

## חומר רקע למפגש פברואר 2022

**לקראת אימוץ המלצות וועדת יפה: האם המלצה על מעבר למסלול ניהול השקעות פאסיבי ולמודל דמי ניהול בשיטת "הכל כלול" ייטיבו עם הציבור?<sup>1</sup>**

כללי

בחודש נובמבר 2021 הוגש לממונה על שוק ההון דו"ח וועדה מייעצת שבחנה את מבנה ההוצאות הישירות שמוטלות על עמיתים בקרנות פנסיה וקופות גמל (חסכון ארוך טווח) - [קישור לדו"ח הוועדה](#).  
להלן עיקרי המלצות הוועדה:

1. שינוי מודל דמי הניהול הקיים לחיסכון ארוך הטווח, לבחירה של כל חוסך:
    - א. קביעת דמי הניהול כשיעור קבוע מהצבירה בשיטת "הכל כלול", כלומר הכללת כל ההוצאות הישירות בדמי הניהול שמשלם החוסך לגוף המוסדי, וספיגת כל ההוצאות לצדדים שלישיים, כגון הוצאות עסקה, עמלות ברוקרז', דמי ניהול לקרנות חיצוניות ותעודת סל וכו' על ידי מנהל ההשקעות המוסדי. לדעת הוועדה זה המודל המועדף.
    - ב. הצעת מודל דמי ניהול תלוי ביצועים, המבוססים על תשואת הגוף המוסדי מול בנצ'מרק של מדדי השוק המתאימים לפרופיל התיק.
  2. הצעת מסלול ניהול פסיבי במקביל למסלולים אקטיביים, על ידי השקעה ב"מחקי" מדדי שוק בעלות ניהול נמוכה.
  3. הגברת שקיפות המידע לגבי השקעות שאינן סחירות.
  4. הגברת מעורבות הרשות בפיקוח על השקעות לא סחירות כולל מתן הנחיות לוועדות השקעה המאשרות השקעות אלה.
- כבר בפתח הדברים ברצוננו לציין שהדו"ח שהוגש הוא ברמה מקצועית גבוהה הן בניסוח ההיפוטזות התיאורטיות והן בבחינתן האמפירית תוך שימוש במאגר נתונים המצוי ברשות שוק ההון<sup>2</sup>. מחמאות אלה אינן סותרות כמובן את ההצדקה לשאלות הבהרה וביקורת מקצועית שוודאי יועלו בדיון.

### הנחות בבסיס הדו"ח

ההנחה הבסיסית בדו"ח הוועדה היא קיומו של כשל שוק בממשק בין חברות הניהול והעמיתים כאשר תחרות איננה מסדירה את השוק ונחוצה התערבות רגולטורית. ההתערבות נדרשת לפי הודעה, כי העמיתים אינם מיומנים להבין השקעות מורכבות ארוכות טווח, כי הניהול המוסדי "מבלבל" את העמיתים הן בריבוי חיובי דמי ניהול שמקשה על השוואה רוחבית, הן בעיוות הדיווחים על השקעות לא סחירות והן בקיום ריכוזיות. הנחה זו כפופה לביקורת לאור מעורבות מעבידים, יועצים פנסיוניים וסוכני

<sup>1</sup> חומר הרקע כולל הערות שהתקבלו מה"ה אמיר הסל, בארי כספי ויאיר לפידות.

<sup>2</sup> קיימת טענה כי לאור העדר נתונים לגבי ההשקעות האלטרנטיביות, נוצר עיוות במסקנות הבחינות האמפיריות.

ביטוח, בבחירת המנהל. הרי אי אפשר לטעון שהם נעדרי הבנה פיננסית. מובן שמעורבות זו יוצרת ניגודי עניינים במישור אחר שנפרד מהממשק בין המנהל והעמיתים. **הוועדה לא עסקה בסוגיית ניגודי העניינים בין מתווכים, סוכנים ועמיתים.**

נושא נוסף בו לא עסקה הוועדה הוא בהשלכות הניוד המידי על ביצועי הקרנות. ישנה טענה שניוד מידי מחייב מנהלים להחזיק יתרות נזילות תוך וויתור על תשואה. לכך ניתן להוסיף, את הפערים באופן מדידת השווי הוגן של התיק הסחיר והלא סחיר שיכולים להוביל לעיוותים ולהעברת "עושר" בין עמיתים שונים, במיוחד בתקופות משבר. מצד שני הניוד מסייע לתחרות ומונע מצב בו עמית הוא "שבוי" של הקרן שבחר, מצב שקיים לפחות באופן חלקי בקרנות הפנסיה הוותיקות. יתכן שיש מקום לשקול ניוד בפיגור מסוים או במועדים קבועים, שיאפשר לקרן לממש נכסים באופן מבוקר כאשר חלה בקשת משיכה משמעותית או לחלופין הצמדה של נכסים לא סחירים לאינדקסים רלבנטיים לצורך מדידת השווי ההוגן ו/או הניוד עצמו. **כאמור הוועדה לא עסקה בהשלכות הניוד על ביצועי הקרנות ואינטרס העמיתים בהקשר זה.**

#### ביצועים מנוכי סיכון

הוועדה מחשבת אלפא (תשואות יתר) במשוואה בה המשתנים המסבירים הם מדדי שוק והמשתנה התלוי הוא תשואת הקרן (ראו משוואה בעמוד 58). אפשר להבין שהאלפא המחושבת מבטאת עליונות של ביצועי הקרן יחסית למדדים. אבל האם עליונות זו מודדת נכון תשואה מנוכת סיכון? זו שאלה מהותית שהתשובה לה מורכבת. קרנות פנסיה וגמל הן מרכיב אחד בתיק הפיננסי של העמית. האם חישובי סיכון לגבי מרכיב זה הם ייחודיים? ישנה טענה שהסיכון הרלבנטי קשור בתנודתיות סכום הפנסיה החודשי שיקבל העמית כשיפרוש שהוא פרופורציונלי לערך החיסכון הפנסיוני במועד הפרישה. השקעות באג"ח ארוך טווח או במניות מסוימות יכולות ליצור תנודתיות שוטפת אך קיבוע לסוף תקופת החיסכון. לעניין זה היו הצעות לחלוקה גילית של התיק הפנסיוני. חלק מהצעות אלה יושם לגבי פורשים. יתר על כן המשוואה איננה מחליפה חישובי תשואה מנוכי סיכון כגון מדד שארפ, כלומר אפשרי מצב בו תיק שיראה נחיתות מול מדדי השוק למעשה יהיה עדיף עקב סיכון נמוך. **הוועדה לא עוסקת בשאלה זו כאשר להתעלמות ממנה יש משמעות לפחות לגבי זירוג הקרנות על פי מקדם תשואה מנוכת סיכון.** הבעיה מסתבכת עקב קיומן של השקעות שאינן סחירות כאשר ברור שתשואתן השוטפת נקבעת בחלקה על ידי אומדנים שמושפעים שרירותית ממדיניות קרנות ההשקעה והאינטרס שלהן לדווח על תשואה יציבה.

לפני שנתייחס ספציפית להמלצות הוועדה אפשר להציב שאלה בסיסית הנוגעת לרוחב סמכויותיה. אפשר להבין שסמכות הוועדה כוללת המלצות בדבר גילוי נאות, דיווח ומסגרות ההתרים וכמובן התייחסות לדמי הניהול הישירים בהשוואה רוחבית ובהשוואה בינלאומית. אולם האם סמכות הוועדה מורחבת גם לייעוץ השקעות? לשם מה מחושב בדו"ח הוועדה אלפא תוך הבטחה של הצלחה או כישלון בהשגת אלפא חיובי לאורך זמן? האם סביר שרשות ממלכתית כמו הממונה על שוק ההון או רשות ניירות ערך יביע דעה לגבי עדיפות חלופות ניהול השקעות נניח אקטיבי מול פסיבי, מקומי מול חו"ל וכדומה, או יסתפקו בהיתר פעילות ובמאגר נתונים שיאפשר למערך הייעוץ ולתקשורת לקבוע ולפרסם דירוגי קרנות והמלצות לעמיתים? (ראו עמודים 10-13 בדו"ח הוועדה).

### בחירת ביצועי השקעות המוסדיים בקרנות הלא סחירות

רכיב משמעותי בממצאי הוועדה, הוא הבחינה שביצעה לגבי התשואות שהשיגו הגופים המוסדיים בעשור האחרון בהשקעותיהם בקרנות הפרטיות. הגישה שהייתה לוועדה לנתוני ההשקעות המפורטים של המוסדיים בקרנות שאינם זמינים לציבור, יוצרת עניין רב בתוצאות הבדיקה, ובהתייחסות לשאלה האם קרנות ההשקעה בהן השקיעו המוסדיים משיגות תשואה עודפת המצדיקה את תשלום דמי הניהול.

הוועדה בחרה לבחון את תוצאות ההשקעה בקרנות הלא סחירות תוך שימוש בשיטה אחת בלבד - מדד PME – Public Market Equivalent - על פי מדד זה, בוחרים מדד ייחוס סחיר שאילו משווים את ההשקעות הלא סחירות בקרנות השקעה פרטיות, למשל, מדד ה-S&P 500, כל העברת כסף אל ומאת קרן השקעה כלשהי מושווה לזרם היפותטי באותו גודל ובאותם תאריכים למדד הייחוס הסחיר. **דו"ח הביניים** שפרסמה הוועדה קבע נחרצות כי "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**". בדו"ח הוועדה הסופי עודכנה המסקנה ומצוין כי התשואות **"לא היו, בממוצע, תוצאות טובות משמעותית ממה שאפשר היה להשיג בשווקים סחירים בישראל ובחו"ל"**. אפשר לשער כי שינוי הניסוח נבע מכך שהוועדה גילתה, שהתוצאה על פי מדד PME רגישה מאד לבחירת המדד אליו משווים את ביצועי הקרנות. כך למשל, אם בוחרים במדד S&P 500 כהשוואה, מדד PME מצביע על כך שביצועי הקרנות נחותים למדד, לעומת זאת אם בוחרים במדד MSCI WORLD יוצא שההשקעה בקרנות הניבה תשואה עודפת. שאלה: מהו המדד הנכון להשוות את ביצועי הקרנות והאם מדד S&P 500 יוצר תשואה שוות סיכון עם תיק ההשקעות של הקרנות? למשל האם המדד הוא שווה סיכון לקרנות נדל"ן, תשתיות או סקונדרי בהן השקיעו הקרנות? יתרה מכך, תוצאות הבדיקות שביצעה הוועדה על יעילות תיקי ההשקעה של המוסדיים, העלו ממצא לפיו **"יש קשר חיובי ומובהק בין שיעור ההשקעה בנכסים לא סחירים לערך האלפא הנמדד"** גם ממצא זה מעמיד בסימן שאלה את השימוש במדד S&P 500 במודל PME. נקודה נוספת היא סוגיית השקעות ה-co-invest – הוועדה מציינת כי רכיב זה משיג תוצאות עודפות על שאר תיק קרנות ההשקעה, אך הוועדה בחרה שלא לשלב אותו לחישוב.

### המלצה 1 - קביעת דמי ניהול כשיעור יחיד מנכסי הקרנות

המתכונת הנוכחית מאפשרת לגבות דמי ניהול מנכסים, מהפקדות וככיסוי להוצאות ישירות. מובן שהשיטה המוצעת של שיעור יחיד מקלה על השוואה רוחבית בין הקרנות ומקדמת תחרות ביניהן. מצד שני השיטה המוצעת עלולה ליצור מצבי סבסוד צולב בין עמיתים עם וותק שונה (כלומר פער ביחס בין הסכום הנכסי לעומת ההפקדות השוטפות). שאלה נוספת היא השלכות השיטה על תמרוץ מנהלים לפעול בשוק ההון בכלל ובפרט בסלקציית קרנות השקעה בלתי סחירות שחלקו "יקר" במונחי דמי ניהול.

האם לקרנות הוצאות ישירות משמעותיות שקשורות להפקדות יחסית להוצאות שקשורות לניהול התיק? הבחנה בין הפקדה לניהול הנכס התקיימה בזמנו בקרנות הנאמנות שקבעו מחיר כניסה שגבוה מהמחיר הנכסי. מיכון הפעילות הפיננסית סילק כנראה פערי עלות מהותיים בין הפקדות לניהול נכסים. כלומר אין סבסוד מהותי שנובע מוותק שונה.

אנו מניחים ששיעור דמי הניהול מהנכסים יהיה דיפרנציאלי על פי מבנה הנכסים של הקרן (מניות, אג"ח והשקעות אלטרנטיביות). על מנהל הקרן תחול חובת גילוי של שיעור ממוצע שלוקח בחשבון "הנחות" ללקוחות מסוימים. הוועדה מדגישה את הבעיה שנוצרת בהשקעות "יקרות" – בעיקר השקעות חיצוניות המתבצעות באמצעות קרנות השקעה. הוועדה מותירה כלא פתורה את השאלה איך קביעת שיעור דמי ניהול ללא פיצוי על הוצאה ישירה, תתמרץ מנהלים להשקיע על חשבונם בקרנות השקעה. אפשר להניח שהמנהלים יעדיפו הסטת כספי ההשקעה לגופים בהם אין דמי ניהול ישירים גם אם הסטה כזו איננה לטובת העמיתים.

ברצוננו להדגיש שהוועדה ערה לסוגיות שהועלו ואחרות אך קובעת דעתה שצורת התמחור הרצויה ביותר בטווח הארוך היא שיעור יחיד מהנכסים תחת משטר של פיקוח. מוצעת גם שיטת "מחיר הצגתי" כלומר שיעור דמי ניהול שלוקח בחשבון הפקדות מול נכסים או הוצאות ישירות, אשר יוצג מראש לעמית על פי פרופילים (צבירה לעומת הפקדות) ויהיה שונה בפועל לאור ההוצאות שיושגו על העמית. אולם העמית יהיה זכאי להסבר מפורט על סטיות אלה. הוועדה מציעה לרשות לקבוע שיעור מקסימלי (זה גם המצב כיום). הסבר הוועדה לצורך בהתערבות רגולטורית שתקבע שיעורי מקסימום הוא העדר תחרות ומורכבות חישובי התשואה.

## המלצה 2 - ניהול אקטיבי או פסיבי

באופן כללי הוועדה ממליצה לעודד השקעת חיסכון ארוך טווח במכשירים פיננסיים "מחקים" תוך הוזלה של דמי הניהול כחלופה מועדפת יחסית להשקעה בקרנות בהן הניהול הוא אקטיבי. אמנם העמית יוכל לבחור בין פסיבי לאקטיבי, כולל אקטיבי עם דמי ניהול תלוי ביצוע, אך מקריאת הדו"ח נראה שהוועדה ממליצה על מסלול זה (עמודים 19-21) זאת בהסתמך על מחקרים אמפיריים כולל בישראל, אשר להערכת הוועדה לא הצביעו על עדיפות המסלול האקטיבי. צוין לעיל שלפחות בהקשר זה לקחה הוועדה תפקיד של יועץ השקעות שכנראה חורג מסמכותה על פי כתב המינוי.

נעיר שהיקף החסכון הפנסיוני ארוך הטווח בישראל הוא משמעותי ביותר. הוועדה מציגה סכום של כ- 2 טריליון ש"ח (פנסיה, גמל וביטוח) בשנת 2019 (עמ' 30) עם שיעורי צמיחה שנובעים מפנסיה חובה והטבות מס. שאלה: האם להשמת דגש על ניהול פסיבי לגופי חסכון גדולים, אין השלכות על תמחור ני"ע בשוק ההון?

מתעוררות שאלות לגבי המנעד בין ניהול אקטיבי מלא וניהול פסיבי מלא. כידוע ניהול אקטיבי מלא עוסק ב- Selectivity (בחירת מניות ספציפיות) וב- timing (עיתוי כניסה ויציאה). האם ניהול פסיבי בגישת

הוועדה כוללת ניטרליות ל- timing או מאפשר החלטות לגבי משקלי הקרנות ה"מחקות" כגון מעבר מסל מניות לסל אג"ח? שאלה נוספת האם ניהול פסיבי בוחר שווקי הון להשקעה, נניח מעבר מהשוק המקומי לשוק האירופאי ו/או האמריקאי.

ולבסוף נושא חישוב האלפא שמצביע לכאורה על נחיתות בניהול האקטיבי. מצורף קישור למאמר<sup>3</sup> שפורסם לאחרונה ובו הצגה של תשואת קרנות אקטיביות יחסית למדד ת"א 125 ב- 5 שנים (עד וכולל 2021) לפיו כמעט כל הקרנות השיגו תשואה שעולה על תשואת המדד. המאמר כולל הסברים לתוצאה זו שאינה עקבית עם השוואה דומה בשוק האמריקאי שכלולה בדו"ח הוועדה.

יש לציין גם כי סוגיית החיסכון שניתן להשיג בדמי הניהול כתוצאה ממעבר לניהול פסיבי לא ברורה, מכיוון שרכיב ניהול ההשקעות נטו, שנחסך במודל הפסיבי, מהווה רק חלק מעלויות ניהול הנכסים כשהחלק העיקרי הם תפעול, מחשוב ושיווק. הוועדה ערה לנושא והציגה אותו, אך לא הציגה מענה לסוגיה.

### המלצה 3 - קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים

הספרות המקצועית הציגה מזמן בעיית agency מורכבת כאשר דמי הניהול הם תלויי ביצועים במיוחד בהקשר לנטילת סיכון כאשר אינטרס המנהל הוא להגדיל סיכון שעלותו איננה מושתת עליו. הוועדה מנסה להתגבר על בעיה זו דרך חישובי תשואות ארוכות טווח. כידוע בחברות ביטוח נוהלו חשבונות ביטוח מנהלים באופן דומה כשהמנהל זכאי לחלק מהתשואה (לעיתים תשואה שעודפת על סף נתון) בחישוב ארוך טווח. חישובים ארוכי טווח בהם נצברת אך לא נרשמת זכות המנהל לדמי ניהול משנים קודמות, מעוותים לעתים את מחירי היחידות והתשואה השוטפת. בחנו מול פעילים בשוק את חלופת התמרוץ על בסיס השוואה למדדי שוק וקיבלנו תגובות שיישום החלופה הוא בעייתי ביותר משום ריבוי המדדים, תלותם בחשיפות מט"ח, שיטת התאמת הדיבידנד (ברוטו או נטו) וכו'.

### המלצה 4 - שקיפות ופיקוח על השקעות שאינן סחירות

פרק ה' בדו"ח הוועדה עוסק בשקיפות בדגש על החסר בשקיפות בכל הנוגע להשקעות פרטיות. הדו"ח דורש גילוי מפורט של תנאי ההשקעה בכל אחת מקרנות ההשקעה הפרטיות, חשיפות (כולל שימוש בנגזרים) ועוד. בדו"ח לא מועלית השאלה המסחרית האם גילוי מלא של פרטי ההתקשרות בין המנהל לקרן ההשקעה הפרטית, אינו פוגע בהסדרים ספציפיים שיש לקרנות עם הגופים שמנהלים השקעות פרטיות? האם הגילוי המוצע פותר את בעיית השיערוך השוטף כאשר קרנות מסוימות משהות הפחתת שווי מהותית עד מועד המימוש בפועל.

<sup>3</sup> מצורף קישור לבדיקות שנערכו לאחרונה וצוטטו בתקשורת הכלכלית בהן:

1. <https://www.calcalist.co.il/investing/article/bj1zns9kgpf>

2. [https://www.themarket.com/markets/premium-1.10545427?utm\\_source=App\\_Share&utm\\_medium=iOS\\_Native](https://www.themarket.com/markets/premium-1.10545427?utm_source=App_Share&utm_medium=iOS_Native)

## שאלות לדיון

1. האם רצוי שיעור דמי ניהול יחיד ("הכל כלול") על פי נכסי הקרן? מהן ההשפעות של שינוי זה על אופן ניהול ההשקעות? על פעילות הקרנות בשוק ההון?
2. האם נדרשת מעורבות רגולטורית בקשר לדמי ניהול בקרנות פנסיה וגמל?
3. האם רצוי שוועדה מייעצת לממונה על שוק ההון תקבע כדאיות השקעה מסלולית?
4. האם יש לשנות את מתכונת הדיווח על השקעות פרטיות? האם רצוי דיווח על תנאי גוף מוסדי בקרנות השקעה פרטיות?
5. מהם מרכיבי ניהול פסיבי? האם מנהל בניהול פסיבי קובע timing?
6. לגבי הבנצ'מרק לביצוע קרנות ה-PE הזרות: האם מדד PME מהווה מדד נכון לחישוב תשואה של קרנות ששונות מהותית בהרכב ואופי השקעותיהן? האם נוטרל נכון הסיכון?
7. האם מודל שיתוף המנהל בתשואה שהציעה הוועדה הוא מעשי וניתן לביצוע?
8. מה מלמד הניסיון הבינלאומי, האם הוא עקבי עם המלצות הוועדה? האם אופציית ניווד מידי קיימת בעולם ומהם יתרונותיה וחסרונותיה?
9. האם המלצות הוועדה אינן מתמרצות מנהלים להעדיף קרנות "זולות" על השקעות פרטיות/איכותיות?
10. מהן השלכות המלצות הוועדה לגילוי מלא של פרטי ההתקשרות עם גופים פרטיים וכן של "הנחות" בדמי ניהול שניתנות לעמיתים מסוימים?
11. האם העדר שקיפות בנתוני ההשקעות הלא סחירות (שניתן לתקן באופנים אחרים) מצדיק מעבר להשקעות סחירות?