



הבורסה לניירות ערך תל אביב  
TEL AVIV STOCK EXCHANGE

30 במאי 2024

כ"ב אייר, תשפ"ד

לכבוד,

הצוות לצמצום ארביטראז' רגולטורי במכשירי השקעה וחסכון לטווח קצר ובינוני  
משרד האוצר, ירושלים

**הנדון: הוועדה לצמצום הפערים במכשירי השקעה בחיסכון לטווח קצר ובינוני – קול קורא**

1. הבורסה לניירות ערך בתל אביב (להלן – הבורסה) מתכבדת בזאת להגיש את התייחסותה לקול הקורא שפורסם על ידי הוועדה לצמצום הפערים במכשירי השקעה בחיסכון לטווח קצר ובינוני (להלן – הוועדה)<sup>1</sup>.
2. ראשית, ברצוננו לברך על הקמת הוועדה. הפערים הרגולטורים והמיסויים הקיימים בין מכשירי החיסכון לטווח בינוני וקצר, ובהם קרנות הנאמנות, פוליסות החיסכון וקופת הגמל להשקעה, הינם בעלי השפעה רחבה על המערכת הפיננסית, ועל כן אנו מבקשים לבטא את הערכתנו על כך שהתקבלה החלטה לבחון אותם באופן מושכל ומקיף.
3. לב לבה של עבודת הוועדה, מטבע הדברים, הינו בזיהוי הפערים הקיימים בדגש על היבטי מס, רגולציה ומערכי הפצה, ובחיפוש אחר הצדקות לצמצום פערים אלה או השארתם על כנם. עמדת הבורסה בעניין זה היא חד משמעית. איננו מכירים כל הצדקה עניינית ליתן עדיפות מיסויית או אחרת לקופת הגמל להשקעה או לפוליסות החיסכון על פני קרנות הנאמנות. נכון לסוף חודש אפריל 2024, תעשיית קרנות הנאמנות מנהלת כחצי טריליון ש"ח באמצעות כ-2,200 קרנות, במגוון רחב של אפיקי השקעה. מדובר במוצר פיננסי לטווח בינוני וקצר הקיים כבר עשרות שנים בישראל ובעולם, וזמין בקלות לכל בית בישראל. ראוי היה שהמדינה תנקוט צעדים לעידוד הציבור להשקיע באמצעותו, ולחזק את מערכת ההפצה שלו, ובוודאי שלא להעמידו במצב של נחיתות רגולטורית ומיסויית מול מוצרים חלופיים.
4. מעבר לאמור, אנו מבקשים להדגיש את החשיבות של קרנות הנאמנות לתפקודו של שוק ההון והמערכת הפיננסית בכללותה בשים לב להשפעתה על הרכב הנכסים של הציבור, הנזילות של הנכסים הנסחרים בבורסה והתחרות במערכת הפיננסית.

<sup>1</sup> הצוות לצמצום ארביטראז' רגולטורי במכשירי השקעה וחסכון לטווח קצר ובינוני – קול קורא לקבלת התייחסויות ועמדות הציבור מיום 18 באפריל 2024.

**הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ**

רח' אחוזת בית 2, תל אביב 6525216 • ת"ד 29060, תל אביב 6129001 • טל': 076-8160411, פקס: 03-5105379

[www.tase.co.il](http://www.tase.co.il)

5. הרכב תיק הנכסים של הציבור משפיע באופן ישיר על צמיחת המשק והפעילות הכלכלית, ולכל החלטה בנוגע למבנה התמריצים וההפצה של המכשירים הפיננסיים עשויה להיות השפעה על הרכב תיק הנכסים. תפיסה זו נשענת על העובדה שלכספי הציבור תמיד קיימת אלטרנטיבה כלשהי, בין אם באחזקת מזומנים, הפקדה לפיקדון בנקאי, השקעה בדיור, השקעה בשוק ההון המקומי או בהשקעה בשווקים הבינלאומיים. כך, בעוד כספים הנמצאים בפיקדונות בנקאיים מהווים תשתית לפעילות אשראי בנקאית המנוהלת בהתאם לתיאבון הסיכון של המוסד הבנקאי ובהתאם לאינטרס הבנקאי, כספים המושקעים בקרנות נאמנות מהווים תשתית לפעילות פיננסית ולגיוסי הון וחוב על ידי המדינה ותאגידים ציבוריים.

6. בחינה של הרכב תיק ההשקעות של קרנות ההשתלמות, קופות הגמל להשקעה, וקרנות הנאמנות מעלה מספר תובנות. ראשית, הרכב תיק ההשקעות של קופות הגמל להשקעה ושל קרנות ההשתלמות דומה למדי, דבר המצביע על כך שמדובר בשני מכשירי חיסכון לטווח הבינוני. לא נמצאו נתונים על הרכב תיק ההשקעות של פוליסות הפרט, אולם ניתן להעריך בסבירות גבוהה שהרכב התיק דומה לקופות הגמל להשקעה ולקרנות ההשתלמות, שכן מסלולי ההשקעה זהים.<sup>2</sup>

7. שנית, שיעורי החשיפה של קרנות הנאמנות לשוק הסחיר בישראל גבוהים פי שניים, ומאידך שיעור החשיפה להשקעות בחו"ל של קופות הגמל להשקעה וקרנות ההשתלמות גבוה פי שלושה מאשר בקרנות הנאמנות. חשיבות הדבר היא בהשפעה שיש לנתונים אלו על השוק המקומי ועל כלל המשתתפים בו. כך, שיעורי ההשקעה הגבוהים של קרנות הנאמנות במק"מ מאפשרים תמסורת ריבית יעילה לציבור הרחב ולמגזר העסקי. כמו כן, שיעור ההשקעה הגבוה של קרנות הנאמנות באג"ח הקונצרני הסחיר תומך מאוד בביקוש לאג"ח הקונצרני בישראל ומשפיע לחיוב על יכולת הגיוס של הסקטור העסקי ועל התחרות באשראי העסקי מול המערכת הבנקאית.<sup>3</sup>

8. בנוסף, שיעור ההשקעה של קרנות הנאמנות הינו גבוה יותר גם בשוק המניות. בשוק זה חשוב להדגיש כי קרנות ההשתלמות וקופות הגמל להשקעה מנוהלות על ידי אותם מערכי השקעות בגופים המוסדיים, וכפי שהצביע מחקר של הרשות לניירות ערך<sup>4</sup>, קיים מתאם מובהק בין היקף החזקותם של הגופים המוסדיים לבין ירידה בניזילות במניות שהם מחזיקים. לכן, וביתר שאת, קרנות הנאמנות תורמות לסחירות ולנזילות בשוק המניות על ידי הגברת מגוון הדעות בשוק והופכות את המסחר בשוק ליעיל יותר.

9. דוגמא לתחרות מוצלחת במערכת הבנקאית, שהביאה להגדלת הרווחה של הציבור הרחב, הינה היקף ההשקעה האדיר של הציבור הישראלי בקרנות הכספיות בתקופת העלאת הריבית בשנתיים האחרונות. הקרנות הכספיות הציעו תשואה גבוהה יותר מהפיקדונות הבנקאיים, יחד עם אפשרות לנזילות יומית ואפשרו לציבור לקבל תנאים טובים יותר מכל פיקדון בנקאי. הציבור הצביע ברגליים והשקיע בקרנות הכספיות סכום שיא של כ-80 מיליארד ₪ במהלך השנים 2022-2023. יחד עם זאת, עדיין נתוני הגידול של הפיקדונות הבנקאיים היו גבוהים יותר מאשר הגידול של הקרנות הכספיות.

<sup>2</sup> חוזר רשימת מסלולי השקעה – תיקון שפורסם ביום 17 באפריל 2024.

<sup>3</sup> בהקשר זה ניתן להזכיר גם ארביטראז' רגולטורי אחר, תקנות חודק, החלות רק על השקעות הגופים המוסדיים ולא על קרנות הנאמנות. על פי מחקר משותף של בנק ישראל ורשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, תקנות חודק הקטינו את כדאיות ההשקעה של גופים מוסדיים באגרות חוב סחירות על פני הלוואות מתואמות. השפעות ועדת חודק על העדפות ההשקעה של הגופים המוסדיים בחוב קונצרני (אוקטובר 2021).

<sup>4</sup> התפתחויות בניהול כספי הציבור בישראל בעשור האחרון והשלכותיהן על שוק ההון (דצמבר 2020)

10. במילים אחרות, ביטול האפליה כלפי קרנות הנאמנות תביא לחיזוק שוק ההון המקומי, תוך הגדלת הסחירות והניזילות לטובת הגופים המגייסים וציבור המשקיעים, ותגביר את התחרות בעולמות הפיננסים לרווחת הציבור בישראל.

11. על רקע האמור, אנו סבורים שיש לפעול להסרת פערי המס בין קרנות הנאמנות למכשירים האחרים וכי הדרך לעשות כן הינה באמצעות יצירת מנגנון של 'חשבון להשקעה', שעליו נפרט בהמשך, שהרף המקסימלי של ההשקעה באמצעותו לא יפחת מזה הקיים ביחס לקופות הגמל להשקעה או לזה שמן הראוי היה לקבוע ביחס לפוליסות חיסכון. כפי שנסביר בהמשך, אנו מעריכים כי ביטול האפליה תביא למספר תועלות משקיות שיבואו לידי ביטוי בשיפור התפקוד של שוק ההון והגברת בתחרות במערכת הפיננסית.

#### חשבון להשקעה

12. מוצע לקבוע הסדר חיסכון ייחודי בשם "חשבון להשקעה" שהינו חשבון ניירות ערך אצל חבר בורסה בישראל שיאפשר השקעה בקרנות נאמנות, או יהיה מנוהל באמצעות מנהל תיקים. החשבון יוגבל עד לתקרת השקעה שנתית זהה ואחידה בין כלל מוצרי החיסכון. תשלום מס רווח ההון ייעשה בעת מימוש הכספים אל מחוץ ל"חשבון ההשקעה" ולא בעת קנייה או מימוש של נכסים במסגרת "חשבון ההשקעה" (בדומה למעבר בין מסלולים במוצרים האחרים). כמו כן, לעמדתנו יש לאפשר בכלל המוצרים מס מופחת על מוצרים הרשומים ונסחרים בישראל במטרה לעודד את הפעילות המקומית. יש להדגיש כי ההסדר המוצע לא יאפשר מעבר ישיר של ניירות ערך מחשבונות קיימים, אלא רק על דרך של רכישת ניירות חדשים. בצורה זו יהיה מעבר הדרגתי אל פעילות בתוך "חשבון השקעה" שגם יעודד מימוש נכסים המוחזקים לטווח הארוך. להסדר זה מספר יתרונות לפיתוח השוק המקומי:

13. הגדלת הביקוש של הציבור הרחב להשקעה בישראל – שוק הון פעיל מחייב כל העת כניסה של משקיעים והשקעות חדשות. צורך זה מתחדד בעתות משבר, במיוחד בתקופה של יציאת משקיעים זרים כמו בתקופת המלחמה הנוכחית, בה אי הודאות המקומית עלתה ביחס לעולם, ולכן קיימת חשיבות רבה בחיזוק הקשר של הציבור הישראלי לשוק ההון.

14. הרחבת התחרות על ניהול חסכונות הציבור – נכון לחודש דצמבר 2023, הציבור החזיק כ-2 טריליון ₪ במזומן, חשבונות עו"ש ופיקדונות בנקאיים שונים<sup>5</sup>. העלאות הריבית בשנתיים האחרונות הקטינה את סכומי הכספים המוחזקים במזומן ובעו"ש בשיעור של כ-7% בלבד. יחד עם תמריצים נכונים, ניתן להגדיל את המעבר של כספי עו"ש אל עבר אפיקים יעילים יותר למשק, שיניבו צמיחה ורווחים גבוהים יותר הן לציבור והן למדינה. יישום מתווה 'חשבון להשקעה' יאפשר לציבור החוסך באמצעות פיקדונות בנקאיים להעביר את כספם לאפיק חיסכון יעיל יותר וכך, בין היתר, להניב להם תשואות גבוהות יותר על כספי החיסכון ולייצר אלטרנטיבה אמיתית לפיקדון הבנקאי, ובכך להגביר את התחרות במערכת הבנקאית הריכוזית.

15. הגברת הניזילות והסחירות בשוק ההון המקומי – מכשירי החיסכון המקבלים הטבות מס היום והאפליה כלפי קרנות הנאמנות והסל פוגעים בניזילות והסחירות בשוק המקומי בשתי רמות. ראשית, הטבות המס גורמות להעדפה של מכשירים אלו על פני השקעה קרנות הנאמנות והסל. כפי שהודגש ובהתאם לפרקטיקה

<sup>5</sup> לרבות פיקדונות מסוג פח"ק, פז"ק, פיקדונות צמודי מדד, פצ"מ ופמ"ח

המקובלת בעולם, קרנות הנאמנות והסל מהוות ספקי נזילות משמעותיים בשוק ההון. השקעה באמצעות מכשירים אחרים אינה מביאה תועלות לשוק כמו השקעה ישירה בקרנות. מעבר לכך, מאחר וכל מעבר בין קרנות מהווה אירוע מס, המשקיעים בעצם "כלואים" בתוך הקרנות. שנית, כספים רבים הוסטו במהלך השנתיים האחרונות להשקעות בחו"ל תוך המשך קבלת הטבת המס מהמדינה, בצורה שאינה מעודדת את פיתוח השוק המקומי ואף מנוגדת לכל רציונל כלכלי כדוגמת חוק עידוד השקעות הון<sup>6</sup>. מתן אפשרות שווה לציבור להשקיע בקרנות הנאמנות והסל תגביר את ההשקעות בשוק המקומי ותגביר את הנזילות והסחירות באופן שיטיב עם כלל משתתפי השוק ויאפשר גיוסי הון במרווחים נמוכים יותר, הן לפירמות העסקיות והן לממשלה. בעת הזו זה קריטי על מנת להחזיר את המשק למסלול של צמיחה.

16. קידום התחרות בתחום ההפצה והגברת יישור האינטרסים עם החוסכים – להערכתנו מוצר החיסכון 'חשבון השקעה' יביא להגברת התחרות בתחום הברוקראז' ובתחום ההפצה של מוצרי החיסכון באמצעות עידוד הפעילות של חברי הבורסה שאינם בנקים ומערכי ההפצה החוץ בנקאיים (מנהלי התיקים ויועצי ההשקעות המועסקים בבתי ההשקעות או כאלו הפועלים באופן עצמאי). אלו יוכלו להתחרות כעת במערכי ההפצה הבנקאיים המציעים פיקדונות בנקאיים (בהם אין הטבת מס ואין די גמישות למשיכת הכספים) וגם במערכי ההפצה של סוכני הביטוח המשווקים את מוצרי החיסכון האחרים. המוצר החדש יגביר וישכלל את התחרות בין מערכי ההפצה השונים, יגביר את האינטרסים מול החוסכים ויגביר את התועלת של הציבור.

#### סיכום

17. אנו מאמינים כי מוצר 'חשבון השקעה' הוא הכלי הנכון לצמצום ההפליה כנגד קרנות הנאמנות והינו מוצר נדרש בשוק החיסכון לטווח הקצר-בינוני. מדובר במוצר שישכלל ויקדם את השוק, יגביר את התחרות בין השחקנים הקיימים (בנקאיים ומוסדיים) ובין מערכי ההפצה הקיימים. המוצר יאפשר לציבור להגדיל את השקעותיו, לגוון ולהשיא תשואה גבוה יותר על כספיהם. לצד זאת, המדינה תרוויח בצורה ישירה מהגדלת המיסים בשל הגברת הפעילות בשוק ההון (בהשוואה לכספים הנמצאים בעו"ש או בפיקדונות בנקאיים) ובצורה עקיפה ועיקרית בפיתוח ושכלול שוק ההון, הגברת היצע הביקוש והשפעתו על עלויות גיוס ההון והפעילות בשוק ההון הישראלי. מדובר לטעמנו בצו השעה לנוכח האתגרים הכלכליים העומדים בפני המדינה.

בברכה,



איתי בן זאב,

מנכ"ל הבורסה לניירות ערך בתל אביב

<sup>6</sup> על פי נתוני אתר הגמל נט, בשנת 2023 87% מסך הצבירה נטו בקופות גמל להשקעה היו למסלולי S&p 500.

נספח א' – הרכב תיק ממוצע לשנת 2023

| הרכב תיק ממוצע 2023 <sup>7</sup> |                     |                  |                                                  |
|----------------------------------|---------------------|------------------|--------------------------------------------------|
| קרנות<br>נאמנות                  | קופות גמל<br>להשקעה | קרנות<br>השתלמות |                                                  |
| 11.7%                            | 17.1%               | 12.2%            | מזומנים ופיקדונות                                |
| 22.4%                            | 11.8%               | 6.6%             | מק"מ                                             |
| 7.0%                             | 9.6%                | 11.8%            | אג"ח ממשלתי סחיר                                 |
| 0.0%                             | 0.0%                | 0.0%             | אג"ח ממשלתי לא סחיר                              |
| 31.5%                            | 8.7%                | 10.1%            | אג"ח קונצרני סחיר                                |
| 0.0%                             | 0.5%                | 1.0%             | אג"ח קונצרני לא סחיר                             |
| 16.2%                            | 12.0%               | 10.5%            | מניות סחיר                                       |
| 0.0%                             | 0.5%                | 0.6%             | מניות לא סחיר                                    |
| 1.5%                             | 4.3%                | 2.1%             | קרנות סל מניות                                   |
| 1.6%                             | 0.4%                | 0.6%             | קרנות סל אג"ח                                    |
| 7.8%                             | 29.3%               | 33.9%            | השקעות בחו"ל <sup>8</sup>                        |
| 0.3%                             | 6.0%                | 10.7%            | נכסים אחרים                                      |
| 100.0%                           | 100.0%              | 100.0%           | סה"כ                                             |
| 456,226                          | 43,248              | 345,156          | סה"כ נכסים סוף שנה<br>(מיליוני ₪, מחירים שוטפים) |

|       |       |       |                       |
|-------|-------|-------|-----------------------|
| 80.2% | 46.7% | 41.7% | חשיפה שוק סחיר בישראל |
|-------|-------|-------|-----------------------|

<sup>7</sup> עיבוד הבורסה לניירות ערך בתל אביב. הנתונים מבוססים על נתוני הרכב תיק הנכסים של המשקיעים המוסדיים מאתר בנק ישראל ועל נתוני הנכס הבודד מאתר רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון.

<sup>8</sup> מלבד סעיף השקעות בחו"ל, כל יתר הנתונים הינם השקעות בישראל בלבד.