכל חוסך למועד שבו הוא מבקש לעזוב או לנייד את חסכוניותו.

1. מהלכים לשיפור השקיפות לחוסך מעבר למחיר הכולל – על רקע מורכבותו של מוצר החיסכון הפנסיוני, וכמהלך משלים להצעות הוועדה הנוגעות לחיזוק התחרות בענף, הוועדה רואה חשיבות בהעלאת השקיפות הן בדיווחים לחוסך והן בממשקים האינטרנטיים כגון "גמל נט", "ביטוח נט" ו"פנסיה נט". דיון בנושא זה מופיע בפרק ה'.

2. הליכי קבלת החלטות בוועדות ההשקעה של מנהלי החיסכון הפנסיוני – הוועדה מציעה לקבוע כללים מוסדרים שימשו את הגופים המוסדיים בהחלטות על השקעה בנכסים לא סחירים וקרנות השקעה פרטיות, מוצרים מורכבים שאינם מחויבים בסטנדרט דיווח כלשהו גם כלפי המשקיעים המוסדיים שלהם (ה-LP), ואינם מפוקחים על ידי רשות כשלהי בישראל או בחו"ל. כך למשל, ניתן לשקול לחייב את וועדות ההשקעה לעשות שימוש במאגרי נתונים בינלאומיים על קרנות השקעה פרטיות (כולל הון סיכון), כמו למשל אלה של Preqin או Cambridge Associates וייתכן שיש להגביל את היקף ההשקעה בקרנות שאינן מופיעות/מדורגות במאגרים מרכזיים אלה. המלצה נוספת היא לחייב את וועדות ההשקעה של מנהלי החיסכון הפנסיוני להציג גם חישובי PME (לא רק IRR או חישובים אחרים) לכל קרן השקעה לא סחירה בהשוואה למדדי מניות מרכזיים מתאימים. יש לשקול קביעת מדד שבהשוואה אליו תבצע ההשוואה במועד ביצוע ההשקעה ולא בדיעבד. חישובי PME כאלה יוצגו בכל דיון שלוועדת ההשקעות שתדון בהשקעה בקרן השקעות כזו או אחר ויוצגו לרשות המפקחת (ולחוסך שירצה בכך) על פי דרישה.

3. הקמת מערך ייעוץ אובייקטיבי – כפי שנאמר בראשית פרק זה, מוצר החיסכון הפנסיוני הוא מוצר מורכב ולחלק מן המתווכים בין היצרנים (הגופים המוסדיים) לבין הקונים (החוסכים) יש ניגודי עניינים מובנים (כגון ייצוג של חלק מהיצרנים, תמריץ לשווק מוצרי חיסכון יקרים לחוסך שהעמלה עליהם למתווך גבוהה ועוד). הקמת מערך ייעוץ אובייקטיבי ובלתי תלוי יכולה לשפר באופן דרמטי את תפקוד שוק החיסכון הפנסיוני ויש לשקול הקמת מערך כזה שיהיה נגיש במחיר נמוך לכל חוסך, אולי בסבסוד של המדינה. הוועדה ממליצה לקיים דיון מעמיק בנושאים אלה במסגרת וועדה ייעודית שתוקם לצורך כך.

4. חיזוק יכולות הפיקוח – רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון אחראית לפיקוח על הגופים המוסדיים וניהול החיסכון ארוך-הטווח והביטוח בישראל בסכומים עצומים (הקרובים לסכומים המופקדים במערכת הבנקאית, ראה לעיל). כפי שתואר לעיל, חלק מהפעילויות של הגופים המוסדיים מורכבות וקשות לפיקוח. עם זאת, רשות שוק ההון מוגבלת מבחינת משאבים תקציביים וכוח אדם בהשוואה לרשויות מפקחות אחרות בישראל (כגון הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל או רשות ניירות ערך). הוועדה ממליצה כי יועמדו לרשות שוק ההון משאבים מתאימים, כדי שזו תוכל לבצע כראוי את תפקידה הפיקוחי. דיון בנושא זה מופיע בפרק ו'.

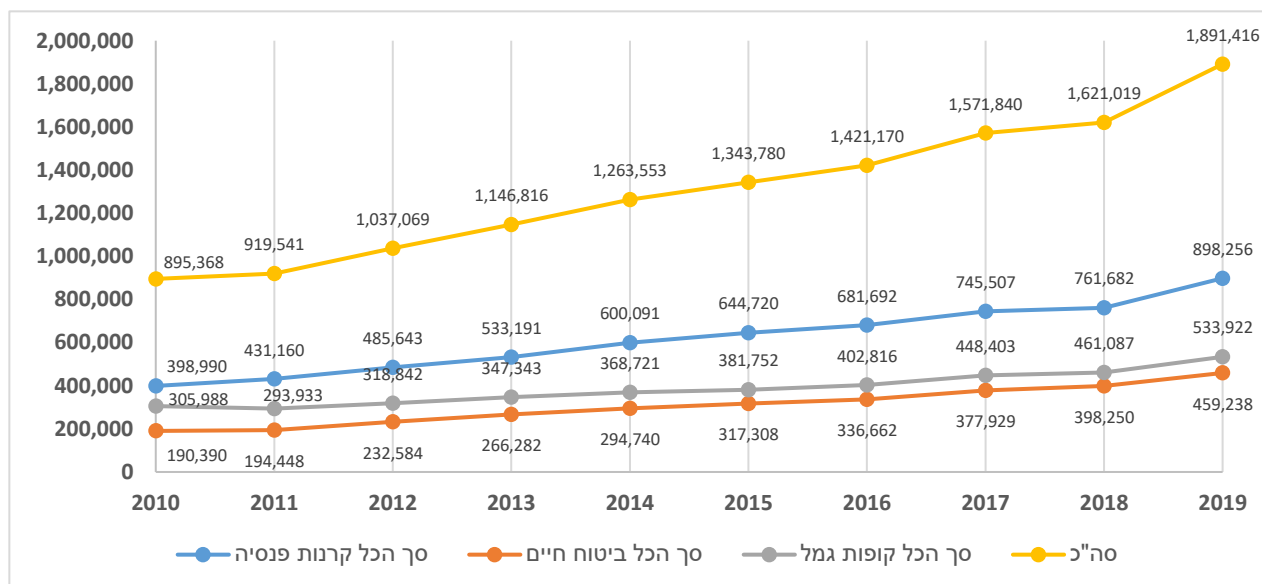
לסיום פרק זה, ראוי לציין שוב שלכספי החיסכון הפנסיוני ייעוד אחד בלבד – רווחתו של החוסך בזקנתו – ואין להשתמש בהם לכל מטרה אחרת. לפי כך, הוועדה ממליצה ליישם את הצעדים שהוצעו בפרק זה באופן אחיד לכל אפיקי ההשקעה ולא באופן דיפרנציאלי, למשל, כדי לעודד השקעה של כספי הפנסיה באפיקים מסוימים על חשבון אחרים מסיבות שאינן קשורות באופן ישיר לטובתו של החוסך.

פרק ב': שוק החיסכון הפנסיוני בישראל⁵⁴

1. מבוא

במערכת החיסכון הפנסיוני בישראל, שתוארה בקצרה בפרק א', מנוהלים חסכונות בערך כולל של כ- 1.9 טריליון ₪ נכון ל-31.12.2019 לפי החלוקה הבאה:

סך הנכסים המנוהלים לפי סוג חיסכון (במיליוני ₪, נכון ל-31.12.2019):



מוצרי החיסכון הכוללים בכל אחת מהקטגוריות הם קרנות פנסיה - חדשות וותיקות; קופות גמל וקרנות השתלמות; ביטוחי מנהלים - ביטוח חיים משולב חיסכון (קרנות ט' ו-י).

ניתן לראות כי סך הנכסים המנוהלים הוכפל בעשור האחרון. סיבות מרכזיות לכך הן:

- מגמות דמוגרפיות ומאקרו כלכליות (גידול באוכלוסייה, גידול במספר המועסקים, עליה בשכר הנומינלי, עליה בשיעורי הפרשות בהם מחויבים העובדים והמעסיקים);
- רפורמות מבניות (ובהן חקיקת חוק פנסיה חובה, שהוחל על שכירים החל משנת 2008⁵⁵ ולאחר מכן גם על עצמאים)⁵⁶.
- תשואות חיוביות על נכסים פיננסיים.

כיום הגופים המוסדיים בישראל מנהלים כמחצית מתיק הנכסים של הציבור, כאשר שיעור משמעותי מושקע במניות ואגרות חוב בישראל ובח"ל. רכיב ההשקעה בנכסים לא סחירים קטן יותר אך משמעותי.⁵⁷

⁵⁴ הנתונים המופיעים בפרק זה נאספו ועובדו על ידי צוות רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון.

⁵⁵ [צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957](#).

⁵⁶ [פנסיה חובה לעצמאים - חוק ההתייעלות הכלכלית \(תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנות התקציב 2017 ו-2018\), תשע"ז-2016](#).

⁵⁷ התפלגות האחזקות בתיק לפי מנהל, איור א'-4, [מבט סטטיסטי 2019, בנק ישראל, עמ' 12](#).

2. אפיקי החיסכון הפנסיוני

קרנות פנסיה

קרן פנסיה היא מכשיר חיסכון פנסיוני שמטרתו לספק הכנסה בקרות אחד מהאירועים הבאים: פרישה לפנסיה, אובדן כושר עבודה, ופטירה. חיסכון בקרן פנסיה מקנה לעמית או לשאיריו זכות לקבלת קצבה מהקרן, ובמקרים מסוימים גם סכומים הוניים, וזאת בכפוף למעגון בתקנון הקרן ולהוראות ההסדר התחיקתי. קרנות הפנסיה נחלקות לשני סוגים: קרנות פנסיה ותיקות וקרנות פנסיה חדשות, הנבדלות בין השאר בשיטת חישוב זכויות העמיתים, כמפורט להלן:

2.1. קרנות פנסיה חדשות (מקיפות וכלליות):

קרן פנסיה מקיפה – קרנות הפנסיה החדשות מתבססות על החיסכון הנצבר בקרן, כך שקצבת הפרישה נקבעת בהתאם לסכומים שצבר העמית במהלך תקופת החיסכון ולתשואה שהושגה (Defined Contributions). קרנות אלו מתבססות על תקנון שבו קיים מנגנון ערבות הדדית בין החוסכים - העמיתים נושאים בסיכון וערבים זה לזה לתשלום קצבאות לחוסכים שהגיעו לגיל פרישה או שאירע להם אירוע ביטוחי, (קרן כזו מציעה מגוון כיסויים ביטוחיים למקרי נכות, אובדן כושר עבודה ומוות). קרן פנסיה חדשה מקיפה משקיעה שיעור מסוים מנכסיה באגרות חוב מיועדות לא סחירות שהונפקו על ידי ממשלת ישראל המבטיחות תשואה שנתית צמודת מדד בשיעור של 4.86%, תשואה גבוהה ביחס לשיעורי הריבית השוררים היום בשוק. שאר הכספים מושקעים באפיקי השקעה שונים. בשל הסבסוד הממשלתי באמצעות אגרות החוב המיועדות קיימת תקרת הפקדה לקרן פנסיה מקיפה והיא עומדת על 20.5% מפעמיים השכר הממוצע במשק (כ-4,326 ₪ בחודש, נכון לסוף 2019). אם חוסך מפקיד סכומים מעבר לתקרה זו, העודפים מועברים לקרן פנסיה כללית באופן אוטומטי.

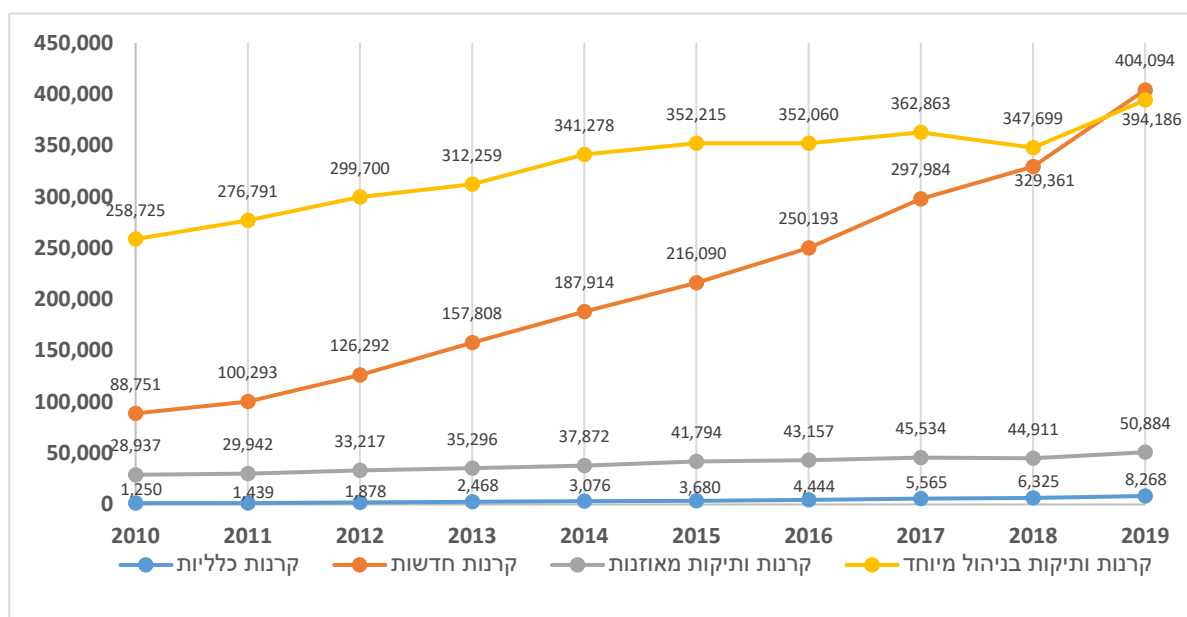
קרן פנסיה כללית – לקרן זו מופקדים הכספים שמעבר לתקרת ההפקדה הקיימת לקרן פנסיה מקיפה. קרנות כלליות אינן זכאיות לאגרות חוב ממשלתיות מיועדות. כמו כן, בקרנות כלליות לא תמיד קיים כיסוי ביטוחי.

2.2. קרנות פנסיה ותיקות (גרעוניות ומאוזנות):

קרנות פנסיה ותיקות בניהול מיוחד (גרעוניות) – חיסכון עם גמלה המחושבת לפי שיטת זכויות מוגדרות (Defined Benefits), כשזכויות העמית נקבעות כשיעור ממשכורתו הקובעת. קרנות אלו הולאמו בשנת 2003 בהתאם להסדר קרנות הפנסיה הוותיקות ועברו לניהול במסגרת גוף ללא מטרות רווח ("עמיתים") כדי להבטיח את זכויותיהם של העמיתים בקרנות. הגרעון בקרנות אלה נוצר בעקבות משבר אקטוארי בשנות השמונים, והמדינה התחייבה בחוק להזרמת סיוע ממשלתי אליהן.

קרנות פנסיה ותיקות מאוזנות – קרנות שהוקמו לפני 1995 ולא נוצר בהן גרעון אקטוארי שדרש התערבות ממשלתית. לקרנות אלו לא ניתן להצטרף כעמית חדש ובדומה לקרנות הפנסיות החדשות הן זכאיות לאגרות חוב מיועדות המונפקות על ידי ממשלת ישראל בשיעור של כ-30% מסך הנכסים המנוהלים (כאמור, אגרות חוב אלו מבטיחות תשואה שנתית צמודת מדד בשיעור של 4.86%).

2.3. סך הנכסים המנוהלים בקרנות הפנסיה לפי סוג (במיליוני ₪)



בתרשים ניכרת מגמת הגידול בסך הנכסים המנוהלים בקרנות הפנסיה החדשות לאור כניסתו לתוקף של חוק פנסיה חובה. הקרנות הוותיקות נסגרו למצטרפים חדשים החל משנת 1995.⁵⁸

2.4. קופות גמל

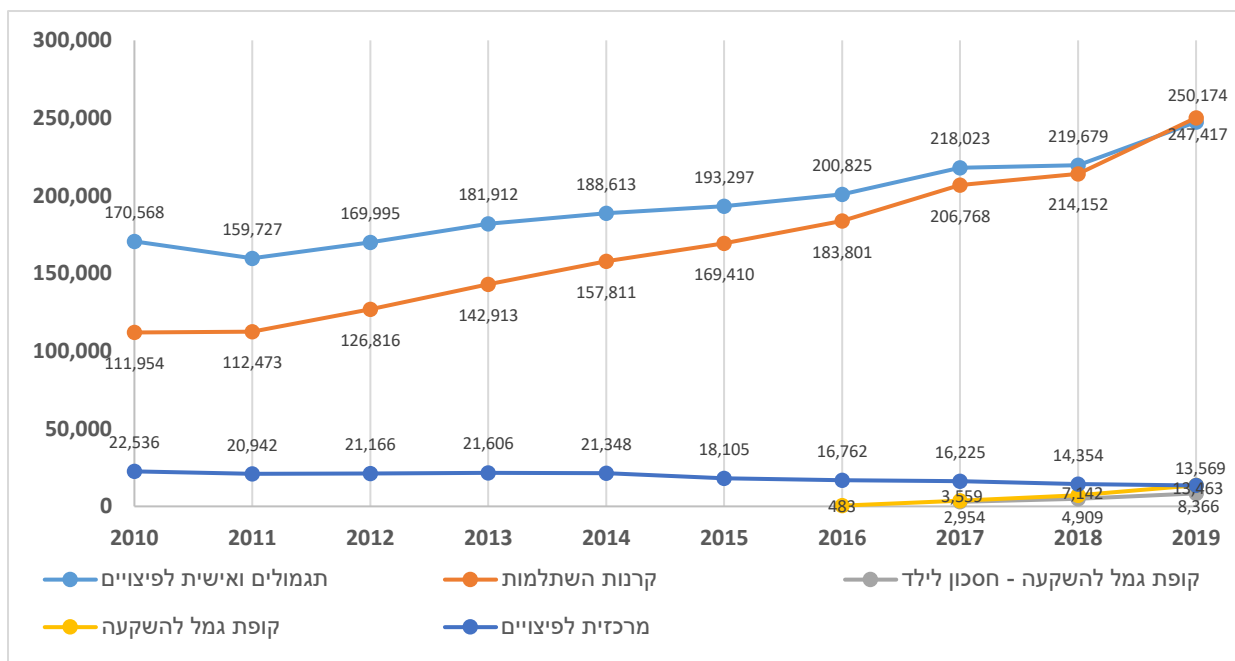
תחום קופות הגמל השתכלל בשנים האחרונות וכולל כיום מגוון מכשירי חיסכון לטווח בינוני (קופות גמל להשקעה, קרנות השתלמות), וארוך (קופות גמל לתגמולים). לרוב, קופות אלו אינן כוללות רכיב ביטוחי (בשונה מקרנות הפנסיה וביטוחי החיים שבהם קיים כיסוי למקרי אובדן כושר עבודה, נכות ומוות), והן מיועדות לחיסכון בלבד. להלן המוצרים העיקריים בתחום הגמל:

- קופת גמל לתגמולים ואישית לפיצויים לשכירים – קופת גמל שאליה מפקידים גם העובד וגם המעסיק מתוך המשכורת החודשית של העובד. החל מ-2008 שכירים חייבים להפקיד לקרן פנסיה או למוצר חיסכון פנסיוני אחר כאשר המעסיקים מחויבים להפקיד עבור השכירים מתוך המשכורת בשיעורים שנקבעו בחוק. ההפקדות לקופה מתחלקות בין רכיב תגמולי העובד, תגמולי המעסיק ורכיב הפיצויים. החל מ-2008 כל ההפקדות הן לקצבה והעמית מקבל הטבות מס בגין ההפקדות.
- קופת גמל לתגמולים לעמיתים עצמאיים – קופת גמל לעצמאיים שבה ההפקדות מבוצעות על ידי העמית בלבד, הנהנה מהטבות מס בהתאם לתקרות שנקבעו. כספים שהופקדו בקופות הגמל עד לתאריך 31.12.2007 ניתנים למשיכה הונית בפטור מלא ממס. החל משנת 2008 בוטלה האפשרות להפקדת כספים במסלול הוני.
- קופת גמל להשקעה - מוצר שהושק בשנת 2016 המאפשר לחוסך למשוך את הכספים בכל עת, בכפוף לתשלום מס בשיעור של 25% על הרווח הריאלי, ויש בו גמישות במעבר בין מסלולים ובין קופות ללא אירוע מס. בכדי לעודד את הציבור להשאיר את הכספים המופקדים בקופות אלה לטווחים ארוכים, נקבע כי חוסך שימשוך את הכספים כקצבה בגיל פרישה יוכל ליהנות מפטור ממס על רווחי הון. תקרת ההפקדה השנתית לקופת גמל להשקעה עומדת על 71,377.73 ₪ בשנה נכון לסוף שנת 2019.

⁵⁸ בשמונה קרנות הפנסיה הוותיקות שבהסדר מיוחד ומנוהלות על ידי "עמיתים", חלק מהעמיתים שהצטרפו לקרנות בטרם סגירתן ממשיכים לבצע הפקדות.

- "חיסכון לכל ילד" הוא סוג ספציפי של קופת גמל להשקעה, שנוצר בעקבות החלטת ממשלה להנהיג חיסכון ארוך טווח לכל ילד. המוסד לביטוח לאומי מעביר עבור כל ילד שמשולמת עבורו קצבת ילדים סכום חודשי של 50 ₪ לחיסכון ארוך טווח, כשההורה רשאי להגדיל את החיסכון בסכום נוסף של 50 ₪. סכומים אלה נחסכים עבור הילד עד הגיעו לגיל 18 וניתן להאריך את החיסכון עד גיל 21. כמו כן, בגיל 18 מפקיד הביטוח הלאומי מענק חד פעמי בגובה של 510 ₪. עמית הבוחר להשאיר את החיסכון עד להגיעו לגיל 21, יקבל מענק נוסף של 510 ₪. החל ממועד זה, ובנסיבות הקבועות בחוק אף לפני כן, יהיה זכאי הילד, או הוריו, לפי העניין, למשוך את הכספים שנצברו. הורה יכול לבחור להפקיד עבור ילדו את סכום החיסכון בקופת גמל להשקעה או בחשבון בנק. במוצר זה המדינה נושאת בדמי הניהול עד גיל 21.
- קרן השתלמות – אפיק חיסכון לטווח בינוני, שבו משיכת כספי החיסכון אפשרית אחרי תקופה של שש שנים ממועד ההפקדה הראשונה (או למטרת השתלמות לפני תום התקופה). קרן זו אינה כוללת רכיבי ביטוח. קרנות ההשתלמות נחלקות לשני סוגים, קרנות לשכירים וקרנות לעצמאים. בקרן השתלמות לשכירים העובד והמעסיק מפקידים הפקדות חודשיות (הפקדות העובד הן לפחות שליש מהפקדות המעסיק). בקרן השתלמות לעצמאים רשאים להפקיד רק יחידים שלהם הכנסה מעסק או משלח יד. חוסכים אשר מפקידים לקרן השתלמות נהנים ממגוון הטבות מס.
- קופת גמל מרכזיות לפיצויים – קופות שבהן מעסיקים הפקידו כספים לצורך כיסוי התחייבויותיהם לתשלום פיצויי פיטורין לעובדיהם. הכספים בקופה הופקדו על שם המעסיק ולא על שמות העובדים. החל מ-2011 נסגרו קופות אלו להפקדות חדשות (המעסיק מחויב היום להפריש כספי פיצויים לחיסכון פנסיוני אישי כשכספי הפיצויים של כל עובד מופקדים בנפרד). סגירת הקופות הללו להפקדות נוספות היא חלק ממדיניות כוללת של העברת האחריות על כספי החיסכון הפנסיוני מהמעסיק לעובד.

2.4.1. סך הנכסים המנוהלים בקופות גמל לפי סוג (במיליוני ₪)



בתרשים ניכרת מגמת עלייה בסך הנכסים המנוהלים בקרנות השתלמות ובקופות גמל מסוג "תגמולים ואישית לפיצויים". סך הנכסים המנוהלים בקרנות ההשתלמות יותר מהכפיל את עצמו במהלך העשור האחרון, בין השאר בגלל הגדלת הטבות המס בקרנות ההשתלמות לעצמאים בשנת

2017. סך הנכסים המנוהלים בקרנות השתלמות עבר לראשונה בסוף 2019 את סך הנכסים המנוהלים בקופות גמל לחיסכון. כמו כן, ניתן להבחין בגידול המואץ של קופות גמל להשקעה וקופות גמל להשקעה מסוג "חיסכון לכל ילד".

2.5. פוליסות ביטוח חיים

פוליסות ביטוח חיים המשלבות חיסכון וביטוח משמשות כאחד ממוצרי החיסכון הפנסיוני המוצעים לציבור. עם השנים חלו שינויים בפוליסות ביטוח החיים ובתנאיהן. סיווג מקובל לפוליסות אלו הינו על בסיס התקופה שבה הונפקו:

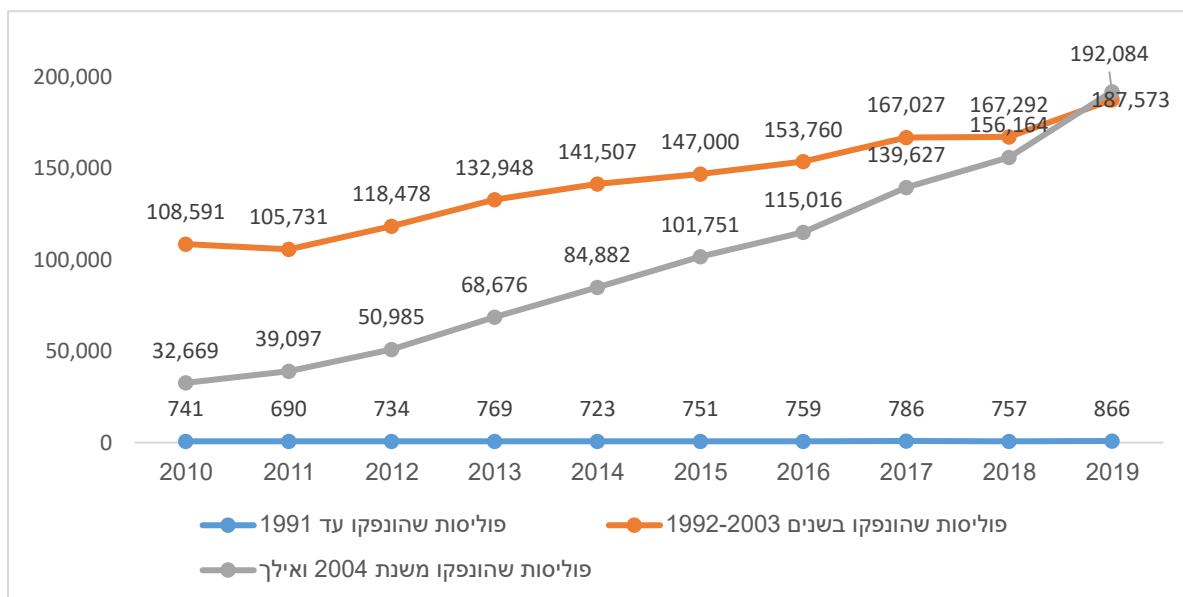
2.5.1. עד שנת 1991 – פוליסות אלו כללו הבטחת תשואה למבוטחים. כנגד הבטחה זו חברות הביטוח היו זכאיות להשקיע את כספי הפוליסה באג"ח ח"ץ (חיים צמוד), אג"ח ממשלתיות לא סחירות המיועדות למטרה זו בלבד, עם ריבית מובטחת בשיעורים שונים בהתאם לשנת ההנפקה.

2.5.2. משנת 1992 ועד סוף שנת 2003 – פוליסות הידועות בשם "משתתפות ברווחים" אשר במסגרתן כספי החיסכון הפנסיוני מושקעים בשוק ההון, ללא זכאות כלל להשקעה באג"ח מיועדות. בפוליסות אלה נגבים דמי ניהול מהצבירה ובנוסף החברה זכאית לשיעור של 15% מהרווחים הריאליים שהניבו ההשקעות בפוליסה.

2.5.3. משנת 2004 ועד סוף שנת 2012 – פוליסות הכוללות דמי ניהול בשיעורים משתנים, הן מהצבירה והן מההפקדה. בניגוד לפוליסות שנמכרו משנת 1992 ועד סוף שנת 2003 (סעיף 2.5.2), פוליסות אלו אינן כוללות דמי ניהול שהיקפם תלוי באופן ישיר ברווחי ההשקעות, כמו בדור הקודם של הפוליסות. בנוסף, בפוליסות אלה, להבדיל מפוליסות קודמות, נוצרה הפרדה ברורה ומלאה בין מרכיב הביטוח בפוליסה לבין מרכיב החיסכון, כך שהחוסך ידע איזה חלק מההפקדה מנותב לחיסכון ואיזה חלק משמש לרכישת כיסוי ביטוחי, וכן מה עלותו של כל כיסוי.

2.5.4. משנת 2013 – בפוליסות אלה הופסק שיווקו של המקדם המבטיח את אופן המרת החיסכון לקצבה, ונקבע שהמקדם ייקבע רק בהגיע המבוטח לגיל 60, בהתאם לתוחלת החיים הצפויה באותו מועד.

2.5.5. סך הנכסים המנוהלים בביטוחי החיים (במיליוני ₪)



2.6. סיכום המאפיינים עיקריים של סוגי החיסכון הפנסיוני השונים

| קרבן השתלמות | קופת גמל | ביטוח מנהלים | פנסיה כללית | פנסיה מקיפה | |
|--------------|----------|--------------|-------------|-------------|--|
|--------------|----------|--------------|-------------|-------------|--|

| ייעוד החיסכון | קצבה בגיל פרישה | קצבה בגיל פרישה | קצבה / סכום הוני | קצבה / סכום הוני | סכום הוני |
|--|----------------------|----------------------|------------------|----------------------|-----------|
| כיסויים ביטוחים (אובדן כושר עבודה, ביטוח למקרה מוות) | קיים | אין (אופציונאלי) | אופציונאלי | לא קיים | לא קיים |
| מי נושא בסיכון הביטוחי | העמיתים – ביטוח הדדי | העמיתים – ביטוח הדדי | חברת הביטוח | לא קיים | לא קיים |
| אג"ח מיועדות | בהתאם לגיל החוסך | אין | אין | אין | אין |
| איזון אקטוארי | קיים | אין | אין | אין | אין |
| ניוד חופשי | כן | כן | במגבלות | כן | כן |
| דמי ניהול מצבירה | כן | כן | כן | כן | כן |
| דמי ניהול מהפקדה | כן | כן | כן | מותרים, בפועל נדירים | לא |

2.7 מסלולי ההשקעה בחיסכון הפנסיוני

כספי החיסכון הפנסיוני מנוהלים עבור כל חוסך במסגרת מסלול ההשקעה שנבחר על ידו, ואם לא בחר מסלול, במסגרת מסלול שנבחר עבורו כברירת מחדל. לבחירת החוסכים היצע של מסלולי השקעה שבמסגרתם מושקעים הכספים בתמהילי נכסים בעלי רמות סיכון שונות. ביחס לכל מוצר, רשאי הגוף המוסדי המנהל את החיסכון להציע עד עשרה מסלולים שונים שהחוסך יכול לבחור לשלב ביניהם או להשקיע במסלול אחד בלבד. על מנת שהשקעת כספי החיסכון תערך באופן שמשקף את העדפות ומאפייני החוסך, נקבעו כללים בדבר אופן הקמת מסלולי השקעה, אשר עוגנו במסגרת חוזר מסלולי השקעה בקופת גמל.⁵⁹ כללים אלו נקבעו כתוצאה מהשפעות המשבר הפיננסי של 2008, כאשר בהחלטת ממשלה נקבע, בין היתר, שעל הגופים המוסדיים ליצור מסלולים תלויי גיל שאליהם יצורפו החוסכים כברירת מחדל בהתאם לגילם.⁶⁰ כמו כן, נקבעו כללים להקמת מסלולי ברירת מחדל המותאמים לגיל העמיתים, לרבות כללים אחידים לקביעת שמות ומדיניות השקעה במסלולים שונים. לפי כך, נדרש מכל גוף מוסדי לנהל בכל אחת מקופות הגמל שאינן קרנות השתלמות מסלולי השקעה כמפורט להלן:

- א. מסלולי השקעה ברירת מחדל מותאמי גיל (עבור חוסכים שלא בחרו מסלול השקעה אחר): מסלול לבני 50 ומטה; מסלול לבני 50-60 ומסלול לבני 60 ומעלה.
- ב. מסלולי השקעה מתמחים באפיקים ספציפיים כגון: אג"ח, מניות, חו"ל, מחקה מדד, הלכתי, משולבים, IRA (ניהול אישי) וכו'.
- ג. מסלולי השקעה המיועדים למקבלי קצבאות.

2.8 הרפורמות המשמעותיות שהונהגו בשוק החיסכון ארוך הטווח בישראל⁶¹

⁵⁹ חוזר מסלולי השקעה בקופות גמל, חוזר גופים מוסדיים 2016-9-13, רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון

⁶⁰ סיוע ממשלתי לחיסכון פנסיוני - החלטת ממשלה מספר 4323 (2008), משרד ראש הממשלה.

⁶¹ Avramov, D., Dressler, E. & Metzker, L. (forthcoming). Developments in the Israeli Capital Markets between the Years 1996-2017: Toward an Efficient Financial Intermediation. In: Ben-Bassat, A. Gronau R. & Zussman A. (eds.), The Israeli Economy in the Last Twenty Years: Lights and Shadows in a Market Economy. Cambridge University Press.

| שנה | הרפורמה שהונהגה | תיאור הרפורמה |
|------|---|---|
| 1987 | הפסקת הנפקת אג"ח מיועדות לקופות הגמל | רפורמה שנועדה להפחית את מעורבות הממשלה בשוק ההון. |
| 1992 | הפסקת הנפקת אג"ח מיועדות לביטוחי המנהלים והפיכתם למשתתפים ברווחים | הפסקת שיווק מוצרי ביטוח מנהלים מבטיחי תשואה ומעבר לפוליסות "משתתפות ברווחים" בשנים 1992-2003. בפוליסות אלו, אין זכאות לאג"ח מיועדות וכספי החיסכון הפנסיוני מושקעים בשוק ההון. נגבים דמי ניהול מהצבירה ובנוסף החברה המנהלת זכאית לשיעור של 15% מהרווחים הריאליים שהניבו ההשקעות בפוליסה. |
| 1995 | הקמת קרנות הפנסיה החדשות וסגירת הקרנות הוותיקות למצטרפים חדשים | רפורמה שמטרתה עצירת הגידול בגירעונות האקטואריים בקרנות הפנסיה הוותיקות, שנבעו מקיומן של קרנות מבוססות זכויות שהבטיחו תשלומים ללא קשר להפרשות העמית. ההסתדרות, שהייתה אז הבעלים של קרנות הפנסיה, הגיעה להסכמה עם הממשלה, שלפיה הוחלט על סגירת הקרנות הוותיקות בפני מצטרפים חדשים ועל הקמת קרנות פנסיה חדשות המבוססות על מודל של פנסיה צוברת עם איזון אקטוארי ברמת הקרן ורשת ביטחון של הממשלה. ב-1997 הוחלט שעברות הממשלה בקרנות החדשות, בשיטת הפנסיה הצוברת, תבוטל (בקרנות הוותיקות המדינה נותרה ערבה לזכויות המבוטחים). |
| 1999 | סגירת הפנסיות התקציביות ומעבר לפנסיה צוברת | קרנות הפנסיה החדשות שהוקמו היו בבעלות ההסתדרות ובניהול קרנות הפנסיה הוותיקות. בה בעת התאפשר לחברות הביטוח להקים קרנות פנסיה חדשות, אולם רוב המבוטחים החדשים הצטרפו לקרנות שהיו בבעלות הקרנות הוותיקות. בשנת 1999, במסגרת הסכם קיבוצי בין הממשלה להסתדרות, בוטלה האפשרות של עובדים חדשים להצטרף לפנסיה תקציבית והם הופנו לקרנות הפנסיה החדשות. |
| 2003 | הלאמת קרנות הפנסיה הגרעוניות והפרטת הקרנות החדשות; צמצום היקף האג"ח המיועדות ל-30% | קרנות הפנסיה הוותיקות שנקלעו לגירעונות אקטואריים הולאמו ומונה להן מנהל מטעם משרד האוצר כדי להביאן לאיזון אקטוארי. בקרנות החדשות שבשיטת הפנסיה הועלה גיל הפרישה, הוגדלו הפרשות המבוטחים וגם פנסיונרים חויבו בתשלום דמי ניהול. במקביל, הופחת שיעור ההקצאה של אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה החדשות (הממשלה העניקה סיוע לקרנות בגובה 85 מיליארד ₪). |
| 2005 | מכירת קופות הגמל מהבנקים לחברות הביטוח ובתי ההשקעות הפרטיים במסגרת רפורמת בכר; שינוי באופן גביית דמי הניהול בקרנות הפנסיה | ועדת בכר הוקמה על מנת לדון בדרכים להפחתת הריכוזיות וניגודי העניינים של המערכת הבנקאית. במסגרת יישום המלצות הוועדה, הבנקים חויבו למכור את קופות הגמל וקרנות הנאמנות שהיו בבעלותם, ופעילותם הוגבלה כך שבנק לא יוכל לשמש חתם של חברה הלווה ממנו (מעל יתרת חוב מסוימת), ולא יוכל למכור את נייר הערך המוצע לחשבון נוסטרו או לחברת ניהול תיקים הקשורה אליו. הבנקים אומנם הורשו להמשיך בייעוץ השקעות, |

| | | |
|--|--|------|
| אך נאלצו להפריד בין פעילות השיווק ליעוץ, כלומר, נאסר על בנק לקבל תמורה מבעליו של מוצר פיננסי/פנסיוני בגין ביצוע פעולות במוצר לרבות דמי הפצה. בתחום הפנסיה, בשנת 2005 חל שינוי באופן גביית דמי הניהול, כאשר הקופות הפנסיוניות החלו לגבות דמי ניהול מהפקדות בנוסף לדמי ניהול מהצבירה. המטרה המוצהרת של השינוי הייתה לאפשר את צירופם של חוסכים ללא צבירה ועם הפקדות נמוכות. | | |
| ועדת חמדני בחנה את הצעדים הדרושים להגברת מעורבות הגופים המוסדיים בשוק ההון בישראל. בעקבות הוועדה, מוסדה חובת ההצבעה של הגופים המוסדיים באספות כלליות של חברות שהם מחזיקים בהן, הוגברה השקיפות לגבי מדיניות ההצבעה בסוגיות שונות ונקבעו חובות דיווח. | ועדת חמדני | 2006 |
| משנת 2008 ואילך, הוחלה חובה לבטח את כלל העובדים במשק בביטוח פנסיוני. חלה חובה על העובד ועל המעסיק להפקיד בחיסכון הפנסיוני של העובד. בנוסף, המעסיק מחויב להפקיד עבור העובד פיצויי פיטורים. | צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף | 2008 |
| נקבעה תקרה חדשה לדמי הניהול בקופות הגמל ובביטוחי המנהלים: 4% מההפקדות ו-1.1% מהצבירה בשנת 2013 והחל משנת 2014 הופחתו הדמי הניהול המרביים מהצבירה ל-1.05% לשנה. | הפחתת תקרת דמי הניהול בשוק החיסכון הפנסיוני | 2013 |
| נקבע שעובד שאינו בוחר באופן אקטיבי להשתייך לקרן פנסיה מסוימת, יצורף על ידי המעסיק באופן אוטומטי לקרן פנסיה "ברירת מחדל" שנבחרה במכרז מטעם משרד האוצר. לקרן ברירת המחדל תנאים המיטיבים עם העובד; טרם הרפורמה, עובד שלא בחר אקטיבית להשתייך לקרן מסוימת שויך לקרן פנסיה לפי בחירת המעסיק. | הגדרת קרנות ברירת המחדל; הגדלת שיעור ההפרשות לפי צו ההרחבה | 2016 |
| החל משנת 2017 גם עובדים עצמאים מחויבים להפריש חלק מהכנסתם לחיסכון פנסיוני. הצו קובע גם את שיעורי ההפקדה שעבורם ניתנות הטבות מס. כן נקבע שחלק מהכספים שהעמית העצמאי צובר יוכלו לשמש אותו בתקופות אבטלה. | החלת צו ההרחבה על עצמאיים | 2017 |

3. מאפייני התחרות בשוק החיסכון ארוך הטווח⁶²

3.1 חסמי כניסה

כניסה של חברות לשוק החיסכון ארוך הטווח מותנית בעמידתן בדרישות רגולטוריות רבות לצורך קבלת רישיון בהתאם לאופי הפעילות ולסוגי המוצרים המשווקים. דרישות אלו כוללות דרישות הון, עמידה בכללי ממשל תאגידי, הקמת מערכים להבטחת זכויות המבוטחים ועוד. לצורך קבלת האישורים נדרש מהחברה לתפעל מערכים שונים בהתאם לסל המוצרים המשווק. לדוגמה, חברה מנהלת המשווקת קרנות פנסיה נדרשת להחזיק מערך חישוב קצבאות, מערך אקטואריה, מערך שירות לקוחות, ממשקי עבודה מול סוכנים ומערכות מיכון מתקדמות נוספות. חברת ביטוח המשווקת מוצרי ביטוחי חיים

⁶² הנתונים המופיעים בפרק זה מעודכנים לסוף דצמבר 2019 ואינם כוללים התייחסות לשינויים שהתרחשו לאחרונה, שהבולט ביניהם הוא המיזוג של פעילות הגמל של אלטשולר שחם ופסגות.

נדרשת לעמוד בדרישות הון מינימליות בהתאם לדירקטיבה האירופאית Solvency II. לעומת זאת, לחברה המבקשת לנהל קופות גמל הדרישות נמוכות יותר בגלל המורכבות התפעולית הנמוכה יחסית במוצר זה.

3.1.1 מספר החברות המנהלות קרנות פנסיה, קופות גמל וחברות ביטוח

| 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
|------|------|------|------|------|-------------|
| 39 | 37 | 37 | 37 | 37 | קרנות פנסיה |
| 181 | 200 | 190 | 183 | 182 | קופות גמל |
| 10 | 10 | 9 | 8 | 8 | חברות ביטוח |

3.2 שינויים במספר השחקנים בענף חיסכון ארוך הטווח

פרט לירידה מסוימת במספר השחקנים בענף הגמל כתוצאה ממיזוגים, נכון לסוף 2019 לא חלו שינויים מהותיים במספר החברות המנהלות. המיזוגים הבולטים בענף הגמל בשנים 2015-2019 היו המיזוג בין קופות הגמל שנוהלו על ידי איילון פנסיה וגמל לאלו שנוהלו ע"י קופת הגמל של מיטב דש (2017), והמיזוג שבין קופות הגמל של הפניקס וחברת אקסלנס גמל והשתלמות בע"מ (2019). לאחרונה הוכרז על פעילות הגמל של אלטשולר שחם ופסגות. זהו מיזוג משמעותי מאד, שהנתונים לגביו אינם משתקפים עדיין בנתונים המובאים כאן (ומעודכנים לדצמבר 2019).

3.3 שינויים במספר השחקנים בענף הביטוח

בשנת 2016 רכשה הכשרה חברה לביטוח בע"מ את פעילות ביטוח החיים של אלטשולר שחם בע"מ. בשנת 2018 רכשה איילון חברה לביטוח את פעילות ביטוח החיים של פסגות.

3.4 חברות המנהלות קרנות פנסיה חדשות ושיעור הנכסים שבניהולן

| 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | % מסך נכסים מנוהלים – קרנות פנסיה חדשות מקיפות |
|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--|
| 1.48% | 1.52% | מוזג | מוזג | מוזג | איילון ⁶³ |
| 5.60% | 6.01% | 6.48% | 6.65% | 7.08% | הפניקס |
| 16.5% | 17.06% | 17.80% | 18.09% | 18.13% | הראל |
| 17.67% | 17.36% | 16.84% | 16.51% | 15.97% | כלל |
| 22.10% | 21.32% | 20.41% | 19.61% | 18.78% | מגדל |
| 34.97% | 34.79% | 34.40% | 34.34% | 33.80% | מנורה |
| 98.32% | 98.06% | 95.93% | 95.2% | 93.76% | סה"כ חברות ביטוח |
| 0.25% | 0.33% | 0.67% | 1.11% | 1.94% | אלטשולר שחם |
| 0.14% | 0.14% | 0.21% | 0.36% | 0.64% | הלמן אלדובי |
| 0.79% | 0.91% | 2.54% | 2.68% | 2.90% | מיטב דש |
| 0.50% | 0.56% | 0.64% | 0.65% | 0.76% | פסגות |
| 1.68% | 1.94% | 4.06% | 4.8% | 6.24% | סה"כ חברות מנהלות המוחזקות ע"י בתי השקעות: |

⁶³ בתחילת שנת 2017 התמזגו קופות הגמל שנוהלו על ידי איילון פנסיה וגמל בע"מ לקופת הגמל של מיטב דש גמל ופנסיה בע"מ.

במשך כל התקופה, פלח השוק של שלוש חברות ביטוח (מגדל, מנורה והראל) עמד על כ-70%. עם זאת, ניכרת עלייה משמעותית בפלחי השוק של בתי השקעות שזכו במכרז קרנות ברירת המחדל ב-2017 (אלטשולר שחם, פסגות, מיטב דש והלמן אלדובי). קרנות אלו מציעות דמי ניהול מופחתים לעובדים המצטרפים למקום עבודה חדש שבו אין למעסיק הסדר ברירת מחדל עם קרן פנסיה. כמו כן, קרנות אלה מהוות אלטרנטיבה לעמיתים קיימים המעוניינים להוזיל את דמי הניהול בחיסכון הפנסיוני שלהם.⁶⁴ עם כניסתן של קרנות הפנסיה הנבחרות במכרז ברירת המחדל ניכרת מגמת עלייה בפלחי השוק של בתי השקעות שזכו במרכז בהפקדות חדשות לקרנות הפנסיה:

3.5 חברות המנהלות קרנות פנסיה חדשות ושיעורי ההפקדות בהן מתוך סך ההפקדות

| 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | % מההפקדות בקרנות הפנסיה החדשות |
|--------------|------------|--------------|--------------|------------|---------------------------------|
| 2.5% | 2.6% | מוזג | מוזג | מוזג | איילון |
| 8.8% | 9.1% | 9.2% | 8.9% | 9.1% | הפניקס |
| 18.1% | 19.6% | 20% | 20.8% | 20.3% | הראל |
| 17.3% | 16.5% | 15.5% | 14.5% | 13.9% | כלל |
| 20.8% | 19.7% | 19.2% | 18.1% | 17.4% | מגדל |
| 29.8% | 29.5% | 29.7% | 29.8% | 29.3% | מנורה |
| 97.3% | 97% | 93.6% | 92.1% | 90% | סה"כ חברות ביטוח |
| 0.4% | 0.5% | 1% | 1.7% | 2.9% | אלטשולר שחם |
| 0.2% | 0.2% | 0.4% | 0.8% | 1.7% | הלמן אלדובי |
| 1% | 1.2% | 3.8% | 4.2% | 4.3% | מיטב דש |
| 1.1% | 1.1% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | פסגות |
| 2.7% | 3% | 6.4% | 7.9% | 10% | סה"כ בתי השקעות |

⁶⁴ במקביל, נעשו מהלכים להקלת ניווד הכספים בקרנות הפנסיה: החל מ-2016 הפעילה רשות שוק ההון הליך של איחוד אוטומטי של כספים המצויים בחשבונות לא פעילים של חוסכים עם כספים המצויים בקרן פנסיה פעילה. מטרת ההליך היא שמירת הרצף הביטוחי של העמיתים במעבר בין מקומות עבודה, ריכוז של כספי העמית במקום אחד ומניעת חשבונות מנותקי קשר.

3.6 חברות המנהלות קופות גמל ושיעור הנכסים שבניהולן

| 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | % מסך נכסים מנוהלים – קופות גמל |
|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------------------------|
| 1.02% | 0.94% | מוזג | מוזג | מוזג | איילון |
| 6.89% | 7.04% | 6.79% | 6.75% | 6.36% | הפניקס אקסלנס |
| 3.88% | 4.28% | 4.79% | 5.32% | 5.29% | הראל |
| 4.05% | 3.93% | 3.63% | 3.71% | 3.85% | כלל |
| 7.85% | 7.19% | 6.46% | 6.14% | 5.86% | מגדל |
| 2.40% | 2.87% | 3.18% | 3.63% | 3.94% | מנורה |
| 26.09% | 26.25% | 24.85% | 25.55% | 25.3% | סה"כ חברות ביטוח |
| 11.60% | 11.80% | 13.99% | 17.59% | 21.18% | אלטשולר שחם |
| 1.73% | 1.69% | 1.93% | 1.87% | 1.80% | אנליסט |
| 3.16% | 3.04% | 2.73% | 2.64% | 2.64% | הלמן אלדובי |
| 6.49% | 8.60% | 11.07% | 9.98% | 9.66% | ילין לפידות |
| - | - | 0.00% | 0.01% | 0.04% | מור קופות גמל ⁶⁵ |
| 12.14% | 11.14% | 10.62% | 9.85% | 8.99% | מיטב דש |
| 8.17% | 8.25% | 7.40% | 6.72% | 6.12% | פסגות |
| 30.60% | 29.23% | 27.41% | 25.78% | 24.27% | אחר ⁶⁶ |
| 73.91% | 73.75% | 75.15% | 74.45% | 74.7% | סה"כ בתי השקעות |

בשנים האחרונות עם כניסתם של מוצרי הגמל להשקעה וחיסכון לכל ילד, חלה עליה ניכרת בפלחי השוק של בתי ההשקעות כגון, אלטשולר שחם או ילין לפידות. עליה זו נובעת גם מהניוד החופשי החברות המנהלות והמסלולים השונים.

3.7 חברות ביטוח המנהלות פוליסות ביטוחי חיים ושיעור הנכסים שבניהולן

| 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | % מסך נכסים מנוהלים – ביטוחי מנהלים משתתף ברווחים |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---|
| 16.17% | 16.69% | 16.98% | 17.10% | 18.72% | הפניקס ביטוח |
| 14.64% | 16.17% | 17.00% | 17.58% | 17.43% | הראל ביטוח |
| 21.90% | 21.42% | 20.65% | 20.22% | 18.96% | כלל ביטוח |
| 33.53% | 33.25% | 32.50% | 31.97% | 31.40% | מגדל ביטוח |
| 8.69% | 8.55% | 8.22% | 8.31% | 8.20% | מנורה ביטוח |
| 1.15% | 1.13% | 1.09% | 1.21% | 1.14% | איילון |
| 96.08% | 97.21% | 96.44% | 96.37% | 95.85% | סה"כ חברות ביטוח |
| 0.21% | 0.19% | 0.17% | 0.15% | 0.13% | ביטוח ישיר |
| 2.00% | 2.23% | 3.15% | 3.48% | 4.02% | הכשרה |
| 0.26% | 0.26% | 0.24% | - | - | פסגות ביטוח |

⁶⁵ רכשה את פעילותה של חברת "אינטרגמל" שפעלה בתחום זה עד 2017.

⁶⁶ קופות גמל ענפיות לרבות: עמ"י, סלייס גמל, גל - ניהול קופות גמל לעובדי הוראה, שובל, ההנדסאים והטכנאים, מחר - חברה לניהול קופות גמל, עובדים סוציאליים, עובדי אל על, עובדי אוניברסיטת ת"א, פקדי ב.לאומי, אינפיניטי, קרן לרופאים במדינה, קו הבריאות, עובדי עיריית ת"א, עובדי עיריית חיפה, שיבולת, עובדי התעשייה האווירית, עובדי האוניברסיטה העברית, עובדי הסוכנות היהודית, עובדי מחוג וכור תדיראן.

| | | | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|
| 0.11% | 0.11% | - | - | - | אלטשולר שחם |
| 3.92% | 2.79% | 3.56% | 3.63% | 4.15% | סה"כ בתי השקעות |

בחלק זה של שוק החיסכון הפנסיוני, ארבע חברות ביטוח גדולות (הפניקס, הראל, כלל ומגדל) מנהלות קרוב ל-90% מהנכסים.

3.8 מדדי ריכוזיות בענף החיסכון הפנסיוני בישראל

להלן מוצגים שלושה מדדי ריכוזיות למוצרים פנסיוניים נבחרים לשנים 2012-2019 (ריכוזיות גבוהה נוטה להיות מזוהה עם על תחרות מועטה):

- מדד CR3 – נתח השוק של שלושת הגופים הגדולים ביחס לכל קטגוריה מוצגת.
- מדד CR5 – נתח השוק של חמשת הגופים הגדולים ביחס לכל קטגוריה מוצגת.
- מדד הרפינדל-הירשמן (מדד HHI) – מדד ריכוזיות המחושב כסכום ריבועי נתח השוק של כל הגופים בשוק ביחס לכל קטגוריה המוצגת להלן⁶⁷:

| מדד ריכוזיות ותחרות – CR3 | | | | | | | | |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-----------------------------------|
| 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| 0.37 | 0.36 | 0.35 | 0.34 | 0.34 | 0.35 | 0.37 | 0.39 | מוצרי גמל ⁶⁸ |
| 0.74 | 0.75 | 0.73 | 0.72 | 0.71 | 0.70 | 0.70 | 0.69 | מוצרי ביטוח חיים ⁶⁹ |
| 0.78 | 0.77 | 0.76 | 0.75 | 0.73 | 0.73 | 0.72 | 0.71 | קרנות הפנסיה החדשות ⁷⁰ |
| מדד ריכוזיות ותחרות – CR5 | | | | | | | | |
| 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| 0.5 | 0.44 | 0.49 | 0.49 | 0.49 | 0.51 | 0.53 | 0.55 | מוצרי גמל ⁶⁸ |
| 0.96 | 0.97 | 0.95 | 0.95 | 0.96 | 0.95 | 0.95 | 0.95 | מוצרי ביטוח חיים ⁶⁹ |
| 0.96 | 0.96 | 0.96 | 0.95 | 0.97 | 0.96 | 0.95 | 0.94 | קרנות הפנסיה החדשות ⁷⁰ |
| מדד ריכוזיות ותחרות – HHI | | | | | | | | |
| 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| 0.07 | 0.06 | 0.07 | 0.07 | 0.06 | 0.07 | 0.08 | 0.09 | מוצרי גמל ⁶⁸ |
| 0.23 | 0.23 | 0.22 | 0.22 | 0.22 | 0.21 | 0.21 | 0.21 | מוצרי ביטוח חיים ⁶⁹ |
| 0.24 | 0.24 | 0.23 | 0.23 | 0.23 | 0.22 | 0.22 | 0.21 | קרנות הפנסיה החדשות ⁷⁰ |

מידת הריכוזיות בענפי החיסכון הפנסיוני השונים נותרה כמעט ללא שינוי בשנים 2012 עד 2019. ככלל, מוצרי הגמל אופיינו במידת ריכוזיות נמוכה בהשוואה למוצרי ביטוח החיים וקרנות הפנסיה החדשות בתקופה שעבורה נאספו הנתונים. אחת הסיבות לכך היא שחשמי הכניסה לענף הגמל נמוכים בהשוואה לשאר המוצרים (ראה סעיף 3.1 לעיל). עם זאת, לאחרונה נודע על מיזוג פעילות הגמל של שתי חברות מרכזיות, אלטשולר שחם ופסגות, דבר העשוי להשפיע על הריכוזיות הנמוכה יחסית שאפיינה את ענף הגמל עד 2019. במוצרי ביטוח החיים לחמש חברות הביטוח הגדולות נתח שוק משמעותי; לא חל שינוי משמעותי בריכוזיות במוצר זה. לבסוף, בקרנות הפנסיה החדשות חלה עליה בהפקדות לגופים הזוכים במכרז קרנות ברירת המחדל, וכן ניווד מסוים בין הגופים, שהביאו לירידה מינורית במדדי הריכוזיות.

4. דמי הניהול וההוצאות הישירות

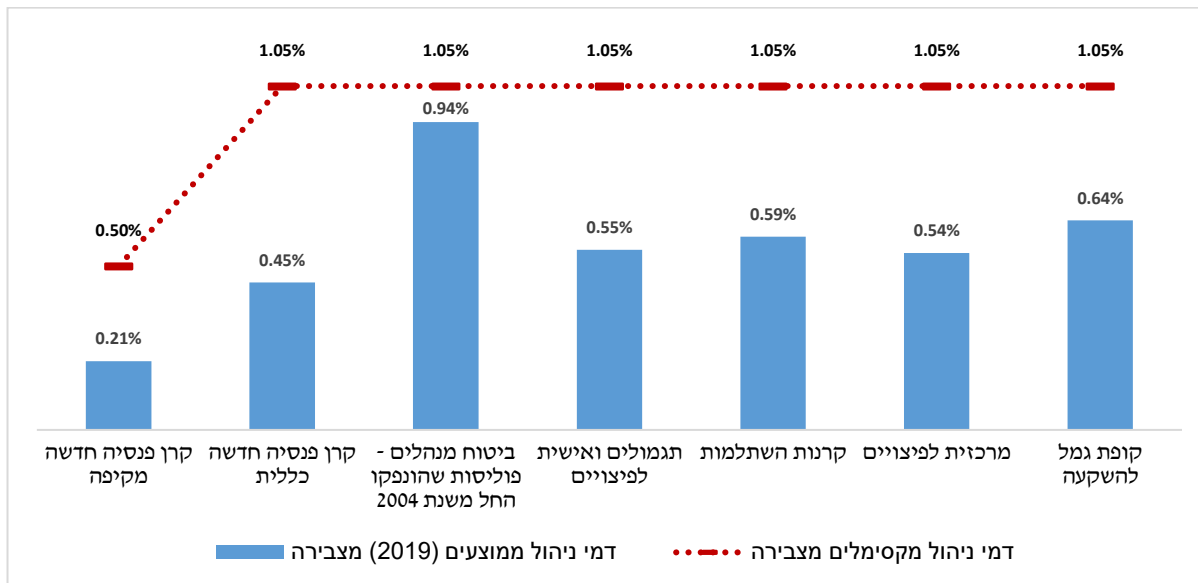
⁶⁷ תוצאות מדד HHI נעות בין 0 ל-1, כאשר בענף מבוזר יתקבל ערך נמוך ובענף ריכוזי ערך גבוה. לדוגמה, בענף בו פועלות חמש חברות אשר פלח השוק של כל אחת מהן הינו 20%, הרי שמדד HHI יהיה $0.2 \cdot (0.2)^2 + (0.2)^2 + (0.2)^2 + (0.2)^2 + (0.2)^2$.

⁶⁸ קופות גמל - קופת גמל לתגמולים, אישית לפיצויים, מרכזית לפיצויים, להשקעה, חיסכון לכל ילד וקרנות השתלמות.
⁶⁹ ביטוח חיים – פוליסות שהונפקו עד 1990, פוליסות שהונפקו בין 1991 ל-2003 ופוליסות שהונפקו החל מינואר 2004. לרבות משתתף ברווחים ומבטיח תשואה.

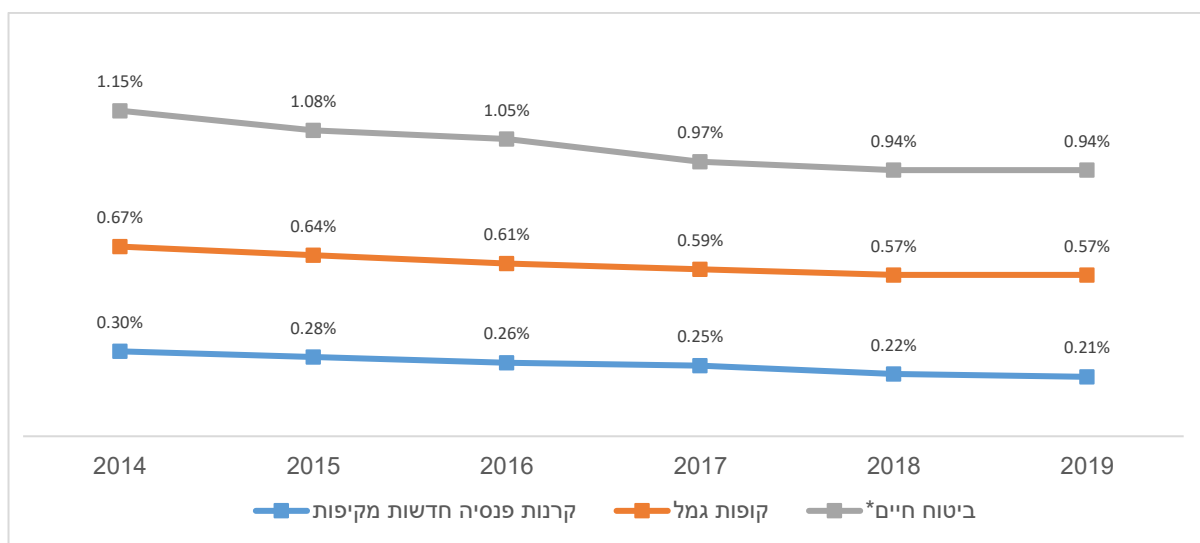
⁷⁰ קרנות הפנסיה החדשות – קרנות פנסיה מקיפות וכלליות בלבד. נתונים אודות קרנות הפנסיה הוותיקות לא נלקחו בחשבון שכן לא ניתן להצטרף אליהן משנת 1995.

האם השינויים המינוריים בריכוזיות בענף החיסכון הפנסיוני בעשור האחרון השפיעו על המחירים הנגבים בו? כפי שתואר בפרק א', דמי הניהול נגבים כשיעור קבוע מן הצבירה של החוסך ומכל הפקדה לחיסכון הפנסיוני:

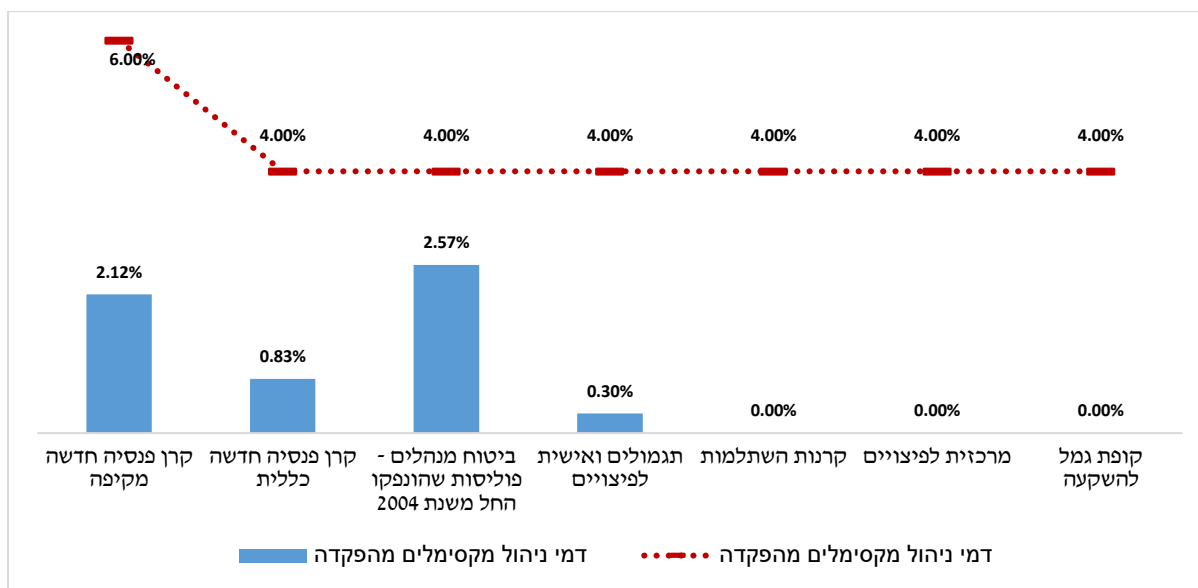
4.1.1 דמי ניהול ממוצעים מהצבירה בשנת 2019 לפי סוג מוצר:



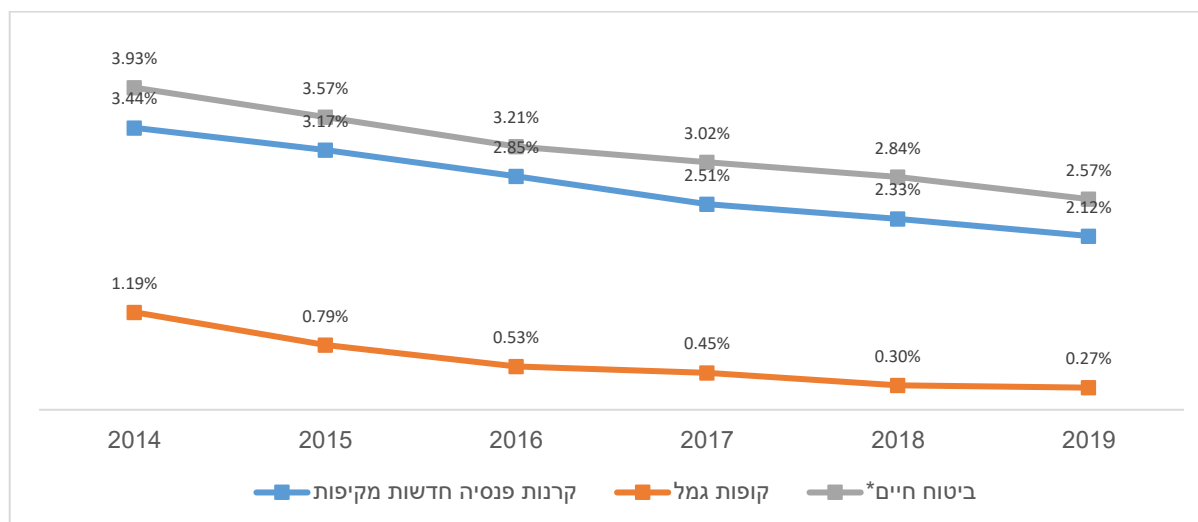
4.1.2 שיעור דמי הניהול הממוצעים מהצבירה מתוך נכסי הגופים המוסדיים בשנים 2014-2019:



4.1.3 דמי ניהול ממוצעים מהפקדה בשנת 2019 לפי סוג מוצר:



4.1.4 שיעור דמי הניהול הממוצעים מהפקדה בשנים 2014-2019:

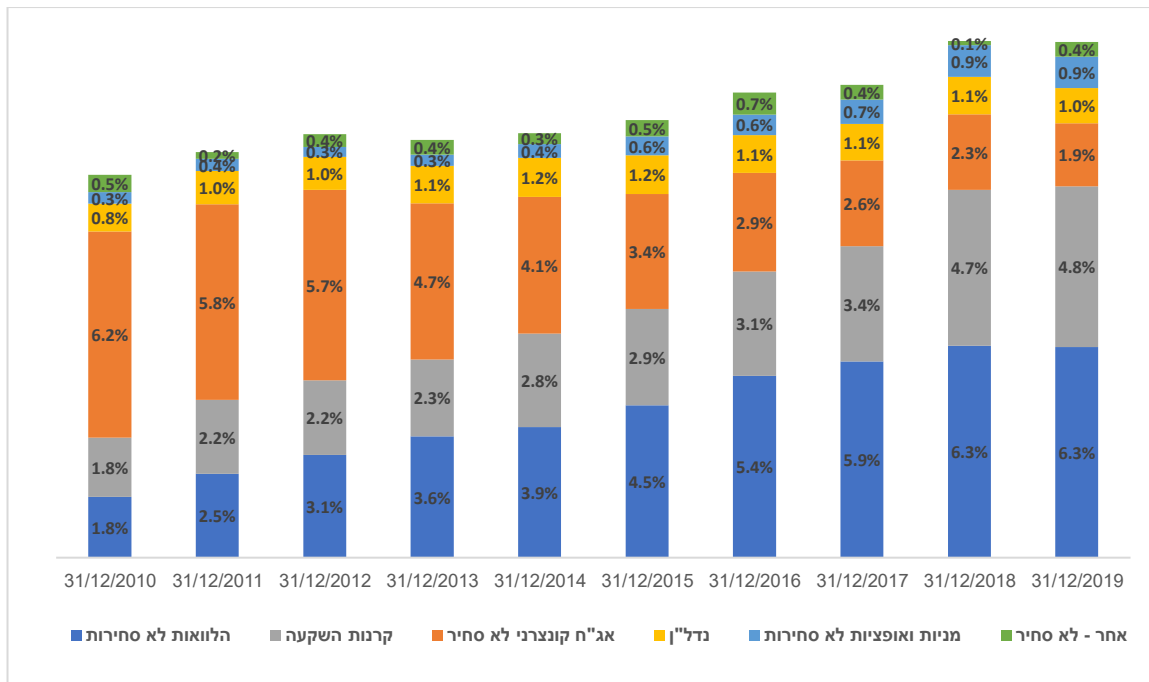


בשנים האחרונות חלה ירידה בדמי הניהול המוגדרים כשיעור מהצבירה או שיעור מההפקדה והם נמצאים הרבה מתחת לתקרות דמי הניהול שקבעה הרשות. יחד עם זאת, במונחים אבסולוטיים, בגלל העלייה המשמעותית בהיקף הנכסים המנוהלים בענף, נראה ששיעורי הרווחיות בו לא נשחקו.

4.2 הוצאות ישירות

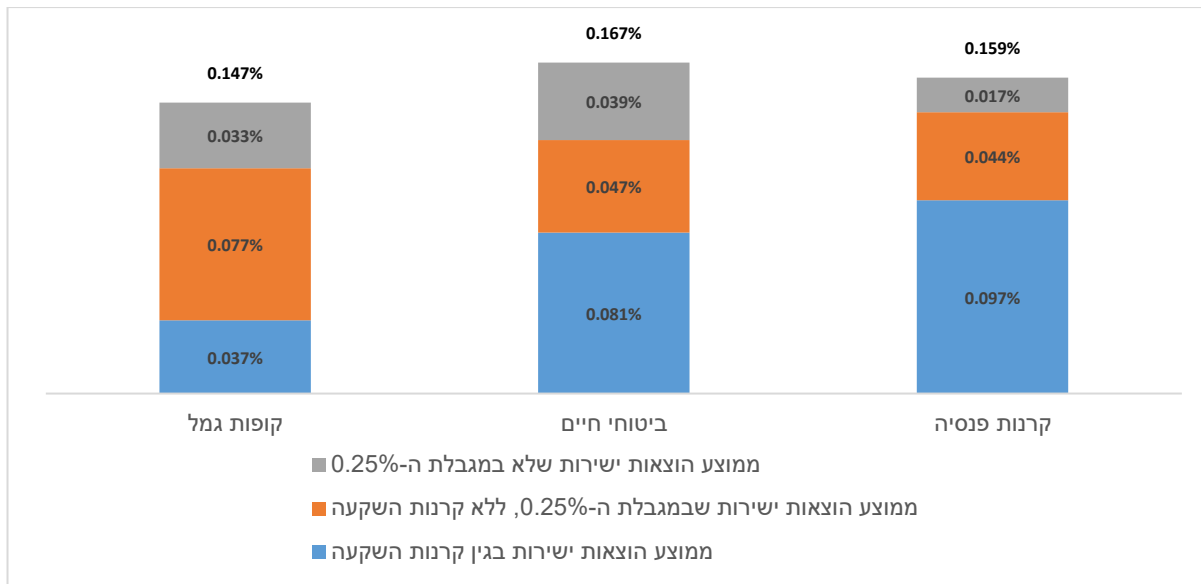
בעשור האחרון ניכרת מגמה עולמית של עליה בהשקעות גופים מוסדיים בנכסים לא סחירים (נספח א'). מגמה זו לא פסחה על ישראל, כפי שעולה מהתרשים להלן המציג את שיעורי החשיפה לאפיקי השקעה שונים של גופים מוסדיים בישראל:⁷¹

⁷¹ לא סחיר - תעודות חוב מסחריות, אג"ח קונצרניות, מניות, קרנות השקעה, כתבי אופציה, Forward, Swap, אופציות, מוצרים מובנים, הלוואות פרטיות וזכויות מקרקעין.



מגמת העלייה בולטת במיוחד בהלוואות הלא סחירות ובקרנות ההשקעה הפרטיות. במצב החקיקה הנוכחי, מנהלי החיסכון רשאים להשית על החוסך את "ההוצאות הישירות" הנובעות מן העלויות הכרוכות בהשקעות אלה (נספח ב').

4.2.1 התפלגות ההוצאות הישירות הממוצעות בשנת 2019:



שיעור ההוצאות הישירות הכולל (שבמגבלה ושלא במגבלה) הוא כ- 0.15-0.16, כשיעור ההוצאות הישירות בגין קרנות השקעה הן הרכיב הגדול ביותר. ההוצאות שאינן כפופות למגבלה, עליות קניה ומכירה של נכסים סחירים ולא סחירים נמוכות יחסית (חלק הארי בהן קשור לעמלות קניה ומכירה ודמי משמרת הקשורים בנכסים סחירים דווקא). קיימת, כמוכן, שונות בין הגופים המוסדיים ובין המסלולים השונים בכל הנוגע לשיעור ההוצאות הישירות.

5. השוואה בינלאומית של ההוצאות והעלויות

מגבלת ההוצאות הישירות שנקבעה בישראל היא ייחודית בהשוואה להוראות הרגולטוריות הקיימות במדינות מפותחות בעולם. מערכות הפנסיה במדינות אחרות נדרשות גם הן לסוגיית התשלומים עבור ניהול השקעות חיצוני והוצאות אחרות והשתתן על החוסכים. בניגוד לישראל, המענה הרגולטורי המקובל איננו בדרך של הטלת מגבלה ישירה על שיעור ההוצאות הישירות. ככלל, מקובל במדינות ה-OECD להטיל מגבלה כוללת בדבר סך דמי הניהול הכוללים הניתנים לגבייה, כאשר מגבלה זאת כוללת גם את התשלומים עבור ניהול השקעות חיצוני.

במסגרת עבודת הוועדה נערכה השוואה בין מערכת הפנסיה בישראל למערכות הפנסיה של צ'ילה וניו זילנד, שלהן מאפיינים מסוימים הדומים לאלה של המערכת הפנסיונית בישראל. בנוסף, נבחנו מודלים שונים של דמי ניהול במערכות פנסיה בעולם.

5.1 השוואה בין המערכת הפנסיונית בישראל למערכות פנסיוניות דומות – צ'ילה וניו זילנד

בצ'ילה, בדומה לישראל, מערכת הפנסיה היא פרטית ומופעלת על ידי גופים הפועלים למטרת רווח. כמו כן, מידת הריכוזיות של מערכת הפנסיה דומה גם כן, כאשר בצ'ילה מידת הריכוזיות גבוהה יותר (ארבע החברות הגדולות מנהלות קרוב ל-90% מסך החסכונות בקרנות הפנסיה). בדומה לישראל, הרגולציה הקיימת בצ'ילה ביחס להשקעות הא בעיקרה מבוססת עקרונות, בליווי מגבלות כמותיות על דמי הניהול הנגבים.

בניו זילנד, בדומה לישראל ולצ'ילה, מערכת הפנסיה היא פרטית, והרגולציה ביחס להשקעות של מנהלי החיסכון הפנסיוני מבוססת עקרונות. כמו בישראל, גם בניו זילנד קיימות קרנות ברירת מחדל, כאשר המכרז המשמש לבחירתן מאופיין בקריטריונים שונים. בשונה מישראל וצ'ילה, בניו זילנד חלק ניכר מהגופים הפנסיונים הינם בבעלות של תאגידים בנקאיים.⁷²

5.1.1 מערכות הפנסיה בצ'ילה ובניו זילנד

צ'ילה – קיימת חובת חיסכון לפנסיה בצ'ילה וניהול החסכונות מבוצע על ידי גופים פרטיים. המערכת הנוכחית החליפה מערכת פנסיונית שהתבססה על קצבה בשיטת "Pay-As-You-Go" (מימון שוטף, כמו במערכת הביטוח הלאומי בישראל), וזאת כחלק מרפורמות והפרטות בעידן פינושה בראשית שנות ה-80. כמו בישראל, לכל אדם חשבון אישי כשגובה הפנסיה תלוי בכספים שהופקדו, בתשואות ובעמלות.

ניו-זילנד – מערכת הפנסיה בניו זילנד מבוססת על שלושה רכיבים משלימים:

המרכיב הראשון הוא פנסיה ציבורית המכונה NZS (New Zealand Superannuation), זוהי תכנית תשלומים אשר ממומנת מהכנסות המדינה ממיסים, כאשר מטרתה העיקרית היא אספקת רווחה חברתית (בדומה לקצבאות הביטוח הלאומי).

המרכיב השני הוא פנסיה תעסוקתית, הכוללת תכנית חיסכון וולונטרית הנקראת KiwiSaver שנועדה להשלים את הסכום שמשולם מן הפנסיה הציבורית ולסייע בהגדלת החיסכון הפנסיוני. עובדים חדשים משתייכים אוטומטית לתוכנית זו (אלא אם הם בוחרים לבטל אותה).

המרכיב השלישי הוא פנסיה פרטית הכוללת מגוון תוכניות חיסכון, כאשר כל תכנית מוקמת על ידי מעסיק פרטי ונועדה לעובדיו, או על ידי קבוצת מעסיקים המקימים תכנית בשיתוף על מנת לחסוך בעלויות הנלוות.

5.1.2 שיעור ההפרשה לפנסיה

⁷² צ'ילה גדולה פי שניים בערך מישראל במספר תושביה, אבל ההכנסה לנפש בה היא פחות ממחצית ההכנסה בישראל. בניו זילנד מספר התושבים הוא כמחצית ממספר תושבי ישראל וההכנסה לנפש גבוהה הרבה יותר.

בצילה ובישראל, קיימת חובת הפרשה לחסכון הפנסיוני הן מצד המעסיק והן מצד העובד. לעומת זאת, בניו זילנד, ההפרשה לפנסיה הינה אופציונלית. להלן שיעור ההפרשה המנדטורי לעובד המשתכר שכר ממוצע:

| צילה | ישראל | | |
|-------|-------|-----------------------|--------------------|
| 11.2% | 6% | שיעור הפרשת עובד שכיר | |
| 1.2% | 6.5% | לפנסיה | שיעור הפרשת המעסיק |
| | 6% | לפיצויים | |

ניתן לראות כי שיעור ההפרשה הכולל לפנסיה מהשכר בישראל (18.5%) גבוה משיעורו בצילה (12.4%), כאשר השוני העיקרי הוא בפיצול הפנימי בין העובד והמעסיק: בישראל החלק שהעובד מפריש לפנסיה נמוך יותר מזה שמפריש עבורו המעסיק, בהשוואה לעובד בצילה שאחראי על מרבית ההפרשות.

5.1.3 מבנה דמי הניהול

בניו זילנד ובישראל, נגבים דמי הניהול מהצבירה ומן ההפקדות. סוגים נוספים של דמי ניהול המקובלים בניו זילנד הם דמי הצלחה למנהל הקרן, עמלה בגין מעבר בין מסלולים ועמלת כניסה/יציאה ממסלול. בצ'ילה נהוג מנגנון פחות נפוץ שלפיו דמי הניהול נגבים כשיעור משכר העובד. עמלות ניהול חיצוני המשולמות לצדדים שלישיים מושתות על החוסכים, אך בניגוד לישראל, גם בצ'ילה וגם בניו זילנד, לא קיימת מגבלה ישירה על שיעורן.

| דמי ניהול / מדינה | ישראל | צ'ילה | ניו זילנד |
|---|-------|-------|-----------|
| דמי ניהול על שכר | X | ✓ | X |
| דמי ניהול בגין הפקדות | ✓ | X | X |
| דמי ניהול בגין צבירה | ✓ | X | ✓ |
| דמי ניהול משתנים (דמי הצלחה) | X | X | ✓ |
| דמי ניהול נוספים (מעבר בין מסלולים, כניסה/יציאה ממסלול) | X | X | ✓ |
| דמי ניהול המועברים לצדדים שלישיים בגין ניהול השקעות | ✓ | ✓ | ✓ |

נכון לשנת 2019, דמי הניהול הכוללים הנגבים מהחוסכים בקרנות הפנסיה בישראל דומים לדמי הניהול בקרנות הפנסיה בצ'ילה ונמוכים מאלה שבקרנות הפנסיה בניו זילנד (בישראל דמי הניהול הכוללים הם בממוצע כ- 0.65% מסך הכנסים המנוהלים,⁷³ לעומת 0.73% בצ'ילה ו- 1.12%+ תשלום קבוע בסך \$32 בניו זילנד).

5.1.4 תשלומים המועברים לצדדים שלישיים

בעוד שבניו זילנד לא קיימת מגבלה כמותית בדבר שיעור ההוצאות שניתן להשית על העמיתים בגין ניהול השקעות ע"י צדדים שלישיים, בצ'ילה קיימות הנחיות ספציפיות שלפיהן נקבע שיעור דמי ניהול המקסימליים (במונחים שנתיים) שניתן לשלם ברמת המסלול לפי סוג הפעילות (מניות, אגרות חוב וכו') וסוג הקרן החיצונית שלה משלמים (קרן חוב, קרן השקעה בתשתיות, וכו').

| ניו זילנד | צ'ילה | ישראל | האם העמלות המועברות לצדדים שלישיים בגין ניהול השקעות מוגבלות בכל הקשור לסוג המכשיר (למשל- בגין השקעה במכשיר מסוג קרן השקעה?) |
|-----------|-------|-------|---|
| X | ✓ | ✓ | האם העמלות המועברות לצדדים שלישיים בגין ניהול השקעות מוגבלות בכל הקשור לסוג הסקטור בו נערכת ההשקעה (למשל- רק אפיק השקעה אלטרנטיבי)? |
| X | ✓ | ✓ | האם עלויות דמי משמרת (קסטודיאן) מוגבלות? |

⁷³ המספר מתייחס לקרנות הפנסיה המקיפות החדשות וכולל את דמי הניהול לסוגיהם וההוצאות.

5.2 דמי ניהול במדינות אחרות עולם

5.2.1 דמי ניהול מהצבירה – שכיחות בעולם

סקירה שפרסם ה-IPOS⁷⁴ International Organization of Pension Supervisors הכוללת נתונים על 88 גופים מנהלים של קרנות פנסיה מ-45 מדינות בעולם מלמדת שסוג דמי הניהול השכיח ביותר הינו דמי ניהול מצבירה, הנגבים על ידי 80 מתוך 88 מנהלי הפנסיה שנכללו בסקירה. דמי ניהול מהפקדה נגבים על ידי כמחצית מהגופים מנהלים (כמו בצ'ילה, יש גם מקרים שבהם נגבים דמי ניהול מהמשכורת), ודמי ניהול מבוססי ביצועים (דמי הצלחה) נגבים על ידי רבע (22 גופים מנהלים). עמלות אחרות, פחות שכיחות, הן עמלות ניוד, עמלות החלפה או יציאה ודמי הצטרפות.

5.2.2 דמי ניהול הכוללים יותר מרכיב אחד – שכיחות בעולם

לפי הסקירה של ה-IOPS, 35 גופים גובים עמלות בגין רכיב אחד בלבד, 40 גופים גובים עמלות בגין שני רכיבים ורק 12 גופים גובים עמלות בגין שלושה רכיבים (גוף אחד – באגנה - גובה עמלה בגין ארבעה רכיבים, צבירה, הפקדה, שכר וביצועים).

5.2.3 מודלים נוספים של דמי ניהול הנהוגים בעולם

בהולנד, קרנות הפנסיה נדרשות לספק מידע פרטני אודות עלויות הניהול ועלויות ההשקעה, צעד שהגביר את המודעות לנושא העלויות, וככל הנראה הביא לתוצאות טובות יותר. הקרנות מחויבות לפורמט דיווח ספציפי כשהבנק המרכזי עורך השוואה של ביצועי כל קרן ועלויותיה לקבוצת קרנות בעלות מאפיינים דומים (Peer Group), ומפרסם את התוצאות. נוסף על כך, תוכניות הפנסיה נדרשות לספק הסבר לסטייה ממבנה העלויות של קבוצת השוואה שלהן, אם קיימת כזו.

מדינות שונות, ביניהן אוסטרליה, אסטוניה והונג קונג, הציגו תכניות פנסיה חדשות בעלויות נמוכות. צ'ילה, שוודיה טורקיה ובריטניה הטילו מגבלות על העמלות המושגות על החוסכים. במקסיקו הוחלט על פישוט מבנה העמלות בשנת 2008 על ידי הפסקת השימוש בדמי ניהול על בסיס הפקדה וגביית דמי ניהול על בסיס צבירה בלבד. בריטניה החליטה להציב תקרת דמי ניהול של 0.75% מהנכסים המנוהלים בקרנות ברירת המחדל. התקרה חלה על כלל העלויות, לרבות, דמי הניהול לסוגיהם, עלויות השקעה ישירות ועקיפות, אך אינה כוללת עלויות עסקה.

באיחוד האירופי מתגבשת תכנית פנסיה אישית חדשה, PEPP, שבמסגרתה יוגבלו סך דמי הניהול והעמלות לשיעור של 1% מסך הנכסים המנוהלים. זוהי תכנית וולונטרית שתוצע על ידי ספקי הפנסיה השונים.⁷⁵

בכמה מדינות, כגון יפן, הופעלו מודלים של דמי הצלחה (דמי ניהול מבוססי ביצועים) הכוללים עמלה הנקבעת מראש ועמלה המבוססת על הרווחים בפועל. ביפן, דמי הצלחה נגבים על בסיס תחשיב התשואה לתקופה רב-שנתית.

לסיכום, ניכר כי במדינות רבות חלו שינויים רגולטורים שונים לשיפור השקיפות לחוסך, מתוך כוונה להביא להגברת התחרותיות בשוק החיסכון ארוך הטווח. כחלק ממהלכים אלה, ניכרת גם מגמה של צמצום סוגי דמי הניהול השונים הניתנים לגבייה מהחוסכים.

⁷⁴ [IOPS Working Papers on Effective Pensions Supervision, No.32 - 2018 Update on IOPS Work On Fees and Charges, pages 8-12.](#)

⁷⁵ [Pan-European Personal Pension Product \(PEPP\) – EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority](#)

5.2.4 קרנות ברירת מחדל בצ'ילה, ניו זילנד, אוסטרליה ובריטניה

בצ'ילה ובניו זילנד פועלים מנגנונים אשר נועדו לעודד את התחרות בין ספקי הפנסיה ובכך להפחית את דמי הניהול הנגבים מהחוסכים; בצ'ילה נערכים מכרזים לבחירת קרן ברירת המחדל, כשהקרן המציעה את דמי הניהול הנמוכים ביותר זוכה בצירוף כל המצטרפים החדשים. בניו זילנד, קרנות ברירת המחדל נבחרות על בסיס מספר קריטריונים ובהם יכולות השקעה, ממשל תאגידי, יכולת ניהולית, יציבות וגובה דמי הניהול. הן בצ'ילה והן בניו זילנד ניכרת בשנים האחרונות ירידה בדמי הניהול של קרנות ברירת המחדל וכן ירידה בשיעור העמלות הממוצע שנגבה מהחוסכים.

באוסטרליה, קרנות ברירת המחדל מכונות "MySuper". חוסכים שלא בוחרים מסלול השקעה בחיסכון הפנסיוני, מצורפים כברירת מחדל למסלול בקרנות אלה, המוגדר כפשוט, זול וקל השוואה:

- פשוט – כתלות בסוג הקרן, החוסך ישוּך לקרנות ברירת מחדל או במודל תלוי גיל (Lifecycle Option) או במסלול כללי מאוזן שמושקע בתמהיל עם סיכון בינוני (A Single Diversified Investment Option).
- זול – ישנן מגבלות על סוג העמלות שניתן לגבות מהחוסכים - עמלות נגבות עבור ניהול המסלול (דמי ניהול), ניהול השקעות (ניתן להשית הוצאות ישירות) ושירותים אחרים כגון החלפת קרנות ועלויות קניה ומכירה.
- קל להשוואה – סטנדרט הדיווח של קרנות MySuper מוצג בפורמט אחיד, כך שניתן להשוות אותן בקלות. הקרנות מחויבות לחשוף את כלל העמלות. מאפייני הקרן ותשואות ההשקעה מדווחים באופן פשוט ובעזרת גרפים קלים לקריאה, וזמינים באופן מקוון / מודפסים לצד הדוח לעמית השנתי.

לבסוף, בבריטניה הוקמו לאחרונה קרנות חדשות מרכזיות שנועדו לחולל תחרות. קרנות אלה, המכונות NEST, מציעות חיסכון פנסיוני בעלות נמוכה לאוכלוסיות חלשות, ומחויבות לקבל גם חוסכים בעלי חשבונות חיסכון קטנים.⁷⁶

⁷⁶ [My Nest Pension – Nest Pensions UK](#)

מבוא

כפי שתואר בפרקים א' וב', כספי החיסכון הפנסיוני מושקעים במגוון רב של אפיקי השקעה, רובם סחירים (כגון מניות או אגרות חוב), ומיעוטם השקעות שאינן סחירות כגון מניות של חברות פרטיות, אשראי לא סחיר, ויחידות השתתפות בקרנות השקעה פרטיות לסוגיהן. הדיון בפרק זה מתמקד בהשקעות שאינן סחירות, ובפרט השקעות בקרנות Private Equity (להלן PE). קרנות השקעה אלה מאורגנות, בדרך כלל, כשותפות מוגבלת, עם משך חיים קבוע מראש (שבע עד עשר שנים), שבה שותפים כלליים (General Partners) ושותפים מוגבלים (Limited Partners). השותפים הכלליים הם מנהלי הקרן ומחליטים על השקעותיה. השותפים המוגבלים, בדרך כלל משקיעים מוסדיים, כגון קרנות פנסיה, קרנות אוניברסיטאיות, חברות ביטוח ועוד, מספקים את המימון לקרן ואינם לוקחים חלק בהחלטות ההשקעה. ככלל, פעילותן של קרנות אלה אינן מפקחות.

קרנות השקעה גובות שני רכיבים של דמי ניהול, רכיב קבוע ורכיב משתנה. דמי הניהול השנתיים הקבועים המקובלים הם 2% מסך התחייבויות ההשקעה של המשקיעים בקרן, ודמי ההצלחה, המכונים Carried Interest (או, בקיצור Carry), הנפוצים הם בשיעור של 20% מהתשואה של הקרן.⁷⁸

ניתן לחלק את קרנות ההשקעה (PE) לסוגים שונים (ראה גם נספח ו'):

1. קרנות Buyout הקונות חברות ציבוריות, מוחקות אותן מהמסחר, משביחות אותן ומוכרות אותן מחדש;
2. קרנות הון סיכון (Venture Capital) המשקיעות בחברות טכנולוגיה צעירות;
3. קרנות חוב פרטי המשקיעות בחוב בלתי סחיר;
4. קרנות נדל"ן;
5. קרנות השקעה בתשתיות;
6. קרנות השקעה במשאבי טבע וסחורות;

אפיקי השקעה אלה מאופיינים במקרים רבים בהשקעות בחברות שאינן ציבוריות ואינן נזילות, ובהשקעות שהן חלק מאסטרטגיית השקעה אקטיבית הכוללת מעורבות של קרן ההשקעה בממשל התאגידי ובהיבטים אחרים של פעילות החברות שבהן היא משקיעה.

יש מספר סיבות אפשריות לכך שהשקעה ב-PE עשויה להניב תשואה שונה מאשר השקעה באפיקים סחירים:

1. פרמיית אי-נזילות (גם על השקעות הדומות במאפייניהן להשקעות באפיקים סחירים): למשקיעים ארוכי טווח כגון קרנות פנסיה או קרנות של מוסדות אקדמיים עשוי להיות "אורך רוח" כדי לוותר על הנזילות של חלק מנכסיהן תמורת פרמיית אי-נזילות שגובהה תלוי בביקוש ובהיצע ומשתנה על פני זמן;

⁷⁷ פרק זה מסתמך במידה רבה על סקירה בנושא שהוזמנה על ידי קרן העושר הלאומית הנורבגית (להלן D&S): Doskeland, T., and Stromberg, P. (2018). "Evaluating Investments in Unlisted Equity for the Norwegian Government Pension Fund Global (GPF)." Norwegian Ministry of Finance. https://www.regjeringen.no/contentassets/7fb88d969ba34ea6a0cd9225b28711a9/evaluating_doskelandstromberg_10012018.pdf

⁷⁸ לעיתים נוספת גם רמת סף (Watermark) של רווח שרק מעליה נגבים דמי הצלחה. הסדר התגמול בקרנות ידוע גם בכינוי "two and twenty". לדיון נוסף בנושא זה, ראה, Robinson, D. & Sensoy, B. (2016). Cyclical, Performance Measurement, and Cash Flow Liquidity in Private Equity. Journal of Financial Economics, 122(3), 543–521.

2. שוני במאפייני הסיכון בין מאפייני החברות שקרנות PE משקיעות בהן לבין החברות שבהן ניתן להשקיע בהן באפיקים סחירים: למשל, הבדלים בענפי תעשייה או במיקום הגיאוגרפי של החברות. בגלל הבדלים כאלה השקעות PE עשויות לסייע בפיזור הסיכון בתיק ההשקעות, כי המתאם (Beta) שלהן עם תנודות שוקי המניות שונה מזה של השקעות סחירות;
3. תשואה עודפת מעבר לחשיפה לסיכון שיטתי (אלפא - "Alpha"), אולי בגלל מומחיות ייחודית של מנהל הקרן (למשל, בזיהוי הזדמנויות המתומחרות בחסר), אולי בזכות גישה ("Access") להשקעות ייחודיות, או בזכות יכולת של מנהלי הקרן לייצר ערך כלכלי עבור חברות הפורטפוליו:⁷⁹ קיומה של "אלפא" בהשקעות PE שנוי במחלוקת חריפה בספרות. בהקשר זה, הדיון עוסק לא רק בשאלה אם מנהלי הקרן מסוגלים לייצר תשואה עודפת, אלא גם בסוגיה אם בשיווי משקל תחרותי גם השותפים המוגבלים ייהנו ממנה (כלומר, אם קיימת אלפא חיובית בניכוי דמי הניהול).⁸⁰

תשואות ממוצעות בהשוואה למדדי ייחוס

הספרות בנושא זה עצומה (ראה סיכום ומראי מקומות רבים בפרק א'). D&S (ראה הערה 75), בסקירה מעודכנת יחסית שנעשתה בהזמנת קרן העושר הלאומית הנורבגית, מצביעים על כך שקרנות Buyout אמריקאיות הניבו תשואות גבוהות יותר ממדדי המניות המרכזיים בעשורים האחרונים, למרות שנראה שפערי התשואה בין הקרנות למדדים מצטמצמים בתקופה האחרונה. ממצאים דומים מדווחים במקורות אחרים.⁸¹ קרנות ההון סיכון הציגו ביצועים טובים מאוד בשנות ה-90 אך ביצועים נמוכים יחסית אחרי התפוצצות בועת ה-dot.com בשנת 2000.⁸² בעדויות בפני ה-SEC בשימוע שנערך בנושא זה בספטמבר 2020 הוצגו נתונים של חברת Cambridge Associates, בעלת אחד ממאגרי הנתונים הגדולים בעולם על קרנות PE, העולים בקנה אחד עם המסקנה כי ביצועי הקרנות ירדו בתקופה האחרונה, ובפרט ביצועיהן של קרנות הון סיכון.⁸³ בעדותו בפני ה-SEC, טען פרופ' ג'וש לרנר מהרווארד שדמי הניהול הנגבים בענף גורעים מן האטרקטיביות שלו לשותפים המוגבלים (ה-LP). לדבריו, בהתבסס על מידע לשנים 2017-2000, תשואותיהן של קרנות PE בארה"ב לא היו שונות משמעותית מאלו של מדדי ייחוס זמינים כגון מדד ה-Russel 3000 אשר כולל את 3,000 המניות הציבוריות הגדולות ביותר בארה"ב ומייצג כ-98% משוק המניות הסחירות בארה"ב.⁸⁴ עדותו של פרופ' לודוויק פאליפו מאוקספורד מצביעה על ביצועים נמוכים במעט של קרנות ה-PE כמכלול בהשוואה למדד ה-S&P 500 וביצועים דומים לאלה של המדד לקרנות ה-Buyout.⁸⁵ D&S מציינים שמשקיעים מוסדיים גדולים, כמו קרן העושר הנורבגית, יכולים, כנראה, לשאת ולתת על דמי הניהול, אך לשותפים כלליים קטנים יותר, דמי הניהול נוגסים בחלק משמעותי מן התשואה.

⁷⁹ ספרות ענפה, שלא תידון כאן, מתארת את היכולת של מנהלי קרנות הון סיכון, למשל, להשביח חברות טכנולוגיות צעירות שבפורטפוליו שלהן על ידי שיפור הניהול, העלאת החדשנות ועוד. במקביל, גם קרנות Buyout משביחות חברות שהן משקיעות בהן, בעיקר על ידי שינויים אסטרטגיים שהן אוכפות.

⁸⁰ לכאורה, תשואה עודפת תביא לעליית הביקוש לשירותיו של מנהל הקרן עד שהתשואה העודפת תעלם (בין אם משום שהמנהל לא יוכל לייצר תשואה עודפת כשהיקף נכסי הקרן יעלה, ובין אם דמי הניהול יעלו עם עליית הביקוש).

⁸¹ [Bain, the Global Equity 2020 report, p.82-83](#)

⁸² ראה גם Kaplan, S. N., & Sensoy, B. A. (2015). Private Equity Performance: A Survey. Annual Review of Financial Economics, 17(1), 597-614.

⁸³ [Private Investments, AMAC Private Investments Subcommittee, September 2020, Cambridge Associates](#)

⁸⁴ [Remarks to the SEC Asset Management Advisory Committee Private Investments Subcommittee September 16, 2020 Josh Lerner Harvard Business School](#)

⁸⁵ [Big Picture - Performance PE Funds As of Q1 2018](#)

פערים משמעותיים בין הביצועים של קרנות PE שונות

מעבר לביצועים הממוצעים של ענף ה-PE כולו, נראה שיש הבדלים ניכרים בביצועים של קרנות שונות באותה קטגוריה. למשל, קרנות VC הממוקמות ברביע העליון מבחינת התשואה "מייצרות" את מרבית התשואה בענף, בשעה שרוב הקרנות בקטגוריה לא הניבו תשואה מעל לסף התשואה המינימלי שנקבע להן (Hurdle Rate או Watermark); חלקן אף גרם להפסדים ניכרים למשקיעים בהן. הסבר אפשרי אחד לשוות הגבוהה בביצועי קרנות PE בכלל ו-VC בפרט הוא מידת המומחיות של מנהלי חלק מהקרנות. ייתכן שמנהלי הקרנות המצליחות אינם יכולים להרחיב את פעילות הקרנות שהם מנהלים כדי לקלוט משקיעים נוספים המעוניינים להצטרף (אולי כי הזדמנויות ההשקעה שלהם מוגבלות), ואינם רוצים להעלות את דמי הניהול, אולי בגלל יחסים ארוכי טווח עם השותפים הכלליים "הקבועים" שלהם. השוונות בין הרביע העליון של קרנות ההון-סיכון האמריקאיות לבין הרביע התחתון מומחשת בלוח הבא:⁸⁶

US VENTURE CAPITAL

AS OF MARCH 31, 2020

SINCE INCEPTION IRR & MULTIPLES BY FUND VINTAGE YEAR

Net to Limited Partners

| VINTAGE YEAR | POOLED RETURN (%) | ARITHMETIC MEAN (%) | MEDIAN (%) | EQUAL-WEIGHTED POOLED RETURN (%) | UPPER QUARTILE (%) | LOWER QUARTILE (%) | STANDARD DEVIATION (%) | DPI | RVPI | TVPI | NUMBER OF FUNDS |
|--------------|-------------------|---------------------|------------|----------------------------------|--------------------|--------------------|------------------------|------|------|------|-----------------|
| 1995 | 88.48 | 56.60 | 41.65 | 77.99 | 80.62 | 21.54 | 58.50 | 6.07 | 0.00 | 6.07 | 35 |
| 1996 | 102.93 | 63.46 | 40.87 | 90.61 | 86.09 | 10.28 | 79.26 | 5.07 | 0.00 | 5.07 | 39 |
| 1997 | 92.99 | 57.07 | 16.46 | 75.69 | 67.39 | -1.23 | 102.89 | 3.14 | 0.00 | 3.14 | 69 |
| 1998 | 11.99 | 17.07 | -0.30 | 14.59 | 16.21 | -6.27 | 72.32 | 1.49 | 0.01 | 1.50 | 79 |
| 1999 | -0.79 | -3.92 | -3.21 | -1.31 | 3.45 | -12.52 | 19.40 | 0.93 | 0.02 | 0.95 | 103 |
| 2000 | 0.63 | -2.23 | -1.30 | 0.42 | 4.94 | -6.46 | 12.61 | 1.01 | 0.04 | 1.05 | 151 |
| 2001 | 2.92 | -0.18 | 1.78 | 3.97 | 7.90 | -3.09 | 19.10 | 1.16 | 0.04 | 1.21 | 51 |
| 2002 | -0.68 | -0.43 | -0.90 | 2.44 | 5.70 | -5.52 | 9.73 | 0.91 | 0.05 | 0.96 | 31 |
| 2003 | 9.41 | 1.45 | 2.31 | 5.70 | 8.42 | -7.54 | 14.84 | 1.68 | 0.10 | 1.78 | 35 |
| 2004 | 8.24 | 3.52 | 2.38 | 8.23 | 7.94 | -3.51 | 18.95 | 1.46 | 0.23 | 1.69 | 63 |
| 2005 | 7.71 | 2.90 | 5.03 | 7.60 | 11.03 | -1.23 | 17.76 | 1.38 | 0.30 | 1.68 | 61 |
| 2006 | 8.48 | 4.25 | 7.30 | 6.97 | 12.38 | -3.74 | 11.80 | 1.35 | 0.35 | 1.69 | 78 |
| 2007 | 15.40 | 13.60 | 10.37 | 15.68 | 22.56 | 4.46 | 15.99 | 1.63 | 0.67 | 2.29 | 68 |
| 2008 | 11.19 | 8.94 | 6.47 | 10.51 | 16.36 | 1.21 | 12.75 | 1.20 | 0.57 | 1.77 | 64 |
| 2009 | 14.85 | 13.19 | 10.11 | 14.67 | 19.57 | 5.11 | 13.06 | 1.35 | 0.76 | 2.10 | 23 |
| 2010 | 25.36 | 19.56 | 15.49 | 22.07 | 27.47 | 7.26 | 17.84 | 1.88 | 1.33 | 3.21 | 48 |
| 2011 | 19.33 | 13.60 | 15.16 | 17.08 | 22.21 | 7.10 | 14.54 | 0.91 | 1.56 | 2.48 | 44 |
| 2012 | 17.85 | 15.31 | 12.95 | 20.39 | 19.27 | 6.36 | 14.86 | 0.85 | 1.37 | 2.21 | 55 |
| 2013 | 20.16 | 22.93 | 15.76 | 19.04 | 21.66 | 8.08 | 49.51 | 0.59 | 1.44 | 2.02 | 59 |
| 2014 | 16.83 | 16.50 | 13.58 | 17.92 | 23.47 | 9.39 | 15.59 | 0.30 | 1.44 | 1.74 | 83 |
| 2015 | 16.99 | 19.46 | 15.08 | 17.87 | 23.14 | 9.65 | 29.93 | 0.18 | 1.34 | 1.52 | 79 |
| 2016 | 21.07 | 17.47 | 13.44 | 18.94 | 25.59 | 8.15 | 14.14 | 0.07 | 1.37 | 1.44 | 75 |
| 2017 | 19.83 | 13.99 | 7.49 | 20.09 | 22.50 | -0.63 | 24.07 | 0.08 | 1.18 | 1.26 | 69 |
| 2018 | 3.94 | -6.70 | -5.94 | 3.46 | 4.41 | -15.44 | 20.48 | 0.01 | 1.02 | 1.03 | 80 |

כפי שנאמר בפרק א', ממצאים אלה מעלים את השאלה האם למשקיע מוסדי ישראלי יש גישה (Access) לקרנות השקעה מהרביע העליון (ישירות או באמצעות מתווכים, ראה פרק א').

עקביות (Persistence) בביצועי קרנות PE

⁸⁶ [US Venture Capital – Index and selected benchmark statistics – CAMBRIDGE ASSOCIATES, March 2020](#)

כפי שנאמר בפרק א', מחקרים מוקדמים על תעשיית ה-PE מצאו עדויות לעקביות בתשואות קרנות השקעה – קרנות PE ברבעון העליון, למשל, בתקופה מסוימת, נטו להפגין ביצועים טובים גם בתקופה הבאה, ובדומה לכך גם קרנות ברבעון התחתון, שנטו להפגין ביצועי חסר גם בתקופה הבאה (או בקרן הבאה של אותו מנהל). חשוב לציין שלהבדיל מקרנות PE, בקרנות נאמנות המשקיעות בנכסים סחירים אין עקביות בביצועים. תופעת ה-Persistence בביצועי קרנות PE מעוררת שאלות מהותיות לגבי סוג שיווי המשקל המביא לקיומה. עם זאת, נראה שהתופעה פחות נפוצה היום מאשר בעבר, אולי על רקע "התבגרות" הענף (ראה דיון בפרק א', הערה 21). ככל שתופעה זו קיימת, שאלת הגישה של משקיעים מוסדיים ישראלים לקרנות בעלות הביצועים הטובים הופכת להיות מרכזית יותר.

קרנות PE ויציבות פיננסית

סקירה של ה-European Central Bank, הבנק המרכזי האירופאי, להלן, ה-(ECB), דן בסוגיית ההשלכות של קרנות PE ליציבות הפיננסית. הדיון מתמקד בקרנות Buyout, המהוות, במונחי שווי (נכון לדצמבר 2019) כשליש מקרנות ה-PE בעולם.⁸⁷ הסקירה טוענת שמצד אחד, קרנות PE יכולות להוות מקור מימון חליפי לערוצי מימון מקובלים עבור חברות הפורטפוליו שלהן. מאידך, קרנות אלה, שהפעילות שלהן נוטה להיות פרו-מחזורית (לנוע עם מחזורי העסקים), יכולות גם להעצים נקודות חולשה יציבותיות, גם משום שהקרנות עשויות להיות ממונפות וחשופות לסיכונים חדלות פירעון (Default) שלהן ושל החברות שהן משקיעות בהן, וגם משום שהערכות השווי של הנכסים והחברות שבהן משקיעות הקרנות נוטות להיות מאד פרו-מחזוריות.⁸⁸ עובדת היותן של קרנות ה-PE פרו-מחזוריות מצמצמת את היכולת של השקעה באפיק זה לפזר סיכונים בתיקי השקעות, אם כי ייתכן כמובן שיש להן תרומה לכך בגלל פעילותן בענפי משק מסוימים ובגלל הצמצמות של שוקי המניות הסחירים בארה"ב (ראה D&S, וכן דיון בנושא זה בפרק א' ובהערה 11).

שקיפות, דיווח ומדידת התשואות של קרנות השקעה פרטיות

כאמור, ענף ה-PE איננו מוסדר ואין בו סטנדרט דיווח אחיד של תשואות וסיכון. שני המדדים המקובלים בענף למדידת ביצועים הם שיעור התשואה הפנימי (IRR) והמכפיל על ההון ששולם (Cash Multiple). לשני מדדים אלו חסרון בולט בכך שאינם משקפים את התשואה שהייתה מושגת בהשקעה חלופית (כלומר, אין להם מדד ייחוס). בנוסף, מדד ה-IRR איננו חד משמעי ויש בו חשש להטיות (למשל, בדרך של מימוש מוקדם של השקעות מצליחות ומימוש מאוחר של השקעות כושלות); ספרות ענפה מצביעה על הבעייתיות של השימוש במדד זה. מאידך, למדד המבוסס על מכפיל ההון (כלומר, היחס בין סך ההכנסות של הקרן לסך ההשקעות) אין ממד של זמן ואין תיקון לסיכון.

על רקע זה, הולך ונפוץ מאז 2005 השימוש ב-Public Market Equivalent (PME) כסטנדרט למדידת הביצועים (ראה דיון בפרק א', ובפרט הערה 24, וכן הצגה פורמלית בפרק ד'). מדד זה מתבסס על היחס בין כל הכספים שמקבלים השותפים המוגבלים (Distributions) וה-"קריאות לכסף" שמזרימים השותפים המוגבלים (Capital Calls), כשהם מהווים באמצעות שימוש במדד ייחוס - מדד מניות מרכזי, המהווה השקעה אלטרנטיבית שאפשר היה לבצע באותם סכומים ובאותם מועדים.⁸⁹ אם יחס ה-PME גבוה מאחת, השקעה בקרן הנביה תשואה גבוהה יותר מהשקעה אלטרנטיבית במדד הייחוס (לדוגמה, מדד ה-S&P 500).

⁸⁷ [Financial stability implications of private equity, May 2020, ECB](#)

⁸⁸ קרנות PE נוטות לבצע exit (מכירה של אחזקותיהן) בתקופות של גאות בשווקים הפיננסיים (ובמשק בכלל). גם חלוקות כספים לשותפים המוגבלים (Capital distributions) מושפעות מן התנאים בשווקים הפיננסיים, ראה: Robinson, D. & Sensoy, B. (2016). Cyclicalities, Performance Measurement, and Cash Flow Liquidity in Private Equity. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 543–521. ראה גם עבודה מוקדמת בנושא זה: Gompers, P., & Lerner, J. (2000). Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations. *Journal of Financial Economics*, 55(2), 281–325.

⁸⁹ [Public Market Equivalent - Wikipedia](#) & Kaplan, S. & Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows, *Journal of Finance* 1791-1823, (4)60

(. ניתן לתרגם את מדד ה-PME גם למונחי תשואה עודפת שנתית המכונה Direct Alpha, נושא שיידון גם הוא בפרק הבא.

מבוא

פרק זה בוחן את ביצועי מסלולי ההשקעה הכלליים⁹¹ של הגופים המוסדיים על פני זמן וכן את ביצועי קרנות ההשקעה הלא סחירות המוחזקות על ידי הגופים המוסדיים. הניתוח האמפירי דן במספר נושאים שעומדים בבסיס עבודתה של הוועדה כגון, ניהול השקעות פאסיבי לעומת ניהול השקעות אקטיבי ותרומת קרנות ההשקעה הלא סחירות לביצועי התיקים.

לצורך אמידת ביצועי מסלולי ההשקעה נאספו נתוני התשואות החודשיות והרכב הנכסים של כל מסלולי ההשקעה הכלליים בתחומי הגמל, הפנסיה, ביטוחי החיים הישנים וביטוחי החיים החדשים בשנים 2019 - 2008. בנוסף, נאספו נתונים על התשואות של מספר מדדי ייחוס – אפיקי השקעה סחירים מרכזיים במניות ואגרות חוב בישראל ובח"ל – וזאת במטרה לאמוד את ערך ה"אלפא" (התשואה העודפת בניכוי גורמי הסיכון), שהשיגו מנהלי ההשקעות של כל אחד ממוצרי החיסכון הרלוונטיים. מדדי הייחוס שנבחרו הן קרנות סל סחירות – ETF's, וזאת במטרה להציב אלטרנטיבת השקעה זמינה להשקעות האקטיביות של מנהלי החיסכון הפנסיוני וכן לקחת בחשבון את דמי הניהול הכרוכים בהשקעות בשוק הסחיר.⁹²

כאמור, "אלפא" מוגדרת כתשואה העודפת של מסלול ההשקעה מעבר לחשיפה לגורמי הסיכון. חישוב מדד זה מאפשר לענות על שאלות כגון, האם קיימת קבוצת מדדים סחירים שההשקעה בהם הייתה יכולה לייצר פרופיל של תשואה וסיכון הדומה לזה שהשיג תיק חיסכון פנסיוני? האם תיק החיסכון הפנסיוני הביא לתשואה עודפת, באותה רמת סיכון, בהשוואה לקבוצה של מדדים סחירים (או גורמי סיכון) מרכזיים?

אמידת ערך האלפא על פני זמן הביאה לממצאים הבאים: ראשית, תיק פאסיבי המורכב מארבע קרנות סל בלבד היה משיג בעשור האחרון תשואות שהן קרובות מאוד לאלה של תיק המורכב מאלפי נכסים המנוהלה בצורה אקטיבית. בעוד שקיימת אלפא ברוטו חיובית וקטנה לתיק האקטיבי – שעשויה להיווצר מחשיפה לגורמי סיכון נוספים שאינם נכללים בניתוח האמפירי מעבר לארבעת מדדי הייחוס – הערך המוסף שהניהול האקטיבי מייצר עבור החוסכים, קרי האלפא נטו, הוא במוצק אפס ובחלק מהמוצרים אף שלילי. שנית, מסלולי ביטוחי החיים הישנים, שבהם קיימים דמי ניהול המשתנים כתלות בביצועים, משיגים באופן מתמשך תוצאות עדיפות (ברוטו) בהשוואה לשאר מוצרי החיסכון. שלישית, יש ירידה מתמשכת בערך האלפא על פני זמן בכלל מוצרי החיסכון. כדאי לציין בהקשר זה כי ערך האלפא נאמד בשתי דרכים שונות: הראשונה, ערך האלפא עבור כל מסלול השקעה בנפרד. השנייה, עבור תיק השקעות הכולל את תשואות כלל מסלולי ההשקעה הקיימים בשוק (ממוצע משוקלל לפי סך הנכסים המנוהלים); אפשר לראות בערך האלפא של התיק הזה אמד לערך האלפא שיוצר שוק החיסכון ארוך הטווח בישראל בכללותו.

לאחר אמידת ערך האלפא של מסלולי ההשקעה השונים, יוצג חישוב של ביצועי קרנות ההשקעה הלא סחירות המוחזקות על ידי הגופים המוסדיים. לשם כך, נבנה מאגר נתונים ראשון מסוגו בישראל הכולל את כל התנועות הכספיות מן הגופים המוסדיים אל קרנות ההשקעה ומהן בשנים 2019 – 2007 (תאריכים לסכומים מדויקים), וכן את השווי הנכסי הנקי (NAV) של כל קרן השקעה נכון ליום האחרון של שנת 2019.

⁹⁰ הניתוחים האמפיריים המופיעים בפרק פרק זה נעשו על ידי המחלקה הכלכלית של רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון.
⁹¹ כל גוף מוסדי מנהל מספר מסלולי השקעה בעבור כל מוצר חיסכון. מסלולי ההשקעה נבדלים זה מזה בעיקר ברמת הסיכון ובאסטרטגיית ההשקעה (לדוגמא: מסלול מנייתי או מסלול אג"ח קונצרני). הניתוח בפרק זה מתייחס למסלולים הכלליים בלבד שבהם למנהל ההשקעות יש גמישות מרבית.

⁹² Berk, J. B., & Van Binsbergen, J. H. (2015). Measuring skill in the mutual fund industry. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 1-20.

נתונים אלה משמשים לחישוב ערך ה-PME (Public Market Equivalent) עבור כל קרן אינדיקטור לתשואה העודפת שקרן ההשקעה השיגה מעבר לביצועי השוק הסחיר.⁹³

הניתוח מראה כי קרנות ההשקעה השיגו תשואה הגבוהה במקצת ממדד ת"א 125, ותשואה נמוכה ממדד ה-S&P 500. חשוב לציין כי תשואה שוות ערך לזו של מדד מניות כלשהו איננה תוצאה רצויה להשקעה בנכס לא נזיל וכנראה מסוכן. בנוסף, חשוב לציין כי השקעות בקרנות הון סיכון בישראל לא הביאו לתשואות גבוהות, בממוצע, מתשואות מדדי הייחוס. לבסוף, הניתוח מצביע על כך שקרנות ההשקעה הישראליות הניבו, בממוצע, תשואות גבוהות מאלה של קרנות ההשקעה הזרות. הסבר אפשרי לתופעה זו עשוי להיות הגישה המוגבלת של הגופים המוסדיים הישראליים לקרנות הזרות המוצלחות ביותר, בניגוד לגישה הנוחה לקרנות המוצלחות במגרש המקומי.

המשך הפרק מסודר כדלקמן: סעיף 2 יתאר את הנתונים ששימשו לאמידת ערך האלפא במסלולי ההשקעה השונים. סעיף 3 יתאר את אופן חישוב דמי הניהול הכוללים. סעיף 4 יציג את אמידת ערכי האלפא שהשיגו מסלולי ההשקעה לפי פילוחים שונים. סעיפים 5 ו-6 יציגו ניתוח של השפעת הנכסים הלא סחירים על ערכי האלפא. סעיף 7 יציג בחינה של עקביות השגת ערך האלפא על ידי המנהלים השונים לאורך זמן, סעיף 8 יציג ניתוח של ביצועי קרנות ההשקעה שהוחזקו על ידי הגופים המוסדיים, סעיף 9 מציג כהשוואה את ביצועי קרנות הנאמנות. וסעיף 10 סוקר את ערכי מדד ה-PME של קרנות ההשקעה בישראל

1. נתונים – ערך האלפא

תשואות, דמי ניהול והרכב הנכסים על פני זמן של מסלולי ההשקעה השונים מדווחים לרשות שוק ההון באופן סדיר. המידע אף זמין בחלקו לציבור – תשואות מסלולי ההשקעה מדווחות באתר "גמל נט" והרכב הנכסים מדווח במסגרת דו"ח הנכס הבודד על ידי הגופים המוסדיים. דמי הניהול ההיסטוריים אינם זמינים לציבור. תשואות מדדי הייחוס (הפקטורים) שאליהן הושו תשואות מסלולי ההשקעה נאספו ממקורות המידע הבאים:

טבלה 1 - מדדי הייחוס אשר שימשו לחישוב ערך האלפא:

| Ticker | תאריך הקמה | ETF | מדד ייחוס |
|----------------------|------------|-----------------------------|----------------------|
| KSMF74 ⁹⁴ | 04/11/2018 | קסם ETF ת"א 125 | ת"א 125 |
| KSMF41 ⁹⁵ | 21/10/2018 | קסם ETF תל בונד 60 | תל בונד 60 |
| KSMF58 ⁹⁶ | 07/10/2018 | קסם ETF שקליות ממשלתיות | אג"ח ממשלתי שקלי |
| KSMF42 ⁹⁷ | 01/10/2018 | קסם ETF צמודות מדד ממשלתיות | אג"ח ממשלתי צמוד מדד |
| ACWX ⁹⁸ | 26/03/2008 | iShares ACWI ex U.S. ETF | ACWI ex U.S. |
| SPY ⁹⁹ | 22/01/1993 | SPDR S&P 500 ETF Trust | S&P 500 TR |

⁹³ Kaplan, S. & Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. Journal of Finance, 60(4), 1791–1823.

⁹⁴ [Kesem TA125 ETF – Bloomberg](#)

⁹⁵ [Kesem Tel Bond 60 – Bloomberg](#)

⁹⁶ [Kesem Non-linked Fixed Interest – Bloomberg](#)

⁹⁷ [Kesem CPI-Linked Fixed Interest Government Bonds - Bloomberg](#)

⁹⁸ [iShares MSCI ACWI ex U.S. ETF – Bloomberg](#)

⁹⁹ [SPDR S&P 500 ETF Trust – Bloomberg](#)

בסוף שנת 2018 תעודות הסל הישראליות הוחלפו בקרנות סל. לכן, בתקופה שלפני המעבר לקרנות סל נעשה שימוש בתשואות תעודות הסל בניכוי דמי הניהול המקובלים (0.1% בשנה). מדד ת"א 100 לפני ששונה למדד ת"א 125.

חשוב לציין כי במהלך כתיבת הפרק האמפירי וחישוב ערכי האלפא של מסלולי ההשקעה השונים, נבחנו עוד דרכים למדידת החשיפה לסיכון סיסטמטי, כגון חשיפה לחוב זר, חשיפה לנכסים לא סחירים, סיכוני מטבע ועוד (בין היתר תוך שימוש בקרנות סל העוקבות אחרי המדדים הבאים: אג"ח ממשלתי קצר/ארוך, אג"ח קונצרני קצר/ארוך, מדד ה-NASDAQ, מדד הנדל"ן הישראלי, תל בונד יתר, מדד אג"ח עולמי, מדד ת"א צמיחה). גורמי הסיכון השונים נוטים להיות בעלי מתאמים גבוהים זה עם זה ועל כן שימוש במספר רב של גורמי סיכון עלול ליצור בעיה של מולטיקוליניאריות. בפרק זה יוצגו תוצאות מודל האמידה המצומצם (עם ארבעה גורמי סיכון). התוצאות דומות כשמשתמשים במספר גדול יותר של גורמי סיכון (קרנות סל).

להלן התשואות וסטיות התקן החודשיות של קרנות הסל שבהן נעשה שימוש לצורך אמידת ערך האלפא של מסלולי ההשקעה בתקופות שונות:

טבלה 2 - ביצועי מדדי הייחוס על פני זמן:

| 2008-2019 | | 2017-2019 | | 2014-2016 | | 2011-2013 | | 2008-2010 | | |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------------|
| ממוצע | סטיית תקן | ממוצע | סטיית תקן | ממוצע | סטיית תקן | ממוצע | סטיית תקן | ממוצע | סטיית תקן | |
| מניות | | | | | | | | | | |
| 0.80% | 3.87% | 0.93% | 3.09% | 1.03% | 3.19% | 1.24% | 3.35% | -0.04% | 5.45% | שקלי S&P 500 |
| 0.44% | 4.45% | 0.73% | 3.08% | 0.20% | 3.10% | 0.01% | 3.54% | 0.81% | 7.04% | ת"א 125 |
| 0.33% | 6.87% | 1.12% | 4.23% | -0.38% | 4.77% | 0.54% | 6.41% | 0.00% | 10.80% | עולמי ללא ארה"ב שקלי |
| אג"ח | | | | | | | | | | |
| 0.38% | 1.81% | 0.33% | 0.63% | 0.07% | 0.98% | 0.39% | 1.12% | 0.72% | 3.28% | תל בונד 60 |
| 0.38% | 0.79% | 0.32% | 0.59% | 0.30% | 0.82% | 0.44% | 0.65% | 0.45% | 1.05% | אג"ח ממשלתי שקלי |
| 0.43% | 1.60% | 0.33% | 0.73% | 0.18% | 1.36% | 0.45% | 0.93% | 0.76% | 2.67% | אג"ח ממשלתי צמוד |
| נכס חסר סיכון | | | | | | | | | | |
| 0.1% | 0.09% | 0.03% | 0.01% | 0.04% | 0.02% | 0.19% | 0.06% | 0.16% | 0.10% | מק"מ לחודש |

מסלולי ההשקעה שעבורם חושב ערך האלפא הם כלל המסלולים הכלליים (אשר מדיניות ההשקעה בהן לא מוגבלת) במוצרי הגמל (כולל השתלמות), פנסיה, ביטוחי חיים ישנים וביטוחי חיים חדשים בכלל הגופים המוסדיים (כולל קופות וקרנות מפעליות) בשנים 2008 – 2019. בשנת 2016 חל שינוי מהותי באופן הדיווחים של תשואות קרנות הפנסיה, ולכן הניתוח של מסלולי הפנסיה (מקיפה וכללית) אפשרי לתקופה שבין 2019 – 2017 בלבד. להלן מספר המסלולים הקיימים במסד הנתונים המאוחד:

טבלה 3 – מספר מסלולי ההשקעה במסד הנתונים:

| 2017-2019 | 2014-2016 | 2011-2013 | 2008-2010 | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------------------------------|
| 6 | 6 | 8 | 8 | - קרן י' הישנה OLI |
| 8 | 8 | 9 | 9 | - קרן י' החדשה NLI |
| 98 | 111 | 98 | 105 | - קופות גמל (כולל השתלמות) Gemel |
| 102 | - | - | - | - קרנות פנסיה (מקיפה וכללית) Pension |

הטבלה מתייחסת למסלולים הכלליים (שמדיניות ההשקעה שלהן לא מוגבלת) המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים המסחריים והקופות הענפיות. נתונים אודות מסלולי הפנסיה זמינים החל מתת התקופה האחרונה (2017-2019). מסלולי הגמל כוללים קרנות השתלמות וגמל להשקעה.

טבלה 4 מציגה סטטיסטיקה תיאורית של תשואות המסלולים השונים ודמי הניהול (מצבירה ומהפקדה) על פני ארבע תתי-תקופות:

טבלה 4 – סטטיסטיקה תיאורית (תשואות, דמי ניהול וסך נכסים מנוהלים):

| תשואות חודשיות | | | דמי ניהול ממוצעים במונחים חודשיים | | סך נכסים מנוהלים (אלפי ₪) | |
|--------------------|-----------|-------|--------------------------------------|--------|------------------------------|--------------|
| ממוצע | סטיית תקן | חציון | מהפקדות | מנכסים | ממוצע לתחילת החודש | |
| 2008 - 2010 | | | | | | |
| 0.53% | 2.65% | 1.14% | 0.00% | 0.12% | 10,635 ₪ | קרן יי הישנה |
| 0.56% | 2.67% | 1.25% | 5.83% | 0.10% | 1,163 ₪ | קרן יי החדשה |
| 0.50% | 2.89% | 1.06% | 0.00% | 0.09% | 562 ₪ | גמל |
| 2011 - 2013 | | | | | | |
| 0.49% | 1.62% | 0.71% | 0.00% | 0.13% | 14,438 ₪ | קרן יי הישנה |
| 0.45% | 1.53% | 0.65% | 5.21% | 0.10% | 2,562 ₪ | קרן יי החדשה |
| 0.35% | 1.40% | 0.36% | 0.07% | 0.07% | 983 ₪ | גמל |
| 2014 - 2016 | | | | | | |
| 0.34% | 1.31% | 0.38% | 0.00% | 0.15% | 20,135 ₪ | קרן יי הישנה |
| 0.31% | 1.29% | 0.36% | 4.11% | 0.09% | 5,164 ₪ | קרן יי החדשה |
| 0.28% | 1.10% | 0.21% | 0.12% | 0.05% | 1,747 ₪ | גמל |
| 2017 – 2019 | | | | | | |
| 0.55% | 1.09% | 0.74% | 0.00% | 0.18% | 23,146 ₪ | קרן יי הישנה |
| 0.50% | 1.09% | 0.68% | 3.60% | 0.09% | 7,924 ₪ | קרן יי החדשה |
| 0.42% | 1.06% | 0.58% | 0.06% | 0.04% | 1,922 ₪ | גמל |
| 0.44% | 1.09% | 0.62% | 1.20% | 0.05% | 127 ₪ | פנסיה כללית |
| 0.48% | 0.91% | 0.55% | 1.92% | 0.02% | 3,856 ₪ | פנסיה מקיפה |
| 2008 - 2019 | | | | | | |
| 0.48% | 1.80% | 0.69% | 0.00% | 0.14% | 16,812 ₪ | קרן יי הישנה |
| 0.45% | 1.76% | 0.66% | 4.69% | 0.09% | 4,203 ₪ | קרן יי החדשה |
| 0.40% | 1.90% | 0.54% | 0.05% | 0.06% | 1,249 ₪ | גמל |
| 0.44% | 1.09% | 0.62% | 1.20% | 0.05% | 127 ₪ | פנסיה כללית |
| 0.48% | 0.91% | 0.55% | 1.92% | 0.02% | 3,856 ₪ | פנסיה מקיפה |

2. דמי הניהול

דמי הניהול מורכבים מכמה סוגים: דמי ניהול מצבירה, דמי ניהול מהפקדה ודמי ניהול משתנים (ראה פרק ב'). כל אחד ממוצרי החיסכון מתאפיין בדמי ניהול מסוגים שונים, כמפורט להן:

- א. קרנות פנסיה: דמי ניהול מצבירה ומהפקדה.
- ב. קופות גמל: דמי ניהול מצבירה והחל משנת 2016 גם דמי ניהול מהפקדה בשיעור נמוך.
- ג. קרן יי הישנה: דמי ניהול מצבירה ודמי ניהול משתנים על בסיס ביצועים (תשואה גולמית).

ד. קרן י' החדשה: דמי ניהול מצבירה ומהפקדה.

בחישוב ערך האלפא נטו נוכו כלל דמי הניהול.

חישוב דמי הניהול הכוללים החודשיים

f_i^{it} - שיעור דמי הניהול המשתנים השנתיים של מסלול i בשנה t .

f_a^{it} - שיעור דמי הניהול השנתיים מנכסים של מסלול i בשנה t .

f_d^{it} - שיעור דמי הניהול השנתיים מהפקדות של מסלול i בשנה t .

דמי הניהול המשתנים בחודש m של מסלול i : $f_i^{im} = [1 + f_i^{it}]^{\frac{1}{12}} - 1$

דמי הניהול מנכסים בחודש m של מסלול i : $f_a^{im} = [1 + f_a^{it}]^{\frac{1}{12}} - 1$

סך דמי הניהול מנכסים מוגדרים כסכום דמי הניהול המשתנים ומנכסים ודמי הניהול הקבועים מנכסים:

$$f_{a,i}^{im} = f_i^{im} + f_a^{im}$$

סך דמי הניהול הממוצעים החודשיים של מסלול i בחודש m מוגדרים כממוצע המשוקלל בין דמי הניהול

מנכסים (בתוספת דמי ניהול משתנים) f_a^{im} ודמי הניהול מהפקדה f_d^i :

$$f_T^{im} = f_{a,i}^{im} + f_d^i * \frac{deposits_i}{assets_{i-1} + deposits_i - withdrawals_i}$$

דמי הניהול החודשיים הממוצעים של מסלול i בחודש m בתת תקופה j חושבו בצורה הבאה:

$$f_T^{ij} = \frac{1}{n} \sum_{m=1}^n f_T^{im}$$

כאשר: $j \in \{2008 - 2010, 2011 - 2013, 2014 - 2016, 2017 - 2019\}$

בנוסף, חשוב לציין כי בחלק ממסלולי ההשקעה (בעיקר בשנים המוקדמות) נתוני ההפקדות החודשיות לא דווחו בצורה עקבית, ולכן הנתון חושב כהפרש בין יתרת הסגירה של הנכסים ליתרת הפתיחה מוכפלת

בתשואה החודשית המדווחת, באופן הבא: ¹⁰⁰

¹⁰⁰ לצורך בדיקת עמידות התוצאות חושבו גם ערכי אלפא עם דמי הניהול מהצבירה בלבד, ללא דמי הניהול מהפקדה. התוצאות שהתקבלו היו דומות מאוד, בעיקר מפני שדמי הניהול מהפקדה מהווים חלק קטן בלבד מדמי הניהול הכוללים.

$$Deposits_t = AUM_t - AUM_{t-1} * (1 + \frac{y_t}{100})$$

3. נטרול אגרות החוב המיועדות במסלולי הפנסיה

במסגרת הניתוח האמפירי נכללו מסלולי הפנסיה הכלליים בשנים 2017 – 2019 בלבד. הסיבה לכך היא שינוי שחל שינוי במבנה הדיווח (מעבר מדיווח ברמת הקרן לדיווח ברמת המסלול) ושינוי באופן ההקצאה של אגרות החוב המיועדות במסלולים השונים באותה קרן. תשואת אגרות החוב המיועדות נגזרת משערוך, ועל כן היא עשויה להיות שונה מ- 4.86% (הריבית הנקובה). לא הייתה אפשרות לחשב את התשואה המדויקת של אג"ח אלו על פני כלל מסלולי הפנסיה בכל שנות המדגם, ולכן הניתוח נערך על מסלולי הפנסיה הכלליים בלבד, שבהם אין אג"ח מיועדות כלל והרכב נכסיהן דומה מאוד לאלה שמסלולי הפנסיה המקיפה של אותו גוף מנהל.

4. אמידת ערך האלפא

המודל הנאמד הוא:

$$R_{it} - r_t = \alpha_0 + \beta_1(TA_t - r_t) + \beta_2(S\&P_t - r_t) + \beta_3(TB_t - r_t) + \beta_4(GS_t - r_t)$$

- R_{it} - תשואת מסלול i בחודש t.
- r_t - תשואת מק"מ לחודש 1 בחודש t (נכס חסר סיכון).
- TA_t - תשואת קרן סל בחודש t העוקבת אחר מדד ת"א 125.
- $S\&P_t$ - תשואת קרן סל בחודש t העוקבת אחר מדד S&P 500 מתורגמת לשקלים.
- TB_t - תשואת קרן סל בחודש t העוקבת אחר מדד תל בונד 60.
- GS_t - תשואת קרן סל בחודש t העוקבת אחר מדד אג"ח ממשלתי שקלי.

a. תוצאות אמידת ערך האלפא: ממוצע פשוט ברמת מסלול ההשקעה

תקופת המדגם מחולקת לארבע תת-תקופות בנות שלוש שנים כל אחת כשטבלה 5.א מציגה סטטיסטיקה תיאורית של ערכי האלפא ברוטו החודשיים ברמת מסלול ההשקעה למוצרי החיסכון השונים. טבלה 5.ב מציגה את ערכי האלפא נטו החודשיים (בניכוי דמי הניהול של כל מסלול השקעה) בפילוחים דומים לאלה המוצגים בטבלה 5.א. חשוב לציין כי באמידת ערכי האלפא עבור כל מסלול בנפרד אין התייחסות למובהקות של ערכי האלפא. בחישוב ערכי האלפא לפי השיטה האגרטיבית (ממוצע משוקלל) יוצגו גם סטיות תקן ומובהקות סטטיסטית.

טבלה 5.א – אלפא ברוטו שנתית, ממוצע פשוט

| | 2008 - 2010 | | | 2011 - 2013 | | | 2014 – 2016 | | | 2017 - 2019 | | | | 2008 - 2019 | | |
|-------|-------------|--------|--------|-------------|-------|--------|-------------|-------|--------|-------------|--------|--------|---------|-------------|-------|--------|
| | OLI | NLI | Gemel | OLI | NLI | Gemel | OLI | NLI | Gemel | OLI | NLI | Gemel | Pension | OLI | NLI | Gemel |
| N | 8 | 9 | 105 | 8 | 9 | 74 | 6 | 8 | 49 | 6 | 8 | 98 | 47 | 8 | 9 | 167 |
| P(10) | -0.08% | -0.23% | -0.12% | -0.03% | 0.00% | -0.03% | 0.00% | 0.01% | -0.05% | 0.03% | -0.07% | -0.11% | -0.11% | 0.09% | 0.02% | -0.04% |
| P(25) | 0.16% | 0.12% | 0.02% | 0.13% | 0.07% | 0.01% | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.05% | 0.01% | -0.05% | -0.06% | 0.14% | 0.09% | -0.01% |
| P(50) | 0.20% | 0.14% | 0.10% | 0.19% | 0.09% | 0.07% | 0.12% | 0.04% | 0.04% | 0.11% | 0.05% | -0.01% | -0.02% | 0.19% | 0.11% | 0.06% |
| P(75) | 0.24% | 0.20% | 0.20% | 0.20% | 0.15% | 0.12% | 0.21% | 0.14% | 0.10% | 0.16% | 0.07% | 0.04% | 0.02% | 0.21% | 0.14% | 0.12% |
| P(90) | 0.25% | 0.29% | 0.31% | 0.27% | 0.17% | 0.18% | 0.26% | 0.20% | 0.14% | 0.19% | 0.13% | 0.06% | 0.04% | 0.25% | 0.22% | 0.19% |
| mean | 0.17% | 0.10% | 0.10% | 0.16% | 0.10% | 0.07% | 0.12% | 0.08% | 0.06% | 0.11% | 0.04% | -0.02% | -0.02% | 0.18% | 0.11% | 0.06% |
| SD | 0.11% | 0.17% | 0.19% | 0.09% | 0.05% | 0.08% | 0.10% | 0.07% | 0.08% | 0.06% | 0.06% | 0.08% | 0.05% | 0.05% | 0.06% | 0.11% |

טבלה 5.ב – אלפא נטו שנתית, ממוצע פשוט

| | 2008 – 2010 | | | 2011 – 2013 | | | 2014 – 2016 | | | 2017 – 2019 | | | | 2008 – 2019 | | |
|-------|-------------|--------|--------|-------------|--------|--------|-------------|--------|--------|-------------|--------|--------|---------|-------------|--------|--------|
| | OLI | NLI | Gemel | OLI | NLI | Gemel | OLI | NLI | Gemel | OLI | NLI | Gemel | Pension | OLI | NLI | Gemel |
| N | 8 | 9 | 105 | 8 | 9 | 74 | 6 | 8 | 48 | 6 | 8 | 93 | 47 | 8 | 9 | 161 |
| P(10) | -0.13% | -0.54% | -0.23% | -0.15% | -0.20% | -0.10% | -0.12% | -0.16% | -0.09% | -0.12% | -0.17% | -0.14% | -0.20% | -0.01% | -0.22% | -0.14% |
| P(25) | 0.04% | -0.35% | -0.09% | 0.01% | -0.07% | -0.05% | -0.09% | -0.12% | -0.03% | -0.12% | -0.08% | -0.08% | -0.18% | 0.01% | -0.07% | -0.09% |
| P(50) | 0.06% | -0.07% | 0.02% | 0.05% | -0.05% | -0.01% | -0.03% | -0.07% | 0.00% | -0.07% | -0.06% | -0.05% | -0.10% | 0.06% | -0.02% | 0.00% |
| P(75) | 0.11% | -0.02% | 0.12% | 0.07% | -0.03% | 0.04% | 0.05% | 0.00% | 0.03% | -0.04% | -0.02% | -0.01% | -0.05% | 0.10% | 0.00% | 0.07% |
| P(90) | 0.12% | 0.01% | 0.25% | 0.13% | 0.01% | 0.10% | 0.09% | 0.07% | 0.08% | -0.02% | 0.02% | 0.01% | -0.02% | 0.16% | 0.07% | 0.14% |
| mean | 0.05% | -0.16% | 0.01% | 0.03% | -0.07% | 0.00% | -0.02% | -0.06% | 0.00% | -0.07% | -0.06% | -0.06% | -0.11% | 0.06% | -0.04% | 0.00% |
| SD | 0.14% | 0.19% | 0.22% | 0.08% | 0.06% | 0.08% | 0.10% | 0.08% | 0.08% | 0.07% | 0.07% | 0.08% | 0.07% | 0.04% | 0.05% | 0.13% |

5. תוצאות אמידת ערך האלפא: חישוב אגרגטיבי/ ממוצע משוקלל

טבלה 6 מציגה את ערכי האלפא הנאמדים לכל תת תקופה (במונחי אחוזים חודשיים) על ידי בניית תיק השקעות הכולל בתוכו את כלל מסלולי ההשקעה המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים. תשואת התיק מחושבת כממוצע משוקלל של תשואות כלל מסלולי ההשקעה במוצר הספציפי כאשר המשקלות הם הנכסים המנוהלים בתחילת כל חודש. בשיטה זו אפשר לאמוד ערך האלפא של כלל השוק, כלומר את היכולת של שוק החיסכון הפנסיוני בכללותו להשיג תשואה עודפת ביחס לגורמי הסיכון:

טבלה 6.א - 2008 – 2010

| | NLI | OLI | GEMEL |
|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| TA 125 ETF | 0.28*** (0.03) | 0.28*** (0.03) | 0.24*** (0.03) |
| Tel Bond 60 ETF | 0.23*** (0.05) | 0.18** (0.06) | 0.35*** (0.06) |
| Government Shekel ETF | 0.29* (0.13) | 0.14 (0.15) | 0.06 (0.14) |
| S&P 500 Shekel TR ETF | 0.04 (0.03) | 0.05 (0.03) | 0.00 (0.03) |
| Gross Alpha | 0.12 (0.11) | 0.18 (0.13) | 0.08 (0.12) |
| Observations | 35 | 35 | 35 |
| R ² | 0.95 | 0.94 | 0.95 |
| Monthly Fees | 0.21 | 0.12 | 0.08 |
| Net Alpha | -0.09 | 0.06 | 0.00 |

Standard errors in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

טבלה 6.ב - 2011 – 2013

| | NLI | OLI | GEMEL |
|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| TA 125 ETF | 0.25*** (0.04) | 0.25*** (0.04) | 0.22*** (0.03) |
| Tel Bond 60 ETF | 0.42** (0.12) | 0.41** (0.13) | 0.44*** (0.08) |
| Government Shekel ETF | 0.00 (0.16) | -0.10 (0.18) | 0.08 (0.11) |
| S&P 500 Shekel TR ETF | 0.13*** (0.03) | 0.13*** (0.03) | 0.09*** (0.02) |
| Gross Alpha | 0.12 (0.11) | 0.18 (0.11) | 0.06 (0.07) |
| Observations | 36 | 36 | 36 |
| R ² | 0.88 | 0.87 | 0.93 |
| Monthly Fees | 0.17 | 0.14 | 0.07 |
| Net Alpha | -0.05 | 0.04 | -0.01 |

Standard errors in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

טבלה ג.6 - 2016 – 2014

| | NLI | OLI | GEMEL |
|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| TA 125 ETF | 0.22*** (0.02) | 0.22*** (0.02) | 0.19*** (0.02) |
| Tel Bond 60 ETF | 0.47*** (0.08) | 0.44*** (0.08) | 0.41*** (0.08) |
| Government Shekel ETF | 0.03 (0.09) | 0.02 (0.09) | 0.18* (0.09) |
| S&P 500 Shekel TR ETF | 0.13*** (0.02) | 0.12*** (0.02) | 0.1*** (0.02) |
| Gross Alpha | 0.11 (0.06) | 0.16* (0.07) | 0.08 (0.07) |
| Observations | 36 | 36 | 36 |
| R ² | 0.94 | 0.94 | 0.92 |
| Monthly Fees | 0.14 | 0.15 | 0.06 |
| Net Alpha | -0.03 | 0.01 | 0.02 |

Standard errors in parentheses, * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

טבלה ד.6 - 2019 – 2017

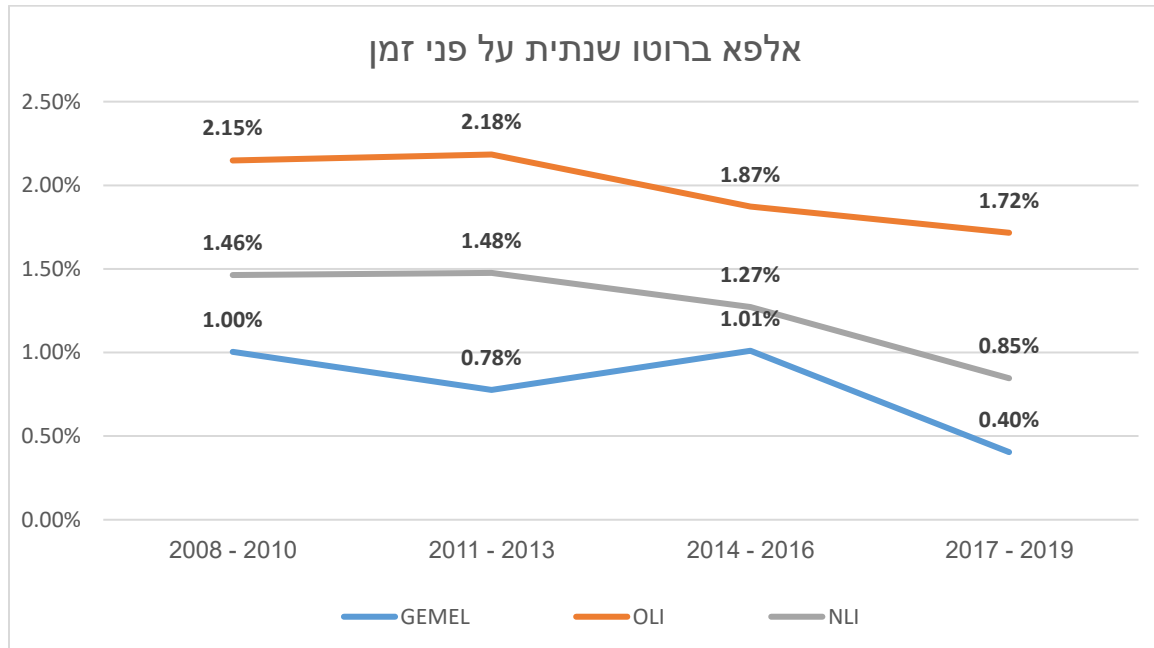
| | NLI | OLI | GEMEL | PENSION |
|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| TA 125 ETF | 0.09** (0.03) | 0.08* (0.03) | 0.11*** (0.02) | 0.09** (0.03) |
| Tel Bond 60 ETF | 0.37** (0.11) | 0.32* (0.12) | 0.49*** (0.09) | 0.47*** (0.10) |
| Government Shekel ETF | 0.19 (0.10) | 0.19 (0.11) | 0.26** (0.08) | 0.29** (0.09) |
| S&P 500 Shekel TR ETF | 0.21*** (0.03) | 0.22*** (0.03) | 0.15*** (0.02) | 0.19*** (0.03) |
| Gross Alpha | 0.07 (0.06) | 0.14* (0.07) | 0.03 (0.05) | 0.00 (0.06) |
| Observations | 36 | 36 | 36 | 36 |
| R ² | 0.92 | 0.90 | 0.95 | 0.93 |
| Monthly Fees | 0.11 | 0.19 | 0.05 | 0.04 |
| Net Alpha | -0.04 | -0.05 | -0.02 | -0.04 |

Standard errors in parentheses: * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

ראשית, ניתן להסביר יותר מ- 90% משונות תשואת מוצרי החיסכון על ידי ארבעה גורמי סיכון בלבד. שנית, כאשר בוחנים את ערך האלפא ברוטו על פני זמן במוצרים השונים רואים כי באופן עקבי ביטוח החיים הישנים, הכוללים דמי ניהול משתנים, השיגו ערך גבוה משמעותית מזה של שאר מוצרי החיסכון; ממצא דומה מופיע ב-

Hamdani et al. (2017)¹⁰¹ שלישית, ניתן לראות כי בכלל מוצרי החיסכון, גם כאשר התקבלה אלפא חיובית, סטיות התקן גדולות, כך שברוב המקרים ערך האלפא אינו שונה במובהק מאפס. כאשר עוברים לבחינת ערך האלפא נטו, לאחר הפחתת דמי הניהול, מגלים כי היא שלילית בתת התקופה אחרונה על פני כל מוצרי ההשקעה. בנוסף, כפי שניתן לראות בתרשים 3.א יש ירידה בערך האלפא ברוטו על פני זמן. כאשר בוחנים את ערך האלפא נטו על פני זמן (תרשים 3.ב) רואים כי חלה ירידה מתמשכת עבור ביטוחי החיים הישנים, אך קשה להבחין במגמה חד משמעית (בעיקר בגלל הירידה בדמי הניהול על פני זמן) עבור שאר מוצרי החיסכון.

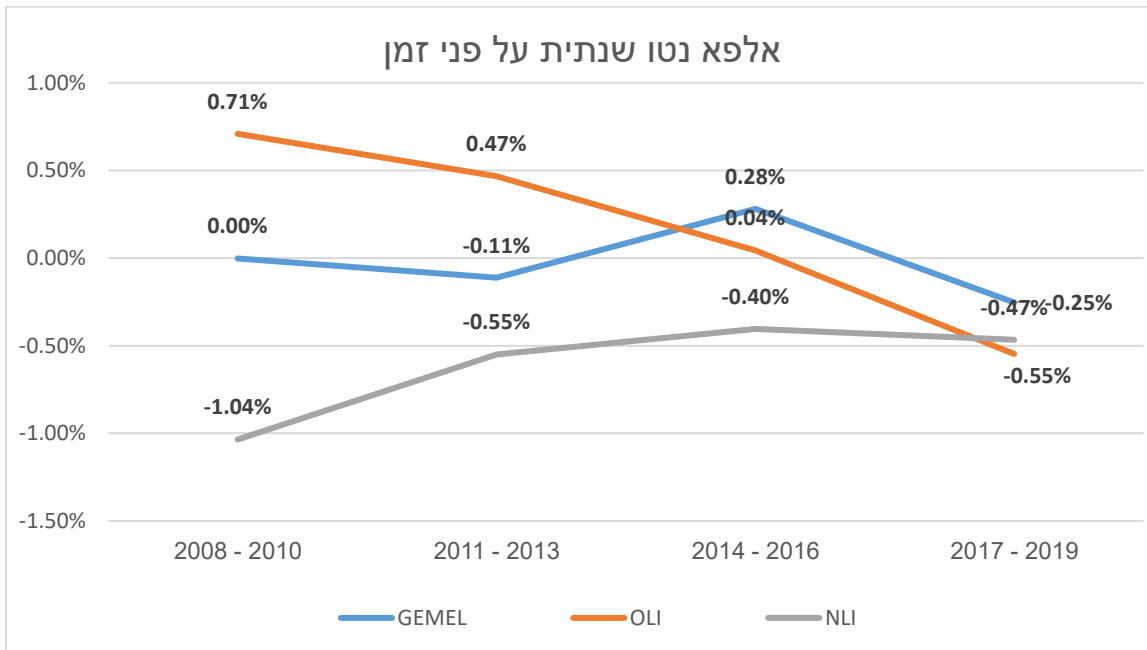
תרשים 3.א – אלפא ברוטו שנתית על פני זמן



101

Hamdani, A., Kandel, E., Mugerman, Y., and Yafeh, Y. (2017). Incentive Fees and Competition in Pension Funds: Evidence from a Regulatory Experiment. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(1), 49-86.

תרשים 3.3 – אלפא נטו שנתית על פני זמן



מסלולי ההשקעה השונים כוללים נכסים לא סחירים, כגון הלוואות, נדל"ן, אג"ח לא סחיר, מניות לא סחירות וקרנות השקעה (על שלל סוגיהן). נכסים אלו, מתוקף היותם לא סחירים, עשויים לייצר תשואות גבוהות מאלו של מדדי הייחוס הסחירים שנכללו בחישוב האלפא. הפרק הבא יציג את תמהיל הנכסים הלא סחירים בכל מוצר השקעה כדי לבחון אם יש קשר בין האלפא הנאמדת לבין החשיפה להשקעות לא סחירות.

6. הרכב הנכסים הלא סחירים במוצרי החיסכון השונים

בטבלה 7 מוצג שיעור ההשקעה בנכסים הלא סחירים לסוגיהם במוצרי החיסכון השונים נכון לסוף 2019. בעוד שמסלולי הגמל והפנסיה (בניכוי האג"ח המיועדות) מתאפיינים בשיעור חשיפה ממוצע לנכסים לא סחירים של כ-7%, ביטוחי החיים החדשים מתאפיינים בשיעור חשיפה ממוצע כפול, כ-14%, ומסלולי הביטוח הישנים מתאפיינים בשיעור ממוצע של כ-24%. ניתן להסביר את השונות בשיעור החשיפה לנכסים לא סחירים על ידי מידת התחרותיות (ניידות החוסכים) הקיימת בכל אחד מהמוצרים. לא קיימת כל מגבלה על ניוד כספים בין מסלולים וגופים שונים בתחום הגמל והפנסיה, ועל כן מסלולים אלה חייבים לשמור על רמה גבוהה של נזילות. לעומת זאת, ביטוחי החיים החדשים מתאפיינים ברמה נמוכה של ניוד, וזאת בעיקר בגלל מקדם ההמרה הקיים במוצר זה, ועל כן מוצר זה דורש ממנהלי ההשקעות לשמור על רמה נמוכה יותר של נזילות ומאפשר להגדיל את ההשקעה באפיקי ההשקעה הלא סחירים. בביטוחי החיים הישנים, (קרן י' הישנה) ניידות החוסכים נמוכה ביותר וכפועל יוצא יש בהם שיעור נכסים לא סחירים גבוה במיוחד.

במקביל למתאם בין ניידות החוסכים לבין שיעור ההשקעה בנכסים לא סחירים בכלל, קיים גם מתאם שלילי בין רמת הניידות של החוסכים במוצר החיסכון לבין שיעור ההשקעה בקרנות השקעה לא סחירות: ביטוחי החיים הישנים, שבהם לא קיימת ניידות, מתאפיינים בחשיפה ממוצעת של כ-5% לקרנות השקעה. ביטוחי החיים החדשים, שבהם ניידות החוסכים מוגבלת, מתאפיינים בחשיפה ממוצעת של 3.5% לקרנות השקעה, ומסלולי הגמל והפנסיה, שהכניסה ויציאה מהם אינה מוגבלת, מתאפיינים בחשיפה נמוכה, פחות מ-2%.

הסבר אפשרי לכך שערך האלפא שהתקבל בביטוחי החיים הישנים גבוה מערך האלפא שהתקבל עבור מסלולי ביטוחי החיים החדשים ומסלולי הגמל והפנסיה עשוי להיות שיעור החשיפה לנכסים לא סחירים.

טבלה 7 – שיעור הנכסים (באחוזים) הלא סחירים במוצרי החיסכון בתקופה שבין 2019 - 2017

| מספר תצפיות | סטיית תקן | ממוצע | מקסימום | האחוזון ה-75 | חציון | האחוזון ה-25 | מינימום | |
|---------------------|-----------|-------|---------|--------------|-------|--------------|---------|-----------------------|
| קופות גמל | | | | | | | | |
| 93 | 8.63 | 7.62 | 31.21 | 14.05 | 4.27 | 0.00 | 0.00 | סה"כ נכסים לא סחירים |
| 93 | 1.58 | 1.00 | 7.32 | 1.52 | 0.05 | 0.00 | 0.00 | קרנות השקעה זרות |
| 93 | 1.01 | 0.75 | 4.07 | 1.32 | 0.07 | 0.00 | 0.00 | קרנות השקעה ישראליות |
| 93 | 0.21 | 0.06 | 1.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | נדל"ן |
| 93 | 5.04 | 3.51 | 18.88 | 6.63 | 0.40 | 0.00 | 0.00 | הלוואות |
| 93 | 2.40 | 2.30 | 10.95 | 3.71 | 1.70 | 0.00 | 0.00 | מניות ואג"ח לא סחירים |
| קרן י' החדשה | | | | | | | | |
| 8 | 10.51 | 14.57 | 37.13 | 18.21 | 11.84 | 6.96 | 5.44 | סה"כ נכסים לא סחירים |
| 8 | 2.00 | 2.01 | 6.24 | 2.79 | 1.53 | 0.60 | 0.00 | קרנות השקעה זרות |
| 8 | 0.73 | 1.48 | 2.73 | 1.89 | 1.49 | 0.99 | 0.38 | קרנות השקעה ישראליות |
| 8 | 1.15 | 2.16 | 3.94 | 2.58 | 2.42 | 1.66 | 0.00 | נדל"ן |
| 8 | 6.72 | 5.64 | 19.97 | 8.07 | 3.58 | 0.94 | 0.00 | הלוואות |
| 8 | 1.77 | 3.28 | 7.04 | 3.71 | 2.92 | 2.54 | 0.88 | מניות ואג"ח לא סחירים |
| קרן י' הישנה | | | | | | | | |
| 6 | 10.63 | 24.01 | 39.76 | 29.59 | 25.12 | 13.78 | 10.69 | סה"כ נכסים לא סחירים |
| 6 | 1.59 | 2.61 | 4.40 | 4.23 | 2.56 | 1.48 | 0.41 | קרנות השקעה זרות |
| 6 | 1.19 | 2.39 | 4.23 | 3.10 | 2.23 | 1.68 | 0.86 | קרנות השקעה ישראליות |
| 6 | 2.10 | 5.18 | 8.63 | 6.32 | 4.73 | 4.16 | 2.50 | נדל"ן |
| 6 | 6.10 | 8.23 | 18.34 | 10.93 | 7.94 | 2.26 | 1.97 | הלוואות |
| 6 | 1.97 | 5.60 | 9.01 | 5.86 | 5.40 | 5.04 | 2.91 | מניות ואג"ח לא סחירים |
| פנסיה מקיפה | | | | | | | | |
| 55 | 8.67 | 8.17 | 32.90 | 14.32 | 6.12 | 0.71 | 0.00 | סה"כ נכסים לא סחירים |
| 55 | 1.82 | 0.98 | 7.66 | 1.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | קרנות השקעה זרות |
| 55 | 0.68 | 0.35 | 2.43 | 0.22 | 0.06 | 0.00 | 0.00 | קרנות השקעה ישראליות |
| 55 | 0.63 | 0.22 | 3.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | נדל"ן |
| 55 | 4.78 | 4.26 | 16.40 | 7.52 | 3.52 | 0.00 | 0.00 | הלוואות |
| 55 | 2.62 | 2.36 | 12.55 | 4.31 | 1.21 | 0.46 | 0.00 | מניות ואג"ח לא סחירים |
| פנסיה כללית | | | | | | | | |
| 47 | 6.61 | 5.00 | 30.62 | 10.48 | 0.52 | 0.00 | 0.00 | סה"כ נכסים לא סחירים |

| | | | | | | | | |
|----|------|------|-------|------|------|------|------|-----------------------|
| 47 | 0.68 | 0.36 | 3.75 | 0.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | קרנות השקעה זרות |
| 47 | 0.49 | 0.20 | 2.93 | 0.28 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | קרנות השקעה ישראליות |
| 47 | 0.19 | 0.05 | 1.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | נדל"ן |
| 47 | 4.39 | 3.06 | 19.32 | 6.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | הלוואות |
| 47 | 1.63 | 1.33 | 5.78 | 2.66 | 0.52 | 0.00 | 0.00 | מניות ואג"ח לא סחירים |

קרנות ההשקעה מתייחסות לכלל הקרנות הלא סחירות (כולל קרנות הון סיכון, קרנות גידור, קרנות נדל"ן, קרנות תשתיות וכדומה); השקעות הנדל"ן מתייחסות להחזקה ישירה בנדל"ן בישראל ובחו"ל; השקעות בהלוואות מתייחסות להלוואות עסקיות שהועמדו על ידי הגופים המוסדיים בישראל ובחו"ל.

7. האם ההשקעה בנכסים לא סחירים היא ההסבר לשונות בערך האלפא?

את הממצא שערכי האלפא ברטו הנאמדים נוטים להיות חיוביים וקטנים, אם כי בדרך כלל לא שונים במובהק מאפס, ניתן לייחס למספר סיבות עיקריות: חשיפה לגורמי סיכון שאינם נכללים במודל, חשיפה לנכסים לא סחירים, וניהול אקטיבי. האם קיים מתאם בין שיעור ההשקעה בנכסים הלא סחירים במסלול לבין ערך האלפא שלו? כדי לאמוד את הקשר בין האלפא הנמדדת, ברטו, לבין שיעור ההשקעה בנכסים לא סחירים, נאמד מודל הרגרסיה הבא:

$$\alpha_{it} = \alpha_0 + \beta_1 * Ill_{it} + \beta_2 * AUM_{it} + Prodct_i + Manager_i + Period_t + \varepsilon_{it}$$

- α_{it} – ערך האלפא (לפני דמי ניהול) שהשיג מסלול i בתת תקופה t.
- Ill_{it} – שיעור ההשקעה הממוצע של מסלול i בתת תקופה t בנכסים לא סחירים.
- AUM_{it} – סך הנכסים המנוהלים במסלול i בתחילת תת תקופה t.
- $Prodct_i$ – Fixed effect לסוג מוצר ההשקעה (גמל, פנסיה, קרן יי הישנה וקרן יי החדשה).
- $Manager_i$ – Fixed effect לחברה המנהלת את מסלול ההשקעה i.
- $Period_t$ – Fixed effect לתת התקופה t.
- כאשר $t \in \{2008 - 2010, 2011 - 2013, 2014 - 2016, 2017 - 2019\}$

טבלה 8 – תוצאות: השפעת שיעור ההשקעה בנכסים לא סחירים על ערך האלפא ברוטו

| | (1) | (2) | (3) |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Log (AUM) | -0.043 (0.055) | -0.178** (0.073) | -0.220*** (0.083) |
| Pension | -0.529** (0.234) | -0.339 (0.207) | |
| NLI | 0.557*** (0.189) | 0.432*** (0.154) | 0.495*** (0.170) |
| OLI | 1.107*** (0.243) | 0.558*** (0.190) | 0.677*** (0.218) |
| Illiquid Assets | | 0.070*** (0.016) | 0.074*** (0.018) |
| 2011 - 2013 | -0.478** (0.222) | -0.233 (0.222) | -0.190 (0.225) |
| 2014 - 2016 | -0.606** (0.244) | -0.393 (0.244) | -0.339 (0.247) |
| 2017 - 2019 | -1.299*** (0.218) | -1.263*** (0.216) | -1.251*** (0.219) |
| Manager Fixed Effect | YES | YES | YES |
| Constant | 0.495 (0.806) | 1.336 (0.875) | 1.902* (1.006) |
| Observations | 422 | 422 | 375 |
| R ² | 0.487 | 0.519 | 0.518 |

Standard errors, clustered at the fund level, in parentheses. * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

טבלה 8 מציגה את התוצאות. עמודה (1) כוללת את סך הנכסים המנוהלים, Fixed Effect לסוג מוצר החיסכון, לתקופה הנאמדת ולגוף המנהל את מסלול ההשקעה. ערכי האלפא של המוצרים השונים מחושבים בהשוואה לקטגוריה המושמטת, קופות הגמל. בעמודה (2) נכלל גם שיעור ההשקעה בנכסים לא סחירים כמשתנה מסביר: יש קשר חיובי ומובהק בין שיעור ההשקעה בנכסים אלה לערך האלפא הנמדד. יחד עם זאת, גם לאחר שמשנתנה זה נכלל ברגרסיה יש, בביטוחי החיים הישנים, ערך אלפא חיובי וגבוה מזה שבמסלולים האחרים, כך שניתן לטעון שההשקעה בנכסים לא סחירים אינה מסבירה את מלוא ערך האלפא.¹⁰² עמודה (3) כוללת ספסיפקציה דומה לזו המוצגת בעמודה (2) ללא מסלולי הפנסיה שנתונים אודותיהם קיימים רק עבור תת התקופה האחרונה; התוצאות נשארות דומות מאוד.

ניתן לראות כי בדומה לתוצאות שהוצגו קודם לכן, גם כאן אנו ערך האלפא גבוה יחסית במסלולי ביטוחי החיים הישנים, בהשוואה לביטוחי החיים החדשים, לפנסיה ולגמל. משתני הדמי לתתי התקופות מעידים על כך שקיימת ירידה על פני זמן בערך האלפא הממוצע בשוק.

¹⁰² השוואה של מקדמי הרגרסיה של משנתנה הדמי לביטוחי החיים הישנים (OLI) בטור 1 ובטור 2 (שבו נכלל משנתנה ההשקעה בנכסים לא סחירים) מצביעה על כך שההשקעה בנכסים אלה מסבירה בקירוב מחצית מערכי האלפא הנמדדים במסלולים אלה (היחס בין 0.558 לבין 1.107).

8. האם מנהלי ההשקעות מצליחים לייצר ערך אלפא באופן עקבי על פני זמן?

לאחר חישוב ערכי האלפא במסלולי ההשקעה השונים על פני זמן, ניתן לבדוק האם קיימת עקיבות בערך האלפא המושג על ידי המנהלים השונים בתקופות שונות. או במילים אחרות, האם מנהלים מצליחים לייצר ערך אלפא חיובית על פני זמן. אם נחלק את המנהלים בתחום הגמל לשלושונים על פי ערכי האלפא שלהם, ניתן לבדוק את ההסתברות שמנהל ידורג בשלישון מסוים בתקופה $t+1$ בהינתן המיקום שלו בתקופה t . ערכים גבוהים באלכסון של מטריצת המעברים (transition matrix) מייצגים עקיבות גבוהה בביצועי המנהלים. החישובים מתייחסים ל-33 מסלולי השקעה מתחום הגמל (כלל המסלולים שהיו קיימים לאורך כל התקופה).¹⁰³

טבלה 9.א – עקיבות באלפא ברוטו בין התקופות 2008 – 2010 ל – 2011 - 2013

| Gross Alpha | | 2011 – 2013 | | |
|-------------|------------------------|-----------------|------------------------|-----------------|
| | | $66\% < \alpha$ | $33\% < \alpha < 66\%$ | $\alpha < 33\%$ |
| 2008 – 2010 | $66\% < \alpha$ | 0.48 | 0.36 | 0.16 |
| | $33\% < \alpha < 66\%$ | 0.24 | 0.32 | 0.44 |
| | $\alpha < 33\%$ | 0.29 | 0.33 | 0.38 |

טבלה 9.ב – עקיבות באלפא ברוטו בין התקופות 2011 – 2013 ל – 2014 - 2016

| Gross Alpha | | 2014 - 2016 | | |
|-------------|------------------------|-----------------|------------------------|-----------------|
| | | $66\% < \alpha$ | $33\% < \alpha < 66\%$ | $\alpha < 33\%$ |
| 2011 - 2013 | $66\% < \alpha$ | 0.56 | 0.25 | 0.19 |
| | $33\% < \alpha < 66\%$ | 0.31 | 0.31 | 0.38 |
| | $\alpha < 33\%$ | 0.13 | 0.44 | 0.44 |

טבלה 9.ג – עקיבות באלפא ברוטו בין התקופות 2014 – 2016 ל – 2017 - 2019

| Gross Alpha | | 2017 - 2019 | | |
|-------------|------------------------|-----------------|------------------------|-----------------|
| | | $66\% < \alpha$ | $33\% < \alpha < 66\%$ | $\alpha < 33\%$ |
| 2014 - 2016 | $66\% < \alpha$ | 0.62 | 0.31 | 0.08 |
| | $33\% < \alpha < 66\%$ | 0.23 | 0.46 | 0.31 |
| | $\alpha < 33\%$ | 0.17 | 0.25 | 0.58 |

¹⁰³ מכיוון שמדובר במסלולים ששרדו לאורך כל תקופת המדגם, ניתן לטעון שערכי העקיבות בביצועים הם הערכת יתר לעקיבות בביצועים של כלל אוכלוסיית קופות הגמל (ובכללה קופות שלא שרדו).

טבלה 10.א – עקיבות באלפא ברוטו בין התקופות 2010 – 2008 ל – 2016 - 2014

| Gross Alpha | | 2014-2016 | | |
|-------------|------------------------|-----------------|------------------------|-----------------|
| | | $66\% < \alpha$ | $33\% < \alpha < 66\%$ | $\alpha < 33\%$ |
| 2008-2010 | $66\% < \alpha$ | 0.44 | 0.22 | 0.33 |
| | $33\% < \alpha < 66\%$ | 0.1 | 0.4 | 0.5 |
| | $\alpha < 33\%$ | 0.44 | 0.44 | 0.11 |

טבלה 10.ב – עקיבות באלפא ברוטו בין התקופות 2013 – 2011 ל – 2019 - 2017

| Gross Alpha | | 2017-2019 | | |
|-------------|------------------------|-----------------|------------------------|-----------------|
| | | $66\% < \alpha$ | $33\% < \alpha < 66\%$ | $\alpha < 33\%$ |
| 2011-2013 | $66\% < \alpha$ | 0.54 | 0.38 | 0.08 |
| | $33\% < \alpha < 66\%$ | 0.23 | 0.46 | 0.31 |
| | $\alpha < 33\%$ | 0.25 | 0.17 | 0.58 |

כפי שניתן לראות, קיימת עקיבות בביצועי המסלולים על פני תקופות עוקבות. אחד ההסברים האפשריים לכך הוא האקראיות בבחירת תתי התקופות והעובדה שהשגת אלפא עשויה להיגרם מאסטרטגיית השקעה מסוימת הייחודית למנהל ההשקעות, כגון השקעה באג"ח ממשלתיות ארוכות טווח או אג"ח קונצרניות בדירוג נמוך הנמשכת על פני יותר מתקופה שרירותית אחת. מנגד, נראה שקיימת שחיקה מסוימת ברמת העקיבות של ערך האלפא על פני תקופות ארוכות יותר. במילים אחרות, היכולת של המנהלים לייצר ערכי אלפא גבוהים מוגבלת ככל שתקופת המדגם מתארכת.

9. השוואה לביצועי קרנות הנאמנות

הדיון בביצועי קרנות הנאמנות האקטיביות בארה"ב (בעיקר, קרנות המשקיעות במניות בהשוואה למדדי הייחוס שלהן) נמשך מזה כחמישים שנה. ככלל, הספרות מוצאת שקרנות נאמנות אינן יכולות להביס באופן עקבי את מדדי הייחוס שלהם, ממצא הנובע ישירות מהתפישה שהשוק "יעיל" והמחירים בו מגלמים את כל המידע לגבי כל נכס (חברה או מניה). לפי כך, נטען שהשקעה אקטיבית איננה יכולה, בממוצע, להשיג תשואה הגבוהה באופן עקבי מתשואת השוק, או מדד הייחוס, ומכיוון שלקרן אקטיבית יש עלויות, או דמי ניהול, התשואה נטו של קרנות נאמנות אקטיביות נוטה להיות נמוכה משל מדדי הייחוס שלהן. נשיא האגודה האמריקאית למימון פרופי מרטין גרובר, ב-PRESIDENTIAL ADDRESS שלו ב-1996 מסכם את הספרות באמירה שבממוצע לקרנות הנאמנות האקטיביות (המנייתיות, בארה"ב) יש ביצועים שליליים בהשוואה למגוון של מדדי ייחוס. הממצא הזה

מבוסס בספרות במידה כזו שהוא מהווה את נקודת המוצא של גרובר לדיון במה שהוא רואה כ-PUZZLE: מדוע בכלל אנשים קונים קרנות נאמנות אקטיביות?¹⁰⁴

בדומה לארה"ב, גם בישראל, ביצועי קרנות הנאמנות נבדקו בתקופות שונות ותועדו, בממוצע, ביצועי חסר בהשוואה למדדי הייחוס. ברק ולאوترבך (2002) מוצאים ביצועי חסר (אלפא נטו שלילית של כ-3% לשנה ושונה במובהק מאפס) במדגם של קרנות נאמנות גמישות ומנייתיות משנות ה-90 (1990 עד 1996).¹⁰⁵ בראל וואהל (2012) עורכים בדיקה דומה לשנים 2003-2008 לכלל קרנות הנאמנות בישראל ומציגים תוצאות דומות: על בסיס מתודולוגיה הדומה לזו שנעשה בה שימוש בדו"ח זה, האלפא הנמדדת שלילית, גדולה, ושונה במובהק מאפס (בין 2% ל-5% בשנה בחישובים שונים לסוגי קרנות שונים).¹⁰⁶ בדיקה שנעשתה לאחרונה במחלקה הכלכלית של רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון על בסיס נתונים שהתקבלו מן הבורסה לניירות ערך לשנים 2008 עד 2019 ותתפרסם בנפרד, הסתמכה על מתודולוגיה זהה לזו שהוצגה בפרק זה. נמצא שבניכוי דמי הניהול, קרנות הנאמנות בישראל משיגות בממוצע אלפא שאינה שונה במובהק מאפס, או שהיא שלילית.¹⁰⁷ לא מפתיע, אם כך, שהשקעה פסיבית הפכה להיות פופולארית מאד בשווקים פיננסיים בישראל ובחו"ל.

¹⁰⁴Gruber, M. (1996), "Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds," *Journal of Finance*, 11(3), 783-810.

ראה שם גם דיון בהסברים אפשריים לתופעה.

¹⁰⁵ ברק, רונן ולאوترבך, בני (2002), ביצועי קרנות הנאמנות בישראל. הרבעון לכלכלה, (3)49, ע"מ 515-533.

¹⁰⁶ בראל, משה וואהל, אבי (2012), ביצועי קרנות הנאמנות בישראל. 2003-2008. הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל אביב, דו"ח מחקר 18/2012.

¹⁰⁷ הנתונים, שהתקבלו מן הבורסה לניירות ערך, כוללים גם קרנות שנסגרו, מוזגו עם קרנות אחרות, או ששמן שונה, כך שלכאורה אין בנתונים אלה survivorship bias. מתודולוגיית הבדיקה דומה לזו שתוצאותיה מדווחות בטבלה 6, כשתקופת האמידה היא 2008-2019. לכל אחד מארבעה סיווגים של קרנות נאמנות (גמישות, מניות בישראל, מניות בחו"ל, אג"ח מדינה ואג"ח חברות) נבנה תיק השקעות הכולל בתוכו את כלל הקרנות בקטגוריה, כשתשואת התיק מחושבת כממוצע משוקלל של תשואות הקרנות והמשקלות הם הנכסים המנוהלים בתחילת כל חודש. בדיקה כזו מצביעה על אלפא נטו, בניכוי דמי הניהול, הקרובה לאפס בכל סוגי קרנות הנאמנות, מלבד קרנות הנאמנות המשקיעות במניות בחו"ל הנוטות להיות יקרות (במונחי דמי ניהול) ובהתאמה, ערכי האלפא שלהן יותר נמוכים (שליליים) מאלה של קרנות נאמנות אחרות ושונים במובהק מאפס.

10. חישוב ערכי ה-PME של קרנות ההשקעה בישראל

כעת נעבור לחישוב התשואות העודפות של קרנות ההשקעה לסוגיהן שהוחזקו בעבר ומוחזקות כיום על ידי הגופים המוסדיים בישראל. הנתונים כוללים את כל התנועות הכספיות (קניות, מכירות, משיכות, דיבידנדים ודמי ניהול) בין חמש חברות הביטוח הגדולות ואחד מבתי ההשקעות הגדולים לכל קרנות ההשקעה שהחזיקו בין שנת 2000 ועד סוף 2019. מסד הנתונים כולל הפרדה לקרנות ההשקעה המוחזקות על ידי כל אחד ממסלולי ההשקעה הכלליים (פנסיה, גמל, ביטוחי חיים ישנים, ביטוחי חיים חדשים) וכן את החזקות הנוסטרו (אחזקות של הגוף המנהל לצרכי ניהול הנכסים שלו).

10.1 אופן חישוב ערכי ה-PME

מדד ה-PME מייצג את ביצועי קרנות ההשקעה ביחס למדדי ייחוס סחירים, שאפשר לראות בהם השקעות אלטרנטיביות להשקעה בקרנות. המדד מחושב על ידי חישוב הערכים העתידיים של התנועות הכספיות לפי תשואת מדד הייחוס. ערכי ה-PME חושבו ביחס לתשואת מדד ת"א 125 (ת"א 100 לפני כן), וביחס למדד ה-S&P 500 (מתורגם לשקלים). התנועות הכספיות של קרנות ההשקעה הזרות תורגמו גם הן לשקלים. מדד ה-PME מחושב בצורה הבאה:

$$PME = \frac{\sum_t \{dist(t) * (1 + r_M(t))\} + NAV}{\sum_t \{call(t) * (1 + r_M(t))\}}$$

כאשר:

- $dist(t)$ – תזרים חיובי (כגון: דיבידנד ומכירה) של קרן ההשקעה בזמן t .
- $r_M(t)$ – תשואת מדד הייחוס (ת"א 125 / S&P 500) מזמן t ועד ה- 31.12.2019.
- NAV – שווי נוכחי נקי של קרן ההשקעה נכון ל- 31.12.2019¹⁰⁸.
- $call(t)$ – תזרים שלילי (כגון: קניה ודמי ניהול) של קרן ההשקעה בזמן t .

על כן, כאשר $PME > 1$ קרן ההשקעה השיגה ביצועים טובים משל מדד הייחוס.

10.2 תוצאות מדד ה-PME בחלוקה לגופים המפוקחים השונים

טבלה 14 מציגה את ערכי ה-PME האגרטיבי עבור כל מוצר השקעה אצל כל אחד מהגופים המוסדיים שנבדקו. ה-PME האגרטיבי מחושב על ידי קיבוץ כלל תזרים המזומנים בכל אחד ממוצרי ההשקעה השונים, כך שניתן לראות בו PME של כלל אפיק קרנות ההשקעה הפרטיות ברמת מוצר ההשקעה והחברה המנהלת. במילים אחרות, זהו ממוצע משוקלל של ערך ה-PME לפי סך הסכום שהושקע בכל קרן השקעה. בטבלה 15 מוצגים ערכי PME ממוצעים, המחושבים לפי ממוצע פשוט, בפילוחים דומים לאלו שבטבלה 14. ערכי ה-PME המוצגים בלוחות 14 עד 16 הם יחסים, היחס בין תזרים המזומנים במשך כל

¹⁰⁸ כאשר קרן ההשקעה סיימה את חייה ערך ה-NAV יהיה 0.

חיי הקרן בכל קטיגורית השקעה לבין תזרים אלטרנטיבי שהיה מתקבל אילו הושקעו אותם הסכומים באותן התאריכים במדד מניות סחיר (בתל אביב או בחו"ל).

טבלה 14 – תוצאות ה-PME האגרסיבי – ממוצע משוקלל

| חברה ו' | חברה ה' | חברה ד' | חברה ג' | חברה ב' | חברה א' | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------------|
| <i>קופות גמל</i> | | | | | | |
| 1.13 | 0.91 | 1.24 | 0.98 | 1.16 | 1.11 | Aggregate PME - TA 125 |
| 1.03 | 0.87 | 1.21 | 0.92 | 1.06 | 0.97 | Aggregate PME - SP 500 |
| <i>קרן י' החדשה</i> | | | | | | |
| - | - | 1.09 | 1.05 | 1.09 | 1.08 | Aggregate PME - TA 125 |
| - | - | 0.93 | 0.99 | 0.99 | 0.95 | Aggregate PME - SP 500 |
| <i>נוסטרו</i> | | | | | | |
| - | 0.93 | 1.06 | 1.23 | 1.02 | 1.09 | Aggregate PME - TA 125 |
| - | 0.84 | 0.88 | 1.21 | 0.97 | 0.93 | Aggregate PME - SP 500 |
| <i>קרן י' הישנה</i> | | | | | | |
| - | 1.03 | 1.04 | 1.00 | 1.06 | 1.06 | Aggregate PME - TA 125 |
| - | 0.90 | 0.88 | 0.94 | 0.98 | 0.91 | Aggregate PME - SP 500 |
| <i>קרנות פנסיה</i> | | | | | | |
| - | 1.01 | 1.07 | 1.04 | 1.09 | 1.15 | Aggregate PME - TA 125 |
| - | 0.88 | 0.92 | 0.97 | 1.02 | 0.97 | Aggregate PME - SP 500 |
| 86 | 521 | 712 | 534 | 695 | 656 | Observations |

טבלה 15 – תוצאות ה-PME - ממוצע פשוט

| חברה א' | חברה ב' | חברה ג' | חברה ד' | חברה ה' | חברה ו' | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|
| קופות גמל | | | | | | |
| 1.14 | 1.19 | 1.05 | 1.20 | 0.99 | 1.31 | PME - TA 125 |
| 1.00 | 1.05 | 1.03 | 1.16 | 0.90 | 1.12 | PME - SP 500 |
| קרן י' החדשה | | | | | | |
| 1.10 | 1.13 | 1.13 | 1.00 | - | - | PME - TA 125 |
| 0.96 | 0.99 | 1.05 | 0.87 | - | - | PME - SP 500 |
| נוסטרו | | | | | | |
| 1.08 | 1.10 | 1.01 | 0.99 | 0.97 | - | PME - TA 125 |
| 1.00 | 1.02 | 0.96 | 0.85 | 0.82 | - | PME - SP 500 |
| קרן י' הישנה | | | | | | |
| 1.09 | 1.06 | 0.99 | 0.93 | 0.97 | - | PME - TA 125 |
| 0.91 | 1.10 | 0.93 | 0.88 | 0.89 | - | PME - SP 500 |
| קרנות פנסיה | | | | | | |
| 1.19 | 1.09 | 1.07 | 1.01 | 0.96 | - | PME - TA 125 |
| 1.01 | 1.03 | 1.01 | 0.89 | 0.88 | - | PME - SP 500 |
| 656 | 695 | 534 | 712 | 521 | 86 | Observations |

מהתוצאות בטבלאות 14 ו-15 ניתן להסיק מספר מסקנות עיקריות. ראשית, קרנות ההשקעה המוחזקות על ידי הגופים המוסדיים בישראל השיגו ברובן תשואות עודפות ביחס למדד ת"א 125, אך תשואות נמוכות ממדד ה-S&P 500. שנית, לא קיימות עדויות להבדלים משמעותיים בין ביצועי קרנות ההשקעה המוחזקות על ידי המוצרים השונים בכל גוף מוסדי. בפרט, הנוסטרו השיג ביצועים דומים לתיקי העמיתים ולביטוחי החיים. ניתן לייחס את התוצאות לחפיפה המשמעותית (מעל ל-70%) בקרנות ההשקעה המוחזקות על ידי המסלולים השונים של כל גוף מנהל. ככלל, על הגופים המוסדיים לפצל את השקעותיהם לפי מפתח פיצול, ועל כן רוב השונות בנכסים בקרנות הקיימות בתיקים נובעות מוותק התיק. בנוסף לכך, ברירת המחדל היא פיצול ההשקעות בין הנוסטרו לעמיתים Pro Rata, כשכל סטייה מנוהל זה חייבת לקבל אישור של ועדת ההשקעות הרלוונטית. מתודולוגיית הפיצול המתוארת עשויה להיות יעילה מאוד בצמצום האפשרות לקיום ניגודי עניינים בין המשקיעים השונים באותו גוף מוסדי.

טבלה 16 מציגה ערכי PME של כלל הגופים המוסדיים שבמדגם תוך חלוקה לסוגי הקרנות.

טבלה 16 – תוצאות ה- PME האגרסיבי לפי סוג קרן ההשקעה

| <i>Funds Type</i> | <i>PME – S&P 500</i> | <i>PME - TA 125</i> | <i>Observations</i> |
|-------------------------------|--------------------------|---------------------|---------------------|
| <i>Co-Invest Foreign</i> | 1.54 | 1.56 | 23 |
| <i>Co-Invest Israel</i> | 0.91 | 1.25 | 32 |
| <i>Debt Foreign</i> | 0.87 | 0.87 | 73 |
| <i>Debt Israel</i> | 0.85 | 1.23 | 7 |
| <i>Hedge Funds Debt</i> | 0.8 | 0.61 | 30 |
| <i>Hedge Funds Foreign</i> | 1.03 | 0.99 | 189 |
| <i>Hedge Funds Israel</i> | 0.92 | 0.98 | 42 |
| <i>Infrastructure Foreign</i> | 0.91 | 0.97 | 22 |
| <i>Infrastructure Israel</i> | 0.98 | 1.11 | 13 |
| <i>PE Foreign</i> | 0.96 | 1.09 | 337 |
| <i>PE Israel</i> | 0.98*** | 1.22*** | 184 |
| <i>Real Estate Debt</i> | 0.93 | 0.95 | 4 |
| <i>Real Estate Foreign</i> | 0.8 | 0.92 | 120 |
| <i>Real Estate Israel</i> | 0.93 | 1.09 | 12 |
| <i>Secondary Foreign</i> | 1.02 | 1.04 | 5 |
| <i>VC Foreign</i> | 0.84 | 0.9 | 62 |
| <i>VC Israel</i> | 0.86* | 1.12* | 167 |
| <i>Other</i> | 1.14 | 1.31 | 17 |

$p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$ של מבחני t לשוויין ממוצעים בין קרנות ההשקעה הישראליות לזרות, ובין קרנות הון הסיכון הישראליות לזרות.

בעוד שקרנות ההשקעה הישראליות השיגו תשואות עודפות הן ביחס למדד ת"א 125 והן ביחס למדד ה- S&P 500, קרנות הון הסיכון הישראליות השיגו תשואה דומה לזו של מדד ת"א 125 ונמוכה מזו של מדד ה- S&P 500. קרנות הון הסיכון הזרות השיגו תשואות נמוכות אפילו בהשוואה למדד ת"א 125. ההבדלים בין ביצועי קרנות ההשקעה הישראליות לזרות מאד מובהקים סטטיסטית, וההבדלים בביצועי קרנות הון הסיכון מובהקים גם כן, אם כי ברמת מובהקות נמוכה יותר. סיבה אפשרית לתוצאה היא בעיית הגישה של הגופים המוסדיים בישראל לקרנות הון הסיכון הזרות הממוקמות ברבעון העליון (ראה דיון בנושא זה בפרק א').

10.3 חישוב ערך ה-Direct Alpha

שיטת ה-Direct Alpha מציגה מעין ערך אלפא שנתי של קרן ההשקעה ביחס למדד הייחוס. בשיטת חישוב זו מקובצות כלל התנועות הכספיות של קרן ההשקעה בכל שנה (סכימה של התזרימים החיוביים והשליליים, כך שמתקבל תזרים נטו שנתי). לאחר מכן, מחושב ה-Forward Value (FV) של כל תזרים שנתי לפי מדד הייחוס (עד ליום ה-31.12.19). לבסוף, מחושב ה-IRR של כלל התזרים (המהווה), כשהערך האחרון הוא ה-NAV של הקרן (אם הקרן לא הונזלה).¹⁰⁹ פורמלית, ערך ה-Direct Alpha מוגדר כך:

$$\alpha = IRR(FV(Calls), FV(Distributions), NAV)$$

לוחות 18א ו-18ב מציגים ערכי Direct Alpha אגרטיביים המחושבים על בסיס תזרים המזומנים המאוחד ברמת מוצר ההשקעה, כאילו כלל קרנות ההשקעה הן קרן השקעה אחת, המורכבת מכלל הקרנות לפי משקלן היחסי. החישוב מוצג עבור כל מוצר השקעה בכל אחד מהגופים הכלולים במדגם.

טבלה 18א – מדד ה-Direct Alpha מחושב ביחס למדד ת"א 125

| חברה ו' | חברה ה' | חברה ד' | חברה ג' | חברה ב' | חברה א' | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------------|
| - | 1.18% | 1.27% | 0.48% | 1.38% | 2.36% | קרן י' הישנה |
| 5.49% | -3.97% | 5.79% | 0.15% | 6.84% | 4.54% | קופות גמל |
| - | - | 3.63% | 2.96% | 2.87% | 3.06% | קרן י' החדשה |
| - | 0.72% | 2.74% | 1.33% | 2.53% | 5.26% | קרנות פנסיה |
| - | -1.80% | 1.58% | 7.92% | 0.93% | 4.58% | נוסטרו |
| 5.49% | 0.67% | 2.15% | 1.73% | 1.51% | 3.61% | סה"כ (ממוצע משוקלל) |

כאשר בוחנים את ביצועי הקרנות ביחס למדד ת"א 125 רואים כי ברוב המקרים קרנות ההשקעה השיגו תשואה גבוהה מזו של מדד ת"א 125. למעט חברה ו' שהשיגה ערך Direct Alpha של כ-5.5%, שאר החברות השיגו תשואה ממוצעת מעבר למדד הייחוס של כ-2% בלבד. לא ברור אם התשואות העודפות ביחס למדד ת"א 125 מהוות פיצוי ראוי לאי-הסחירות באפיק השקעה זה, וכן לסיכונים נוספים הנוצרים בעובדה שמדובר בנכסים לא מפקחים, שעשויים להתאפיין ברמת דיווח נמוכה בהשוואה לאלטרנטיבות הסחירות.

טבלה 18ב – מדד ה-Direct Alpha מחושב ביחס למדד S&P 500

| חברה ו' | חברה ה' | חברה ד' | חברה ג' | חברה ב' | חברה א' | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------------|
| - | -3.35% | -2.75% | -2.70% | -0.51% | -2.94% | קרן י' הישנה |
| 1.96% | -5.67% | 4.24% | -3.36% | 3.23% | -0.77% | קופות גמל |
| - | - | -0.81% | -0.23% | -0.46% | -2.15% | קרן י' החדשה |
| - | -4.09% | -1.58% | -1.93% | -0.05% | -1.24% | קרנות פנסיה |
| - | -5.44% | -3.26% | 7.09% | -1.90% | -0.90% | נוסטרו |
| 1.96% | -2.91% | -2.13% | -1.08% | -0.69% | -1.99% | סה"כ (ממוצע משוקלל) |

¹⁰⁹ Gredil, O., Griffiths, B. & Stucke, R (2014), Benchmarking Private Equity: The Direct Alpha Method. <https://ssrn.com/abstract=2403521>.

כאשר מחשבים את ערך ה- Direct Alpha ביחס למדד ה- S&P 500, המדד שלילי בעבור רוב המוצרים ורוב החברות. ערך המדד הממוצע עבור כלל החברות (למעט חברה ו' שהשיגה ביצועים טובים משמעותית משאר החברות) הוא -1.76% .

פרק ה' – שקיפות – המצב הקיים והמלצות להגברת השקיפות ושיפור הדיווחים

לשקיפות המידע לחוסכים יש חשיבות רבה לעידוד התחרות בשוק החיסכון ארוך הטווח בישראל. לפי כך, חובות הדיווח נקבעות ברגולציה וכוללות מידע אישי לחוסך (בתדירות רבעונית ושנתית, ומידע עדכני מקוון באזור האישי באתר מנהל החיסכון). הרגולציה מכתובה גם כללים אחידים בדבר אופן חישוב ודיווח התשואות, מתן מידע מהותי ועדכון על שינויים שבמסלולי ההשקעה ועוד. בנוסף, מפעילה רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון מאגרי מידע מקוונים (מערכת הגמל נט/ביטוח נט/פנסיה נט) המאפשרים לציבור להשוות נתוני תשואות, עלויות ומדדי סיכון בין גופי החיסכון הפנסיוני השונים. ההשוואות במערכת מבוצעת על פי קריטריונים שקובע המשתמש (פרקי זמן, סך הנכסים מנוהלים, סדר אלפביתי וכו').

הנתונים הזמינים במערכת הגמלנט:

| נתונים המוצגים בגמל נט: | |
|---|--|
| מספר המסלול | לכל מסלול מספר ייחודי |
| שם הקופה | שם הקופה בהתאם להוראות בחוזר מסלולי השקעה |
| תשואה מצטברת לתקופה | תשואה בניכוי הוצאות ישירות ב-12 החודשים האחרונים |
| ממוצע תשואה שנתית בשלוש וחמש השנים האחרונות | תשואה בניכוי הוצאות ישירות בשלוש וחמש השנים האחרונות |
| מדד שארפ (סיכון) | יחס שארפ מבטא את היחס שבין תשואה לסיכון (התשואה מעבר לריבית חסרת הסיכון מנורמלת בסטיית התקן) |
| שיעור דמי הניהול מהפקדה ומצבירה (ממוצעים לשנת הדיווח האחרונה) | שיעור דמי ניהול הממוצעים מההפקדה ומהצבירה במסלול בשנת הדיווח האחרונה |
| יתרת הנכסים לסוף התקופה במסלול | יתרת הנכסים לסוף התקופה (באלפי ₪) |
| צבירה נטו | צבירה נטו לתקופה (באלפי ₪) |
| מדד נזילות | מדד המשקלל את סוג הנכסים המוחזקים, ונותן אינדיקציה לגבי אמינות ותכיפות תמחורם |

דוגמא לגילוי שניתן בפועל בגמלנט:

| מספר | שם קופה | תקופת דיווח | מצטברת לתקופת הדו"ח | תשואות | | שארף ריבית חסרת סיכון | שיעור דמי ניהול ממוצע לשנת 2019 | יתרת נכסים לסוף התקופה | צבירה נטו* | מדד חילוח |
|------|-----------------------------------|-------------|---------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|---------------------------------|------------------------|------------|-----------|
| | | | | ממוצעת 3 שנים אחורונות | ממוצעת 5 שנים אחורונות | | | | | |
| | | | | | | הפקדות | נכסים | | | |
| | | | | | | בנקודות האחוז | | | | |
| 1093 | אלטשולר שחם השתלמות כללי *** | 11/20-12/19 | 4.16% | 5.81% | 0.89 | --- | 0.76% | 48,990.1 | 10,079.3 | 88.0% |
| 484 | מורים וגנות - מסלול כללי ** | 11/20-12/19 | 3.99% | 4.46% | 0.66 | --- | 0.14% | 16,951.7 | 434.8 | 81.7% |
| 1162 | ילן לפידות קבן השתלמות מסלול כללי | 11/20-12/19 | 3.81% | 5.04% | 0.77 | --- | 0.74% | 15,441.1 | -467.8 | 86.0% |
| 579 | מדל השתלמות כללי *** | 11/20-12/19 | 3.76% | 4.54% | 0.70 | --- | 0.68% | 12,008.7 | -755.5 | 76.9% |

בנוסף לגילוי לעיל, בעת בחירה במסלול ספציפי המערכת תציג מידע מפורט יותר אודות מאפייני השונים של המסלול והחברה המנהלת כמפורט להלן:

- נתונים כלליים – תאגיד שולט, חברה מנהלת, אוכלוסיית יעד, שם מנהל, כתובת, טלפון, פקס, דוא"ל, אתר אינטרנט, תאריך הקמה ומספר ח.פ של החברה.
- מידע אודות מסלולים שמוזגו אל תוך המסלול הספציפי.
- נתונים שנתיים כמתואר בטבלה לעיל.
- נתונים אודות נכסי המסלול – התפלגות לפי אפיק השקעה (באחוזים ובמיליוני ₪), חלוקה לפי סחיר/לא סחיר, חלוקה לפי השקעה בארץ/בחו"ל, חשיפה במונחי דלתא (באחוזים ובמיליוני ₪). בנוגע להוצאות הישירות, נקבעו הוראות דיווח ייעודיות במטרה להגביר את שקיפות המידע המוצג לציבור. החל משנת 2015 מוצגים דיווחים מפורטים בנושא זה באתרי האינטרנט של הגופים המוסדיים.

מידע הניתן באתרי האינטרנט של הגופים המוסדיים

- (1) מידע כללי לגבי הגוף המוסדי – תחומי פעילותו; בעלי מניות עיקריים; בעלי שליטה; תרשים מבנה אחזקות של הקבוצה אליה משתייך הגוף המוסדי; שמות חברי דירקטוריון, לרבות ציון הדירקטורים החיצוניים; שמות ועדות הדירקטוריון השונות לרבות וועדת ההשקעות, חברי הוועדות ותכיפות התכנסותן; שמות חברי ההנהלה הבכירה ונושאי משרה בכירים בחברה ופירוט תפקידיהם.
- (2) הוצאות ישירות – מידע בדבר ההוצאות הישירות שהושטו על העמיתים בכל מסלול, לרבות סך התשלומים ששולמו בגין כל סוג של הוצאה ישירה וחישוב שיעורים, פירוט התשלומים בגין מספר סוגי עמלות והוצאות, פירוט עמלות ניהול חיצוני לפי כל סוג הוצאה (ראה גם נספח ג'). בנוסף, בימים אלה נידונות ברשות שתי הרחבות לדיווח בנושא זה: חובת יידוע עמית חדש המצטרף לקרן פנסיה (או מכשיר חיסכון פנסיוני אחר) על כך שנוסף על דמי הניהול ייגבו מנכסי הקופה הוצאות ישירות וכן את שיעור ההוצאות הישירות שנגבו בשנה החולפת מנכסי הקופה.
- (3) דוח נכס בודד ודוח מרכיבי תשואה – רשימת הנכסים, תרשים המפרט את רשימת האחזקות בגופים הקשורים בגוף המוסדי, נתונים רבעוניים על יתרות הנכסים הרבעוניות, בציון תרומתו של כל אפיק השקעה לתשואה, תשואה מצטברת עד למועד הדיווח. כיום אין דיווח כזה בכל הנוגע לקרנות השקעה פרטיות והרשות שוקלת עדכון דרישות הדיווח בנושא זה.

4) מדיניות השקעה – מדיניות ההשקעה הצפויה בכל אחד ממסלולי ההשקעה המוצעים לחוסכים ובכללם

טווחי חשיפה לאפיקים השקעה שונים, מדדי ייחוס להשוואה, וטווח החשיפה הצפוי למט"ח.

5) דוח לעמית – הגופים המוסדיים מחויבים לדווח לעמיתים בתום כל רבעון ושנה, דרך האזור האישי באתר,

נתונים אודות מצב החיסכון שלהם. ישנם הבדלים בנתונים המדווחים בהתאם לסוג המוצר (גמל, פנסיה, ביטוח חיים וכו'). לדוגמא, הדוח השנתי המקוצר לעמית בקרן פנסיה חדשה כולל מידע אודות פרטיו האישיים של העמית, תשלומים צפויים מקרן הפנסיה, תנועות בקרן הפנסיה, אחוז דמי ניהול ושיעור הוצאות ישירות, מסלולי השקעה ותשואות, פירוט הפקדות לקרן, פרטי הסוכן/היועץ של העמית, הפניה לאתר החברה, אישור לצורך מס הכנסה ולצורכי הצהרת הון. בדוח השנתי המפורט מדווח מידע נוסף לרבות גיל פרישה, מועד ההצטרפות, ריכוז פרטי ההלוואות שנלקחו ע"י העמית, תקנון ושינויים בתקנון, שארים, הוראת מוטבים וטופס עדכון פרטים אישיים. כמו כן, מצורפים הסברים ודגשים לטבלאות ומילון מושגים.

המלצות להגברת השקיפות בדיווחים לציבור החוסכים

1. תיאור מילולי של מדיניות ההשקעה של המסלול ובכלל זה הגדרתו כאקטיבי או פסיבי. למשל, "מסלול פסיבי עוקב מדדים הכולל השקעות באפיקים סחירים בלבד, באמצעות שילוב של קרנות סל (שתפורטנה בתיאור) העוקבות אחר מגוון מדדי אג"ח ומניות בארץ ובחו"ל (שיפורטו גם הם). ניתן לכלול גם סיווג פורמלי של מסלולי ההשקעה בדומה לזה הקיים בקרנות הנאמנות כדי לשקף את מדיניות ההשקעה שלהם (במניות, אגרות חוב, וכיו"ב). המידע המילולי יכלול גם את תאריך הקמת המסלול ותיאור של מדד ייחוס שיקבע כמתאים לתמהיל המסלול (ביוזמה של הגוף המנהל ובאישור הרשות המפקחת, או על ידי הרשות המפקחת, ראה דיון בנושא זה בפרק א'). ניתן להוסיף פירוט לגבי ההשקעות המרכזיות (למשל, עשרה הנכסים שמשקלם בתיק הוא הגדול ביותר) ואולי גם על פרופיל חברי וועדת ההשקעות.
2. במקביל להצגת התשואה לתקופות זמן שונות (תשואה ברוטו ותשואה בניכוי דמי ניהול והוצאות), תוצג תשואת מדד הייחוס שבחר מנהל החיסכון, תוצג התשואה הממוצעת של מסלולים דומים של גופים מוסדיים אחרים באותה קטגוריה ואולי גם המיקום היחסי של המסלול ביחס אליהם. בנוסף, אפשר לשקול להציג גם את תשואת המסלולים הפסיביים לכשיופעלו.
3. הצגה ברורה של מדדי הסיכון: בנוסף למדד שארפ הקיים היום, יוצגו גם סטיית התקן של תשואת המסלול בעשר השנים האחרונות, התשואה הנמוכה ביותר והתשואה הגבוהה ביותר של המסלול בעשור האחרון, וכן השוואת הסיכון בכל מסלול למסלולים אחרים של אותו מנהל ולמסלולים דומים של מנהלים אחרים.
4. לגבי קרנות השקעה פרטיות, יתווסף מידע על שיעורן בתיק, תחומי ההשקעה שלהן, והעלויות הכרוכות בהן. מעבר לדיווח אגרטיבי, הגוף המוסדי יאפשר לחוסך, באמצעות אתר האינטרנט שלו, לראות רשימה שמית של הקרנות, שיעור ההשקעה בכל אחת מהן, דמי הניהול, התשואה המדווחת של הקרן ותשואה במונחי PME בהשוואה למדד הייחוס הרלוונטי שבחרה וועדת ההשקעות של הגוף המנהל במועד ביצוע ההשקעה בקרן (ראה פרק א').
5. לגבי הנכסים הלא סחירים בתיק שאינם קרנות השקעה, אם שיעור ההשקעה בהם עולה על שיעור מסוים (שייקבע), יתווסף מידע על אופי נכסים אלה והעלויות הכרוכות בהשקעה בהם.

6. הצגה ברורה של העלות הכוללת במסלול: במסלולים פסיביים יוצג המחיר היחיד והכולל (אין במסלולים אלה עלויות נוספות). במסלולים שבהם יהיה מחיר (דמי ניהול) יחיד "אמתי" (כהגדרתו בפרק א') יוצג המחיר הכולל הזה באופן בולט. במסלול שבו יש מחיר יחיד "הצגתי" (כהגדרתו בפרק א') יוצג המחיר הכולל, תחזית מנהל החיסכון לגבי המחיר הצפוי בשנה הקרובה, פירוט לגבי סטייה, אם היתה כזו, מהמחיר ההצגתי בשנה הקודמת, והתחייבות מנהל החיסכון לגבי הוצאות אחרות. בנוסף, תנתן אפשרות להשוואה קלה של המחיר שמשלם החוסך למחיר ההצגתי הכולל שמשלמים חוסכים עם פרופיל צבירה והפקדות דומים לו באותו הגוף המוסדי ובגופים אחרים. במקרה של מחיר "היברידי" (כהגדרתו בפרק א') תוצג התחייבות הגוף המנהל לתקרת ההוצאות על קניה/מכירה של נכסים (סחירים ולא סחירים) וההוצאות בפועל.
7. פרסום מדד איכות השירות של החברה המנהלת.
8. יש לשקול דיווח חשיפות לרשות המפקחת, על רקע השימוש הגובר בשימוש בנגזרים. המעבר לדיווח לפי חשיפות המסלול יביא לשקיפות גבוה יותר בכל הנוגע להלימה בין מדיניות ההשקעה המוצהרת לבין חשיפות המסלול.

היבטי גילוי ושקיפות מתוך דוח רבעוני לעמית של קרן פנסיה בניו זילנד

מערכת הפנסיה בניו זילנד, ה-KiwiSaver, מאופיינת ברמות שקיפות וגילוי גבוהות: כלל הנתונים אודות הקרנות ומסלוליהן, לרבות רכיבי דמי הניהול, אחזקות הקרן ושמות נושאי המשרה בה מונגשים באופן אחיד במקום אחד ובאופן שמקל על ביצוע השוואות. פרט לשלמות המידע, המידע מוצג באופן נהיר ומונגש באופן המאפשר גם לחוסכים ללא אוריינות פיננסית לקבל החלטות מושכלות על בסיס מידע מהימן ורלוונטי. המידע כולל, בין היתר:

- הצגת כלל קרנות הפנסיה והמסלולים שכל אחת מציעה, וסיווגם של המסלולים לפי אופי ההשקעה שלהם (Growth, Balanced, Conservative, Defensive, Aggressive).
- מידע מפורט לכל מסלול הכולל את סך דמי הניהול הממוצעים המשולמים במסלול זה, דירוג איכות השירות במסלול על פי מספר פרמטרים, ותשואת המסלול לאחר עמלות ומיסים. לצד הנתונים, מוצגים הממוצעים בקרנות המציעות מסלולים דומים.
- פירוט אודות רכיבי דמי הניהול ואופן חישובם.
- התשואה השנתית של המסלול בעשר השנים האחרונות.
- פירוט על תמהיל ההשקעות ועשר ההשקעות הגדולות ביותר של כל מסלול.

Combined fees include

Membership fees per year
 This fund **\$18.00** Average **\$26.99**

Total fund fees
 This fund **0.95%** Average **1.00%**
 Annual management fee **0.90%** **0.86%**
 Performance-based fees **0.00%** **0.01%**
 Other fees and costs **0.05%** **0.14%**

Compare services
 Help with investment options
 This fund **84%** Average **87%**
 Communications to members
89% **85%**
 Other services
76% **81%**

Returns
 Since July 2015

Combined fees

Services
 From the September 2019 KiwiSaver provider survey



Last twelve months

| Period | This fund | Average |
|-------------------------|-----------|---------|
| April 2019 - March 2020 | 2.85% | 3.12% |
| April 2018 - March 2019 | -1.52% | -1.01% |
| April 2017 - March 2018 | 5.9% | 5.47% |
| April 2016 - March 2017 | 5.28% | 4.55% |
| April 2015 - March 2016 | 5.11% | 4.40% |
| April 2014 - March 2015 | 3.83% | 2.43% |
| April 2013 - March 2014 | 13.01% | 7.07% |
| April 2012 - March 2013 | 7.25% | 3.50% |
| April 2011 - March 2012 | 11.62% | 5.00% |
| April 2010 - March 2011 | 3.02% | 0.70% |
| April 2009 - March 2010 | 5.55% | 2.68% |

Balanced fund type

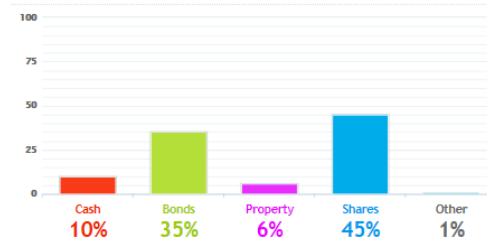
Which is the right type for me?

What's in this fund

At 30 June 2020

This shows the actual mix of investments that this fund held on 30 June 2020. This mix continually changes because of market swings and managers' rebalancing, so these percentages are a snapshot. But it will give you a good idea of where your money is being invested.

How this fund invests your money



[Fund Update - NZ Funds KiwiSaver Scheme Growth Strategy, KiwiSaver](#)

NZ Funds KiwiSaver Scheme Growth Strategy

This fund update was first made publicly available on 13 February 2020

What is the purpose of this update?

This document tells you how the Growth Strategy has performed and what fees were charged. The document will help you to compare the fund with other funds. New Zealand Funds Management Limited prepared this update in accordance with the Financial Markets Conduct Act 2013. This information is not audited and may be updated.

Description of this fund

The objective of the Growth Strategy is to grow your investment over the long term. The fund is anticipated to hold mainly Australasian and international shares, and/or hedge funds.

Total value of the fund \$201,874,284

Number of investors in the fund 8,582

The date the fund started 1 November 2010

What are the risks of investing?

Risk indicator for the Growth Strategy:



The risk indicator is rated from 1 (low) to 7 (high). The rating reflects how much the value of the fund's assets goes up and down. A higher risk generally means higher potential returns over time, but more ups and downs along the way.

To help you clarify your own attitude to risk, you can seek financial advice or work out your risk profile at www.nzfunds.co.nz/AdviceSolutions/RiskProfile/

Note that even the lowest category does not mean a risk-free investment, and there are other risks that are not captured by this rating.

The risk indicator is not a guarantee of a fund's future performance. The risk indicator is based on the returns data for the five years to 31 December 2019. While risk indicators are usually relatively stable, they do shift from time to time. The risk indicator will continue to be updated in future fund updates.

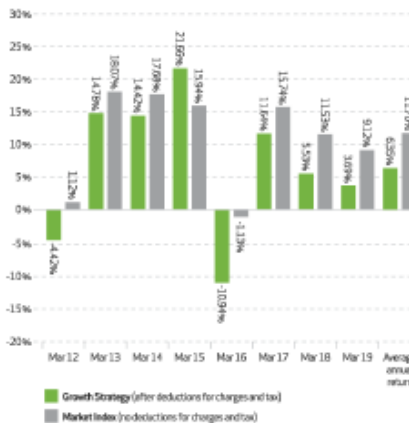
See the Product Disclosure Statement (PDS) for more information about the risks associated with investing in this fund.

How has the fund performed?

| | Average over past 5 years | Past year |
|--|---------------------------|-----------|
| Annual return (after deductions for charges and tax) | 4.26% | 14.01% |
| Annual return (after deductions for charges but before tax) | 5.45% | 16.82% |
| Market index annual return (reflects no deduction for charges and tax) | 10.84% | 26.95% |

The market index annual return is based on a composite index calculated using the market indices and weightings set out in the Statement of Investment Policy and Objectives (SIPO). Additional information about the market index is available on the offer register at www.companiesoffice.govt.nz/disclose.

Annual return graph¹



This shows the return after fund charges and tax for each year ending 31 March since the fund started. The last bar shows the average annual return since the fund started, up to 31 December 2019.

Important: This does not tell you how the fund will perform in the future.

Returns in this update are after tax at the highest prescribed investor rate (PIR) of tax for an individual New Zealand resident. Your tax may be lower.

What fees are investors charged?

Investors in the Growth Strategy are charged fund charges. In the year to 31 March 2019 these were:

| | % of net asset value |
|--|----------------------------------|
| Total fund charges | 1.47% |
| Which are made up of: | |
| Total management and administration charges | 1.47% |
| Including: | |
| Manager's basic fee | 1.30% |
| Other management and administration charges* | 0.17% (estimate) ² |
| Total performance-based fees | n/a [†] |
| Other charges | \$ amount per investor |
| Administration fee ³ | \$36 |

*Note: Included within 'Other management and administration charges' are performance-based fees charged by managers of underlying funds that the fund invested into which totalled -0.03%. Performance-based fees are subject to market movements and manager performance and the amount of these fees for any given period may materially differ from those disclosed for the year to 31 March 2019. For the 12 months to 31 December 2019, external manager performance fees were 0.05% and total fund charges for the period were 1.63%.

[†]From 1 April 2019, a performance-based fee may be charged in a related underlying fund. For more information, see the PDS.

Investors may also be charged individual action fees for specific actions or decisions (for example, for withdrawing from or switching funds). See the PDS for the NZ Funds KiwiSaver Scheme for more information about those fees.

Small differences in fees and charges can have a big impact on your investment over the long term.

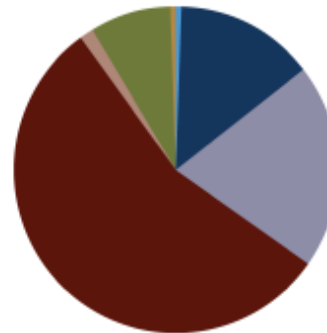
Example of how this applies to an investor

Liam had \$10,000 in the fund at the start of the year and did not make any further contributions. At the end of the year, Liam received a return after fund charges were deducted of \$1,401 (that's 14.01% of his initial \$10,000). Liam also paid \$36 in other charges. This gives Liam a total return after tax of \$1,365 for the year.

What does the fund invest in?

This shows the types of assets that the fund invests in.

Actual investment mix⁵



| | |
|----------------------------|--------|
| Cash and cash equivalents | 0.79% |
| New Zealand fixed interest | 13.93% |
| Australasian equities | 20.14% |
| International equities | 55.28% |
| Listed property | 1.27% |
| Commodities | 8.27% |
| Other* | 0.33% |

Target investment mix⁶

| | |
|------------------------------|-----|
| Cash and cash equivalents | 0% |
| New Zealand fixed interest | 0% |
| International fixed interest | 0% |
| Australasian equities | 26% |
| International equities | 65% |
| Listed property | 5% |
| Unlisted property | 0% |
| Commodities | 0% |
| Other* | 4% |

*'Other' comprises alternative securities (investment in total return and/or downside-orientated hedge funds)

What does the fund invest in? (continued)

Top 10 investments

| | Name | Percentage of fund net assets | Type | Country | Credit Rating |
|----|-----------------------------------|-------------------------------|----------------------------|--------------------------|---------------|
| 1 | BNZ bank bill 29/06/2020 | 14.86% | New Zealand fixed interest | New Zealand | A-1+ |
| 2 | Westpac 32 day term deposit | 7.20% | Cash and cash equivalents | New Zealand | A-1+ |
| 3 | Suvretta Offshore Fund | 6.34% | International equities | Cayman Islands | |
| 4 | Westpac current account | 5.14% | Cash and cash equivalents | New Zealand | A-1+ |
| 5 | Goldman Sachs NZD margin account | 4.37% | Cash and cash equivalents | United Kingdom | A-1 |
| 6 | Emerson Point Capital Partners LP | 4.05% | International equities | United States of America | |
| 7 | Westpac term deposit | 2.85% | New Zealand fixed interest | New Zealand | A-1+ |
| 8 | Westpac USD current account | 2.67% | Cash and cash equivalents | New Zealand | A-1+ |
| 9 | Goldman Sachs USD margin account | 2.56% | Cash and cash equivalents | United Kingdom | A-1 |
| 10 | Uber Technologies Inc | 2.51% | International equities | United States of America | |

The top 10 investments make up 52.55% of the fund.⁷

NZ Funds actively manages the foreign currency exposure of the fund. Where the fund holds assets denominated in a foreign currency, NZ Funds has the choice of whether to hedge back to the NZ dollar or retain a foreign currency exposure. The fund may also take active foreign currency positions by holding non-NZD cash and/or foreign currency derivatives. As at 31 December 2019, the fund's foreign currency exposure was 9.63%.

Key personnel

This shows the directors and employees who have the most impact on the investment decisions of the fund.

| Name | Current position | Time in current position | Previous or other position | Time in previous or other position |
|--------------|---|--------------------------|--|------------------------------------|
| Michael Lang | Chief Executive and a Director | 1 year 3 months | Chief Investment Officer, New Zealand Funds Management Limited | 10 years 1 month |
| James Grigor | Chief Investment Officer and a Principal | 1 year 1 month | Senior Portfolio Manager, New Zealand Funds Management Limited | 1 year 7 months |
| David Wilson | Chief Operating Officer - Investments and a Principal | 1 year 1 month | Investment Strategist, New Zealand Funds Management Limited | 21 years 11 months |
| Mark Brooks | Head of Income and a Principal | 12 years 1 month | Senior Portfolio Manager, Credaris | 3 years 4 months |

Further information

You can also obtain this information, the PDS for the NZ Funds KiwiSaver Scheme, and some additional information from the offer register at www.companiesoffice.govt.nz/disclose/.

Notes

1. The bar graph shows fund returns after the deduction of fees and tax; however, the market index returns are shown before any fees or tax are deducted.
2. Other management and administration charges comprise:
 - (a) operating costs directly incurred by the fund; and
 - (b) annual management fees, performance-based fees and operating costs incurred by underlying funds the fund invests into.

Estimates were used when deriving annual management fees, performance-based fees and operating costs incurred by the following underlying funds the fund invested into.

| Fund | Information and assumptions used to make estimates |
|------------------------|---|
| Suvretta Offshore Fund | The fee and operating cost amount obtained from the manager of the fund was for the year to 31 December 2018. Performance fee amounts are estimated using the same criteria used by the administrator of the fund. |
| Impala Resource Fund | Fee and operating cost amounts are estimated using fee targets provided by the manager of the fund for the year to 31 December 2018. Performance fee amounts are estimated using the same criteria used by the administrator of the fund. |

3. The NZ Funds KiwiSaver Scheme has an administration fee of \$3.00 per investor per month.
4. In the 12 month period to 31 March 2019, there was a reversal of external manager performance fees that had been accrued in the previous year.
5. NZ Funds uses derivatives as part of its active management approach. The use of derivatives can result in the total economic exposure of the fund exceeding 100% which means the fund is leveraged. Where economic exposure exceeds 100%, the actual investment mix pie graph has been scaled to 100%. Without scaling, the total economic exposure of the fund, as shown in the actual investment mix would be 127.14%. For more information on economic exposure, see the Other Material Information document on the offer register at www.companiesoffice.govt.nz/disclose/.
6. Targets indicate what are expected to apply over the course of an economic cycle and should be considered as general guidance only. NZ Funds is an active manager and may use investment strategies that differ materially from the targets.
7. The top 10 investments have been compiled using a balance sheet approach. This differs from the approach used in compiling the actual and target investment mixes, which include the impact of derivatives.

פרק ו' - הפיקוח על שוק ההון ומשאבי המפקחים: המצב הקיים והמלצות לשינוי

פיקוח ורגולציה - המצב הקיים

רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון פועלת לשמירה על עניינם של המבוטחים, העמיתים ולקוחות הגופים המפוקחים. הרשות פועלת כיחידה ממשלתית עצמאית ונפרדת. בתיקון לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), תשמ"א-1981, אשר העניק לרשות עצמאות מוסדית (2016), נקבע כי תפקידיה הינם:

1. הגנה ושמירה על עניינם של המבוטחים, העמיתים ולקוחות הגופים המפוקחים;
 2. הבטחת היציבות והניהול התקין של הגופים המפוקחים;
 3. קידום התחרות במערכת הפיננסית, ובמיוחד בשוק ההון הביטוח והחסכון;
 4. עידוד חדשנות טכנולוגית ועסקית בפעילותם של הגופים המפוקחים, בשים לב לשאר תפקידי הרשות המצוינים לעיל.¹¹⁰
- לרשות מגוון רחב של סמכויות בתחומי רישוי, אסדרה, אכיפה וענישה:

1. סמכויות אכיפה – סמכויות האכיפה נחלקות לשני מרכיבים עיקריים:
 - אמצעים לאיסוף המידע הנדרש לביקורת – חובה החלה על הגופים המוסדיים להגיש לרשות דוחות תקופתיים, ומתן סמכות לרשות לחפש, לתפוס מסמכים ולחקור חשודים בעבירות על חוקי הפיקוח.
 - יכולת לכפות על המפוקחים את תיקון הפגמים והליקויים שהתגלו בביקורת - הרשות רשאית להורות לגוף מוסדי להימנע מביצוע פעולות שפגמיהן לא תוקנו, לדרוש ממנו להפריש מקורות כספיים בגין חובות מסופקים וכן להשלים הון כאשר אינו עומד בחובת המינימום. כמו כן, ניתן להטיל סנקציות עקיפות, למשל איסור חלוקת דיבידנדים ורווחים לבעלי המניות ואיסור הענקת הטבות לדירקטורים, לבעלים ולבעלי זכות חתימה.
2. סמכויות ענישה – הסמכות להטיל קנסות על כל הגופים הכפופים לפיקוחה וכן הסמכות להשעות מנהלים ודירקטורים בחברות ביטוח ובקופות פנסיה ולמנות מנהלים מורשים במקומם, פעולה המחייבת אישור של שר האוצר.

השוואה לרשויות פיקוח אחרות

הפיקוח על המערכת הפיננסית בישראל מופקד בידי שלוש רשויות:

1. הרשות שוק ההון, ביטוח וחסכון (הרשות);
2. רשות ניירות ערך;
3. הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל.

בנוסף, לרשות התחרות (עד 2019, רשות ההגבלים העסקיים), המפקחת על התחרות במשק בכללותו, יש מדי פעם ממשקים עם רשויות הפיקוח הפיננסיות. רשות זו לא תידון בפרק זה.

¹¹⁰ סעיף 1ב' לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), תשמ"א-1981.

הרשויות נבדלות זו מזו בהיקף סמכויותיהן, כלי הפיקוח העומדים לרשותן, יכולת האכיפה, מידת העצמאות, המשאבים העומדים לרשות כל אחת ואופי הפעילויות המפוקחות.¹¹¹ הפרק מחולק לשלושה חלקים: בחלק הראשון יוצגו התפקידים העיקריים של שלוש רשויות הפיקוח הפיננסיות וסמכויותיהן על פי חוק; בחלקו השני יושוו משאבי הפיקוח שעומדות לכל אחת, ובחלק השלישי יידונו המשמעויות וההשלכות של ממצאי החלק השני.

תפקידים וסמכויות של רשויות הפיקוח הפיננסיות האחרות

רשות ניירות ערך: שמירת ענייניו של ציבור המשקיעים בניירות ערך (הכוונה לציבור הרחב) ופיקוח על קרנות הנאמנות וחברות ניהול תיקים.

הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל: חטיבה בבנק ישראל הפועלת כרשות פיקוח על פעילות הבנקים בישראל.¹¹² מטרת הפיקוח הן להבטיח את ניהולם התקין של הבנקים, להגן על עניינם של לקוחותיהם ולשמור על יציבותם הפיננסית.¹¹³

בן בסט¹¹⁴ מתמצת את מטרת הפיקוח העיקריות של כל אחת מהרשויות כך:

| רשות שוק ההון | רשות ניירות ערך | הפיקוח על הבנקים |
|------------------|----------------------|------------------|
| - יציבות פיננסית | - הגנת הצרכן | - יציבות פיננסית |
| - הגנת הצרכן | - שכלול שוק ההון | - הגנת הצרכן |
| - שכלול שוק ההון | - הגדלת מספר השחקנים | - תחרות |
| - תחרות | - אמינות ושקיפות | |

השמירה על היציבות הפיננסית מהווה מטרה מרכזית הן של רשות שוק ההון והן של הפיקוח על הבנקים.¹¹⁴ לשתי רשויות אלה סמכויות פיקוח והסדרה עצמאיות נרחבות כדי להשיג מטרה זו. כמו כן, יש לשתי רשויות אלה אגפים המתמחים בניהול סיכונים היציבות בגופים המפוקחים על ידם, המהווים חלק אינטגרלי מפעילות הפיקוח שלהם. מאידך, רשות ניירות ערך מקדישה חלק מכריע ממשאביה לפיקוח על תקינות המסחר ועל גילוי נאות בתשקיפים ובדוחות של החברות הנסחרות בבורסה. עיקר פעילותה איננו עוסק בהיבטים יציבותיים.

למרות הדמיון בין הרשויות באופי פעילותן וסמכויותיהן יש הבדל ניכר במשאבים העומדים לרשותן ובמידת האפקטיביות של פעולותיהן. באפריל 2019 פורסם דין וחשבון מסכם של וועדת החקירה הפרלמנטרית להתנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי ללווים עסקיים גדולים (להלן: "ועדת כבל"), שחקרה את התנהלות הבנקים והגופים המוסדיים בעניין הקצאות אשראי ללווים עסקיים גדולים משנת 2003. דוח הוועדה הצביע על המצב הבעייתי שבו קיימים פערים בין סמכויות הפיקוח והאמצעים השונים של הרגולטורים הפיננסיים.¹¹⁵

¹¹¹ הפרק מתבסס על טיוטת הספר "המהפכה בשוק ההון ישראל, 2018-1985" מאת אבי בן בסט הצפוי להופיע בהוצאת מגנס.

¹¹² "פקודת הבנקאות 1941" פקודה מנדטורית, שתוקנה ועודכנה במשך השנים; "חוק הבנקאות (רישוי), התשמ"א - 1981" "חוק הבנקאות (שירות ללקוח), התשמ"א - 1981" ו-"חוק שקים ללא כיסוי, התשמ"א - 1981"

¹¹³ בן בסט, פרק י', טוען שהיסטורית, היעד היציבותי היה החשוב ביותר לפעילות הפיקוח על הבנקים.

¹¹⁴ "מהי יציבות פיננסית, ומהו תפקידו של בנק ישראל בזה", (בנק ישראל, "מבט כלכלי", גיליון מס' 15, 2005) יאיר אבידן

עמ' 1-2

¹¹⁵ דין וחשבון מסכם - ועדת החקירה הפרלמנטרית להתנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי ללווים עסקיים גדולים,

הכנסת

”... קיומם של מפקחים מקבילים אשר בידיהם סמכויות שונות ואמצעים שונים, עלול ליצור מצב של ”ארביטראז’ רגולטורי”, שבו שחקנים בשוק ההון ובשוק הכספים, ובפרט חברות עסקיות גדולות, מפנים את פעילותם לסביבה הרגולטורית החלשה ביותר בין המפקחים לשם קידום ענייניהם הכלכליים, ולרעת רווחת הציבור. הספרות הכלכלית מדגישה את מחיר תופעת הארביטראז’ הרגולטורי, והיא גם מצביעה על הפוטנציאל הגלום בה להיווצרותם ולהצטברותם של סיכונים כלל-משקיים לא מבוקרים אשר בסופו של דבר עלולים לפגוע ביציבות המערכת הפיננסית”.

השוואת משאבי הפיקוח

בן בסט מוצא שתקציב רשות שוק ההון ונותר הנמוך מבין תקציבי שלוש הרשויות הפיננסיות. כך, בשנת 2017, היקף תקציב רשות שוק ההון הסתכם בכ-51% מתקציב הפיקוח על הבנקים וכ-37% מתקציב הרשות לניירות ערך. לפי בן בסט, הפער העצום בין תקציבי הרשויות מקורו בעיקר בהבדלים במספר העובדים המועסקים ע”י כל אחת מהרשויות וברמות השכר הנהוגות בכל אחת. בכדי לעמוד על ההשלכות הנגזרות מפערים אלו, מציג בן בסט מספר מדדי עצימות פיקוחיים המבוססים על התשומות של כל אחת מהרשויות הפיננסיות ביחס למספר המפוקחים על ידה. התוצאות המוצגות הן לשנת 2017:¹¹⁶

מספר המפקחים בכל רשות פיננסית לכל 1,000 עובדים מפוקחים



סך תקציב כל רשות פיננסית ביחס למספר העובדים המפוקחים



למרות מגבלות התקציב של רשות שוק ההון, בשנת 2016 החליטה הכנסת להוסיף למעגל המפוקחים שללה את נותני השירותים הפיננסיים המוסדרים (כהגדרתם בחוק חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים מוסדרים, תשע”ו-

¹¹⁶ התוצאות מהשוואת תשומת העבודה במונחים כספיים ברשות המפקחת לכל עובד מפוקח דומות לתוצאות המוצגות לגבי מספר העובדים ברשות המפקחת לכל עובד מפוקח.

(2016), ובכללם כ-2,500 חלפני כספים, חברות מימון חוץ בנקאי, חברות פינטק לסוגיהן, ואגודות פיקדון ואשראי חוץ-בנקאיות. במכתבו של הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן: "הממונה") לחברי וועדת כבל, נאמר:¹¹⁷

"חרף הגידול בהיקף הפעילות של הרשות, לא חל גידול ראוי במשאביה, ובפרט בהון האנושי, בטכנולוגיה הזמינה ובגמישות להפעלת הסמכויות הנתונות לרשות לפי דין, אשר מקנות לה מנדט רחב לפעולה, בהתאם לדין. למעשה, רשות שוק ההון וחסכון נחותה משמעותית מבחינת המשאבים והעצמאות הנתונים לה, לעומת רשויות פיקוח פיננסיות מקבילות".

קריטריון נוסף שהבאתו בחשבון צפויה להעצים את הנחיתות היחסית במשאביה הפיקוחיים של רשות שוק ההון הינו אופיין של הפעילויות המפוקחות. עצימות הפיקוח הנדרשת בכדי לפקח על השקעות בקרנות לא סחירות של כספי החיסכון הפנסיוני גבוהה משמעותית מעצימות הפיקוח הנדרשת בכדי לפקח על השקעה דומה באפיק סחיר. הסיבה לכך היא שהשקעה באפיקים לא סחירים, כמתואר בהרחבה בדו"ח זה, מאופיינת במידת שקיפות נמוכה יותר בהשוואה להשקעה באפיקים סחירים. באופן כללי, המגוון הרב של מכשירי ההשקעה בערוצי החיסכון הפנסיוני מקשים על קיומו של פיקוח יעיל בהיעדר משאבים הולמים.

עצמאות ניהולית

הערכת העצמאות של רגולטור מבוססת על מאפיינים המגדירים את מידת חופש הפעולה של המפקח בהשגת מטרות הפיקוח. בן בסט מונה חמישה קריטריונים משמעותיים לקביעת מידת העצמאות הניהולית של כל רשות פיננסית: הגוף הממנה את ראש הרשות, משך כהונתו, נושא התפקיד שראש הרשות כפוף אליו, השייכות הארגונית של העובדים ומידת השליטה של כל רשות בתקציבה. חמישה קריטריונים אלה משמשים ליצירת ציון משוקלל המאפשר השוואה בין הרשויות. התוצאות ממחישות שהפערים בעצמאות הניהולית בין שלוש רשויות הפיקוח הפיננסיות משמעותיים. לפיקוח על הבנקים מידת העצמאות הניהולית הגבוהה ביותר (ציון משוקלל של 4.6), אחריו ניצבת רשות ניירות ערך (ציון משוקלל של 3.2) ורשות שוק ההון בפער משמעותי מאחור (ציון משוקלל של 2.4).¹¹⁸ קטגוריה שבה ניכר פער משמעותי ביותר לרעת רשות שוק ההון הינה מקורות המימון: בשעה שהמפקח על הבנקים נתמך ע"י בנק ישראל והרשות לניירות ערך ע"י איגרות מגופים מפוקחים,¹¹⁹ רשות שוק ההון נשענת למעשה באופן מלא על תקציב המדינה.

על חשיבות עצמאותו של הרגולטור הפיננסי, בייחוד בעתות של משבר, ניתן לעמוד גם ממחקר שערכה קרן המטבע הבינלאומית, "*Should Financial Sector Regulators Be Independent?*". במסגרתו צוין כי האופן האפקטיבי ביותר שבו רגולטור יממש את המנדט הניתן לו, הינו בהיעדר השפעה מהדרג הפוליטי:¹²⁰

"Time and again in the past decades, national and regional financial crises have been deepened and worsened by political interference in financial sector regulation and supervision. Gradually, policymakers and policy analysts alike are recognizing that regulators charged with preserving a financial system's stability can carry out their mandate most effectively when they are independent of political influence".

¹¹⁷ מכתב רשות שוק ההון לחברי וועדת כבל מיום 17.2.2019. ראה עמ' 77 לדוח וועדת כבל.

¹¹⁸ במסגרת ההשוואה שערך בן בסט, כל רשות פיננסית קיבלה ציון בסולם של 1-5 בגין כל אחד מהקריטריונים, כאשר הציון המשוקלל גובש לאחר מתן משקלות שווים לכל אחד מ-5 הקריטריונים המצוינים לעיל.

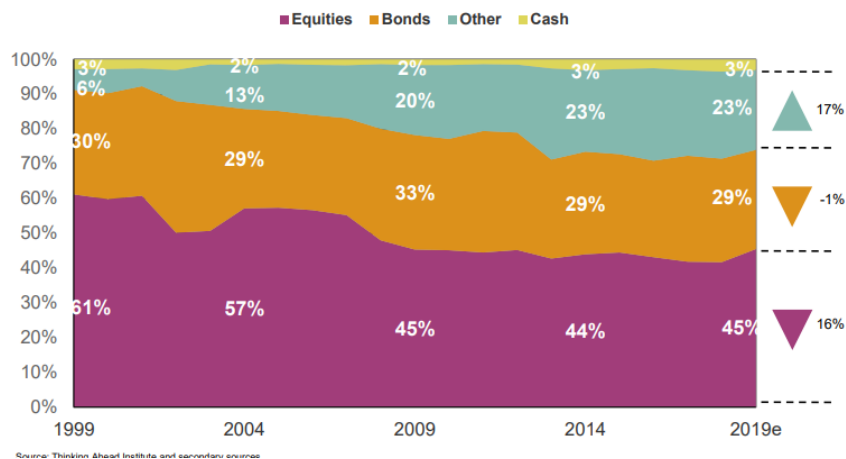
¹¹⁹ אגרות הרשות לניירות ערך הינן באישור שר האוצר וועדת כספים.

¹²⁰ [Should Financial Sector Regulators Be Independent? /IMF \(Marc Quintyn & Michael W. Taylor\)](#)

רשות שוק ההון מתמודדת עם נחיתות משאבית חריפה בהשוואה לרשויות הפיננסיות האחרות.¹²¹ בכדי לאפשר לרשות שוק ההון למלא את תפקידה, הוועדה רואה חשיבות בהגברת עצמאותה, חיזוק סמכויותיה והרחבת תקציבה. בפרט, ראוי כי יוקצו לרשות משאבים משמעותיים בכדי להרחיב את מערכי הביקורות לשמירה על ניהול ההשקעות בחיסכון הפנסיוני.

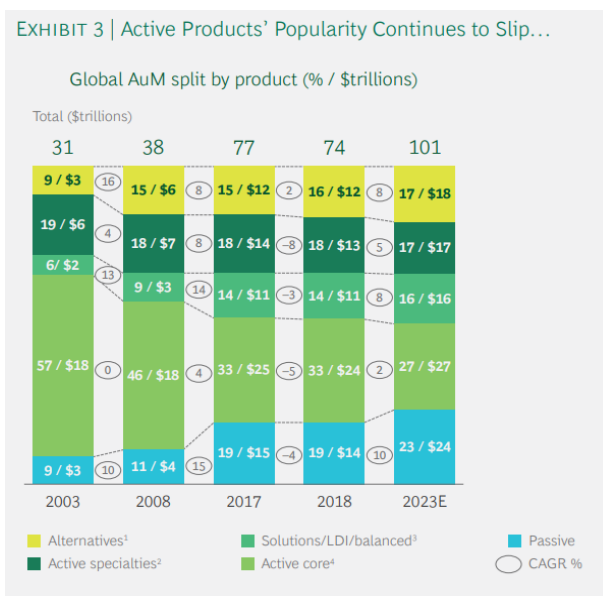
¹²¹ [ראה גם דבר הממונה, וסקירת פעילות 2019 מתוך דוח הממונה לשנת 2019, עמ' 2.](#)

Aggregate P7 asset allocation from 1999 to 2019



גם הדו"ח של Boston Consulting Group משקף מגמת צמיחה מאקרו גלובלית של שיעור ההקצאה לנכסים

אלטרנטיביים:¹²³



¹²² [Global Pension Assets Study – 2020, Thinking Ahead Institute – Willis Towers Watson, p.30](#)

¹²³ [Global Asset Management 2019, Will these '20s Roar? – BCG, Exhibit 3, p.11](#)

נספח ב' - פירוט סוגי ההוצאות אשר ניתנות להשתה במסגרת החקיקה הקיימת

להלן פירוט סוגי ההוצאות שניתן לשלם מנכסי החוסכים ללא מגבלה, ופירוט סוגי ההוצאות אשר השתתן כפופות למגבלת ההוצאות.

| | |
|---|---|
| הוצ' מוגבלות ב-0.25% | הוצ' שאינן מוגבלות במסגרת מגבלת 0.25% |
| "עמלת ניהול חיצוני" – הוצאה הנובעת מהשקעה ב: | הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות |
| קרנות השקעה בישראל / בחו"ל | עמלות ברוקראז' (קנייה ומכירה) |
| קרנות נאמנות זרות* | עמלות קסטודיאן (דמי משמורת) |
| קרנות סל ישראליות / זרות* (שעוקבות אחרי מדדים זרים) | מסים (נכסי, הכנסות ועסקאות הקופה) |
| מנהל תיקים ישראלי (רק ביחס להשקעה בחו"ל) | דמי ביטוח משנה לקופת גמל משלמת לקצבה |
| מנהל תיקים זר | ניירות ערך לא סחירים* |
| קרן טכנולוגיה עילית בארץ | הלוואה או רכישת מניות לא סחירות (תשתיות)* |
| | זכויות מקרקעין* |
| | ניהול תביעה או תובענה נגד מושקע או נושא משרה* |
| | מתן משכנתאות |

* בלבד שלא הונפקו ע"י צדדים קשורים לגוף המוסדי.

מכשירי השקעה מרכזיים אשר ניתן להשית בגינם הוצאות ישירות:

1. קרן השקעה בישראל או בחו"ל - לרבות קרן הון סיכון (VC), קרן השקעה פרטית (PE) על סוגיה השונים כולל קרן נדל"ן, קרן גידור, קרן מזנין, קרן תשתיות, קרן Buyout, קרן אשראי, וכל קרן המשקיעה רק בהשקעות כאמור (Fund of Funds).
2. קרן סל המונפקת על ידי חברה מנהלת ישראלית - כהגדרתה בתיקון מס' 28 לחוק השקעות משותפות בנאמנות¹²⁴ – מכשיר אשר נסחר במסחר הרציף המקנה זכות לקבלת תשואה הנגזרת משיעור השינוי במחיר מדדים של מניות, אג"ח וסחורות. ההוצאה מותרת רק כאשר מדובר במעקב אחר מדדים זרים או במעקב אחר מדדי "השורה השנייה"¹²⁵.
3. קרן סל המונפקת על ידי חברה זרה - מכשיר שהונפק במדינה זרה ונסחר במסחר הרציף (ETF/ETN). אמצעי לקבלת התשואה הנגזרת משינויים במחיר מדדי מניות, אג"ח וסחורות.
4. קרן נאמנות המונפקת על ידי חברה מנהלת ישראלית - ההוצאה מותרת כל עוד מעל מ- 75% מהנכסים המושקעים על ידי הקרן הם נכסים זרים.
5. קרן נאמנות המונפקת על ידי חברה זרה - מכשיר פיננסי המספק חשיפה להשקעות מגוונות בהתאם למדיניות ההשקעות שקבע מנהל הקרן אשר נמצא בפיקוח רגולטורים זרים. ההוצאה מותרת רק בתנאי שמעל מ- 75% מהנכסים המושקעים על ידי הקרן הם נכסים זרים (היות ויכולים להיות מקרים שקרן זרה תעקוב אחר מדד ישראלי).
6. מנהל תיקים ישראלי/זר (ובלבד שכל ההשקעות הן בנכסים זרים) - מנהל התיקים הישראלי מפקח על ידי הרשות לני"ע ומנהל התיקים הזר מפקח על ידי הרגולטור במדינה שבה הוא פועל.¹²⁶

בנוסף למכשירים אלו, קיימים מכשירים נוספים אשר ניתן לגבות בגינם הוצאות הישירות ואינם נכללים במגבלת ה-0.25%, ובכללם:

1. זכויות מקרקעין - הוצאה הנובעת מהשקעה של קופת גמל בזכויות במקרקעין שאינן של צד קשור, אם אין ההוצאה משולמת לצד קשור.
2. השקעה בניירות ערך לא סחירים.
3. הלוואה או רכישת מניות לא סחירות (תשתיות).

הוצאות ישירות נוספות אשר הגוף המוסדי רשאי לגבות ואשר אינן כפופות למגבלת ה-0.25%:

1. עמלות קניה ומכירה (ברוקראזי).
2. שירותי משמורת (קסטודיאן).
3. מסים.
4. דמי ביטוח משנה.
5. ניהול תביעה או תובענה נגד מושקע או נושא משרה.
6. הוצאות הנובעות ממתן משכנתא.

¹²⁴ חוק השקעות משותפות בנאמנות (תיקון מס' 28), התשע"ז-2017

¹²⁵ כפי שיורה הממונה וכמפורט בסעיף 10(א) לפרק 4 בקודקס הרגולציה – ניהול נכסי השקעה – הוצאות ישירות, עמ' 63
יצוין בהקשר זה כי הסקירה המובאת במסמך זה אינה משקפת את התיקון שנערך ע"י רשות שוק ההון במהלך שנת 2020 בדבר הרחבת האפשרות להשית הוצאות ישירות בגין השקעה בקרנות סל העוקבות אחרי נכסי בסיס בישראל. התיקון האמור, תכליתו, והשלכותיו יידונו בנפרד.

¹²⁶ שיעור ההשקעה באמצעות מנהלי תיקים ישראליים זורים הוא זעום ולכן לא הוצגו הנתונים לגביהם.

נספח ג – דיווח לציבור על הוצאות ישירות המנוכות מחשבונות העמיתים¹²⁷

- (1) נספח 1 – סך התשלומים ששולמו בגין כל סוג של הוצאה ישירה וחישוב שיעורים :
- (א) שיעור הוצאות ישירות בהתאם לתקנה 3(2)(3)(ב) לתקנות (יצוין בסעיף 7.א לנספח)
- (ב) שיעור כל ההוצאות הישירות חלקי יתרת נכסים ממוצעת, באופן זהה לחישוב המוצג בדוח שנתי לעמיתים ולמבוטחים בגוף מוסדי.
- (2) נספח 2 – פירוט התשלומים בגין הסוגים הבאים של עמלות והוצאות :
- (א) ברוקראזי – עמלות קניה ומכירה של ניירות ערך סחירים ;
- (ב) קסטודיאן - דמי שמירה בשל ניירות ערך סחירים וכל עמלה שגובה מי שמבצע את משמורת ניירות הערך ;
- (ג) הוצאה הנובעת מהשקעה בניירות ערך לא סחירים או ממתן הלוואה ;
- (ד) הוצאה הנובעת מהשקעה בזכויות במקרקעין ;
- (ה) הוצאה הנובעת בעד ניהול תביעה או תובענה ;
- (ו) הוצאה הנובעת ממתן משכנתאות.
- (3) נספח 3 – פירוט עמלות ניהול חיצוני לפי הסוגים הבאים :
- (א) הוצאה הנובעת מהשקעה בקרנות השקעה לרבות באמצעות חשבון המנוהל עבור הגוף המוסדי ;
- (ב) תשלום למנהל תיקים. התשלומים יפורטו לפי החלוקה הבאה :
- (1) תשלום לבעל רישיון מנהל תיקים (להלן "מנהל תיקים ישראלי") ;
- (2) תשלום למנהל תיקים זר ;
- (ג) תשלום למנהל קרן נאמנות. התשלומים יפורטו לפי החלוקה הבאה :
- (1) תשלום בגין השקעה בקרן נאמנות ישראלית (כלומר- מנהל הקרנות הוא חברה ישראלית) ;
- (2) תשלום בגין השקעה בקרן נאמנות זרה.
- (ד) תשלום למנפיק תעודת סל ; התשלומים יפורטו לפי החלוקה הבאה :
- (1) תשלום בגין השקעה בתעודת סל ישראלית (כלומר מנפיק התעודה הוא חברה ישראלית) ;
- (2) תשלום בגין השקעה בתעודת סל זרה.

| מספר דמי הניהול (באחוזים) שנצבו מסלל העמיתים בקרן XXXX בשנת | 12.XXXX דמי הניהול המשדכים נכון ל- | | | | | 6.א. דמי ניהול שנצבו במסלל מהעמית בקרן | |
|---|------------------------------------|------------------------|----------|---------------------------|------------------------|--|---------|
| | אחוז דמי הניהול ולא תשלום | תשלום תשלום דמי הניהול | שם העמית | אחוז דמי הניהול ולא תשלום | תשלום תשלום דמי הניהול | בטיח | באחוזים |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |

| 7.א. פירוט הנתונים בקרן למי מסלולי השקעה | | | | | | | | | | | |
|--|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| יחיד חיסכון מס' 31.12.XX | סך הספים בגין כל אחת מהמסלולים שצוינו בחשבון במהלך שנת XXXX | | | | | | | | | | |
| | מסלול | מסלול | מסלול | מסלול | מסלול | מסלול | מסלול | מסלול | מסלול | מסלול | מסלול |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |

הפקדות כספים לחשבון לאחר ניכוי עלות הכיסויים הביטוחיים.
 זו תשואה שרושג במהלך שנת הדוח בניכוי תוצאות ניהול השקעה ולא ניכוי דמי ניהול.

| 8.א. ריכוז פרטי ההלוואות שנלקחו על ידי העמית | | | | | | | | | | | |
|--|--------------|-------------------|--------------|---------------------|---------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| מספר ההלוואה | תזני ההלוואה | | | | תזני ההלוואה | | | | | | |
| | מספר הקצוץ | מספר קבלת ההלוואה | מועד ההלוואה | סכום ההלוואה המקורי | סך החזר החוזרים בשנת הדוח | סך החזר החזר בשנת הדוח | סך החזר החזר בשנת הדוח | סך החזר החזר בשנת הדוח | סך החזר החזר בשנת הדוח | סך החזר החזר בשנת הדוח | סך החזר החזר בשנת הדוח |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |

חלק ב'

ריכוז פרטים כלליים על מסלולי ההשקעה: תשואות, הוצאות דמי ניהול

| 1.ב. התשואה שהושגה על הנכסים במסלולי ההשקעה בשנת XXXX | | | |
|---|-------|-------|-------|
| מסלול | מסלול | מסלול | מסלול |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |

לאחר ניכוי הוצאות ניהול השקעות כמפורט בטבלה 2.ב להלן.

| 2.ב. הוצאות לניהול השקעות דמי ניהול ממוזעים בשנת XXXX | | | |
|---|-------|-------|-------|
| מסלול | מסלול | מסלול | מסלול |
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| | | | |

| כתובת למשלוח דואר | | | | | | | |
|-------------------|------|-------|-----------|-----------|----------------|--------------|------------|
| מס' בית | רחוב | מיקוד | תיבת דואר | מס' טלפון | מס' טלפון נייד | מס' אלקטרוני | כתובת דואר |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |

| פרטים אישיים של בן / בת הזוג | | | |
|------------------------------|--------|---------------|------------|
| מספר תעודת זהות | שם מלא | שם משפחה קודם | תאריך לידה |
| | | | |
| | | | |

| ילדים עד גיל 21 | | |
|-----------------|--------|------------|
| מספר תעודת זהות | שם מלא | תאריך לידה |
| | | |
| | | |