

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

2021 אוקטובר

לכבוד ד"ר משה ברקת  
הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון

גרסה מעודכנת (אחרי שילוב הערות הציבור) של דו"ח הוועדה המייעצת בנושא הוצאות הישירות

אנו מתכבדים להגיש לך בזאת את הגרסה המעודכנת של דו"ח הוועדה לבחינת סוגיית ההוצאות הישירות. הערות הציבור עסקו, ברובן, בנושאים אמפיריים שנכללו בטיטוט הדו"ח שהוגשה לך לפני כשלושה חודשים. הערות אלה נבחנו באופן מעמיק והביאו לתוספות כאלה ואחרות לניתוחים האמפיריים בלי שינוי במסקנות העיקריות. היו גם כמה הערות בנוגע להמלצות והערות בנושאים אחרים ששולבו בגרסה המעודכנת של הדו"ח (ראה מסמך נפרד המצורף לדו"ח זה ומסכם את הערות הציבור ואת השינויים שנעשו בדו"ח בעקבותיהן). ככלל, אין שינוי בתפישת הוועדה שלפיה מורכבות מוצר החיסכון הפנסיוני ופערי המידע בין החוסכים לבין מנהלי החיסכון מקשים על קיומה של תחרות משוכללת בענף. ההמלצות העיקריות של הוועדה נובעות מתפישת זו, והן חודדו והובהרו בגרסה הנוכחית:

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. הקמת מסלולי השקעה עוקבי מדדים ("פסיביים") בעלות נמוכה, שכל אחד מהם יעקוב אחרי מספר (ייתכן מספר גדול) של מדדי מניות ומדדי איגרות חוב מרכזיים בארץ ובעולם. אין הכוונה להעביר את כל החוסכים, או את מרביתם, למסלולים כאלה, אלא לכך שמסלולים כאלה יוצעו וחוסכים יוכלו לבחור בהם, אם ירצו בכך;
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 ההחלטה 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 מקווה שבאמצעות יישום המלצותיה ניתן יהיה להגביר את התחרות בענף החיסכון הפנסיוני ולשפר את הלימות האינטרסים בין החוסכים לבין מי שמופקד על ניהול החיסכון הפנסיוני שלהם. הוועדה מודה לך ולצוות הרשות, ר"ח בארי כספי, סגן בכיר לממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון, מר אדם אבו שמיס, מנהל מחלקת השקעות אלטרנטיביות, עו"ד איה שוורץ מן הלשכה המשפטית, ר"ח גיא לקן, מנהל המחלקה הכלכלית ועורך המחקר האמפירי, מר סאם אייזנברג, מר ערן איגלניק, גב' רותם אליאב ומר שלמה טרומבקה, על הסיוע הנרחב שניתן לה במהלך כל עבודתה, ובפרט על עבודת איסוף הנתונים המקיפה.

בכבוד רב,

פרופ' ישי יפה, יו"ר הוועדה

פרופ' אתי אינהורן

ד"ר נדין בודו טרכטנברג

פרופ' אלון ברב

פרופ' אסף חמדני (עד ה-7 באפריל 2021)

עו"ד ורו"ח מיכל עבאדי בויאנג'ו

ד"ר הראל פרימק

## 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.<sup>1</sup> בנוסף, כמה ממוצרי החיסכון הפנסיוני, ובהם קרנות הפנסיה וביטוחי החיים, כוללים גם ביטוח מפני סיכונים נכות, 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').<sup>2</sup> 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, נכון לסוף 2019, 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 ₪.<sup>3</sup> 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 מפעילים ייעודיים (להלן, גופים מוסדיים וגם "היצרנים" או "המוכרים").

---

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

<sup>2</sup> 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, איור א-3, עמ' 12.

<sup>3</sup> 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 ₪, **בנק ישראל, מבט סטטיסטי 2019, איור 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 הפנסיוני<sup>4</sup> כשלי שוק מובנים המקשים על קיומו של שוק תחרותי יעיל ומשוכלל.<sup>5</sup> 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,<sup>6</sup> 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:<sup>7</sup> (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% מיתרת הנכסים שלו לתחילת שנת הכספים (בעיקר דמי ניהול למנהלים חיצוניים), ולהוצאות ישירות שהגוף המוסדי המנהל את החיסכון רשאי להשית על החוסך ללא מגבלה: 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 שרירותי 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 וחסכון 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 עולה בקנה אחד

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

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> 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 וחסכון, ובאמצעותם ניתן להשוות את התשואות שהשיגו הקופות בינן לבינן ובין לבין מדדי שוק נבחרים (ראה דיון נוסף בפרק ה'): [גמל-נט פנסיה-נט](#)

<sup>7</sup> 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'.

עם האינטרסים של החוסכים.<sup>8</sup> פערי המידע המשמעותיים בין המוכרים לקונים בשוק הזה, ואולי גם מערכת התמריצים של הגופים המתווכים בו, מקשים על הגעה לשיווי משקל תחרותי יעיל.<sup>9</sup>

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 תידרש 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').<sup>10</sup> מגמה זו נובעת ממספר סיבות ובהן ירידת התשואות על אגרות החוב בארץ ובעולם בעשור האחרון, הצטמצמותם של חלק משוקי המניות הציבוריים,<sup>11</sup> 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. בנוסף, יש גם 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 ושומאים 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

<sup>8</sup> 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

העוסק בניגודי עניינים דומים בארה"ב בהקשר של מכירת תכניות פנסיות מסוג variable annuities והניסיון להסדיר את ניגודי העניינים האלה בחקיקה.

<sup>9</sup> 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'.

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

<sup>11</sup> 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.

בדיעבד כאחוזים מן הרווח ("דמי הצלחה" המשולמים למנהלי קרנות PE ו-VC וקרנות אחרות). הוצאות 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.<sup>12</sup> 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').<sup>13</sup> 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 באמצעות מתווכים 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.

---

<sup>12</sup> 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.

<sup>13</sup> 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 פתרון 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.

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 לטיטה 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 המושגות 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 לתחילת שנת הכספים) שרירותי.
3. ההבחנה בין סוגי הוצאות הכפופים למגבלת ה-0.25% וסוגי הוצאות שניתן להשית על העמית ללא מגבלה גם היא שרירותית במידה מסוימת.<sup>14</sup>

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 פגיעת הוראת השעה שבה מעוגנת תקרת העלויות (הנוגעות לניהול כספים חיצוני) שאפשר להשית על החוסך (0.25%), 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 המושתות 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, מושתות 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 באמצעות השקעות אלו, שאינן מדווחות ברמת הנכס הבודד (הקרן הבודדת), שלא כמו שאר הנכסים הסחירים המוחזקים במכשירי החיסכון ארוכי הטווח. מכיוון שקרנות ההשקעה אינן מפקחות, 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.<sup>16</sup> בנוסף, זכויותיהם ויכולת השפעתם של

<sup>14</sup> 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.

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> ראה למשל:

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



השותפים הפסיביים בקרנות השקעה, שלעתים קרובות רשומות ופועלות בחו"ל, מוגבלות. 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 בהשתתפות 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" בתרגום לא מוצלח לעברית), 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). לכן, ההוראות הקיימות לגבי השתתפות 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 מנהלים.

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 מושתת על החוסך בנוסף לדמי הניהול הרגילים שגובה מנהל החיסכון. 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

במצב הקיים היום, כאשר גוף מוסדי משקיע בתאגיד, הקביעה אם ההוצאות הכרוכות בהשקעה כזו תחשבה כהוצאות ישירות מושפעת מצורת ההתאגדות של התאגיד. כך למשל, אם עסק למתן אשראי מתאגד כחברת אשראי חוץ בנקאי, כל העלויות המשולמות למנהלי החברה לרבות הוצאות התפעול לא תחשבה 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 לזים 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 הניזילות של ההשקעה), שמנהלי חיסכון לטווח ארוך יכולים להרוויח ממנה. אחרים (למשל, Franzoni et al., 2012)<sup>17</sup>, טוענים שפרמיית אי הסחירות מתואמת עם

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

גורמי סיכון אחרים, ושאינן בה תוספת תשואה מעבר לכך. יתר על כן, פרמיית אי-הסחירות הולכת ופוחתת, כך נטען, עם היצע הנזילות ההולך וגדל בעולם בעשור האחרון (שבו התשואות על אגרות חוב ונכסים סחירים אחרים ירדו מאוד). 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 שדווקא משום שהגופים המוסדיים בישראל חשופים לסיכון של ניוד 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 Doshland & Stromberg לבקשת קרן העושר הלאומית הנורבגית.<sup>18</sup> 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 במדידת התרומה לפיזור התיק של נכסים שערכם, או מחיריהם, אינם מתעדכנים בתדירות גבוהה. במקרה של תיק חיסכון פנסיוני מגוון ומפוזר מאוד על פני ענפים ומדינות, לא ברור עד כמה ניתן להשיג פיזור נוסף באמצעות השקעה באפיקים אלה. מחד, ייתכן, למשל, שקרנות הון סיכון אירופאיות מאפשרות השקעה בחברות טכנולוגיה צעירות וחשיפה לענף שאיננו מיוצג כמעט בבורסות המניות באירופה. מאידך, לפחות חלק מאפיקי ההשקעה הלא סחירים (קרנות הון סיכון, למשל) נוטים להיות פרו-מחזוריים, ולכן ספק אם אפשר להשיג באמצעותם מיתון של תנודות הנובעות מזעזועים בשווקים מניות סחירים.<sup>19</sup>

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 Doshland and Stromberg, 2018) דווקא הטענות ההפוכות צוברות יותר ויותר פופולריות: ראשית, ספק אם בשוקי נכסים משוכללים יש הצדקה תיאורטית לצפות לתשואה עודפת כזו לאורך זמן. 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 (הקוונות ומשביחות חברות על ידי מעורבות אקטיבית בניהולן), שבהן התשואות נוטות להיות גבוהות בהשוואה לקרנות השקעה מסוגים אחרים. בנוסף, בהשקעות לא סחירות מסוימות, ובפרט בקרנות Buyout ועוד יותר מכך בקרנות הון סיכון, נראה שקיימים פערי תשואה משמעותיים מאוד בין תקופות זמן שונות ובין מספר קטן יחסית של קרנות מצליחות לקרנות אחרות (ראה, למשל, Harris et al., 2013.<sup>20</sup>)

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

<sup>18</sup> [Doshland, T., and Stromberg, P. \(2018\). Evaluating investments in unlisted equity for the Norwegian Government Pension Fund Global \(GPF\). Norwegian Ministry of Finance.](#)

<sup>19</sup> 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 במאסר 2020 לא השתקפה מיד בערכם (המשוער) של נכסים שאינם סחירים. עם זאת, אין לראות בפיזור "חשבונאי" כזה הפחתה אמיתית של גורמי הסיכון בתיקי ההשקעות.

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

בהשקעה כזו. 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 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.<sup>21</sup> 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.

מגוון העדויות הקיימות בספרות בעולם מצביעות על כך שככלל, בעשור האחרון, קרנות ההשקעה הפרטיות בעולם הניבו תשואות שעלו אך במעט, אם בכלל, על אלה שהניבו מדדי מניות סחירים. בנוסף, נראה שדמי הניהול הנגבים בפועל על ידי חלק מסוגי קרנות ההשקעה הפרטיות עלולים להיות לעתים גבוהים משמעותית במקרים רבים מדמי הניהול הנומינליים.<sup>22</sup> מעבר לכך, עולה החשש שזרימת הכספים הגדולה להשקעות אלה עלולה להביא לכך שהתשואות בעתיד תהיינה נמוכות יותר מאלה שהושגו על ידי המשקיעים בענפים אלה בעשור האחרון. הרחבה של הדיון בנושאים אלה מובאת בפרקים ג' וד'.

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 ומאת מאות קרנות השקעה פרטיות שבהן השקיעו מנהלי החיסכון הפנסיוני בישראל, ותשואות אלטרנטיביות שאפשר היה להשיג באותה תקופה באמצעות השקעה בקרנות סל העוקבות אחרי מדדי מניות ואגרות חוב מסוגים שונים, בישראל ובחו"ל. צוות הוועדה

<sup>21</sup> 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. ראה לדוגמא:

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.

<sup>22</sup> 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.

השתמש בשיטות ניתוח שונות, שיתוארו בפירוט בפרק ד', ובהן שיטות רבות של חישובי תשואה מעבר לחשיפה לגורמי סיכון סחירים ("אלפא") וחישובי (Public Market Equivalent (PME), שהם המקובלים בספרות האקדמית העכשווית בנושא זה, ומאפשרים לדמות להשקעות בלתי סחירות אלטרנטיבה סחירה.<sup>23</sup>

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 לא היו, בממוצע, טובות משמעותית ממה שאפשר היה להשיג בשווקים סחירים בישראל ובחו"ל. מובן שיש סוגים שונים של קרנות השקעה שניתן להתאים להן מדדי ייחוס שונים (למשל, קרנות העוסקות בחוב לעומת קרנות העוסקות במניות), ושגם לכל אחד מסוגי הקרנות אפשר לחשוב על מדדי ייחוס שונים. כך למשל, קיימים מדדים שונים לתשואה של חוב סחיר בסיכון, שיכולים להוות מדדי ייחוס לקרנות חוב פרטיות. גם לקרנות השקעה פרטיות העוסקות במניות, כגון קרנות PE או VC, אפשר לחשוב על מדדי ייחוס המבוססים על מדדי מניות זמינים ורחבים יחסית (כגון מדד ה-S&P 500), או על מדדי מניות ממוקדים יותר, כגון מדד ראסל 2000 לחברות קטנות, הדומות, אולי, לחברות שבהן משקיעות קרנות PE יותר מאשר החברות הגדולות הכלולות במדד ה-S&P 500, או מדד ה-NASDAQ מוטה הטכנולוגיה שמתאים, אולי, להיות מדד ייחוס להשקעותיהן של קרנות הון סיכון (דיון מפורט בנושא זה מופיע בפרק ד'). מעבר להבדלים בין סוגים שונים של קרנות השקעה, יש שונות נכרת גם בתוך כל קטגוריה של קרנות כשחלקן הניבו תשואות גבוהות מאד ואחרות הרבה פחות.

ובכל זאת, כמכלול, ההשקעות של גופים מוסדיים ישראלים בקרנות השקעה פרטיות (PE) בעשור, או עשור וחצי, האחרונים (כל התקופה שלגביה קיימים נתונים זמינים) הניבו תשואות נמוכות מאלה שאפשר היה להשיג במדדי מניות מרכזיים בארה"ב כגון מדד ה-S&P 500 ומדד ה-NASDAQ, ושוות ערך בקירוב לאלה שאפשר היה להשיג במדד הראסל 2000. קרנות הון סיכון (VC) שבהן השקיעו גופים מוסדיים ישראלים פיגרו משמעותית אחרי מדדים אלה. בהשוואה למדדי מניות מחוץ לארה"ב, כגון מדד תל אביב 125 (שמהווה, אולי, אלטרנטיבה זמינה למשקיעים מוסדיים ישראלים), ומדדי MSCI WORLD ו-MSCI AC (ALL COUNTRY) (שאינם בהכרח מדדי ייחוס מתאימים להשקעה בקרנות השקעה פרטיות),<sup>24</sup> הניבו קרנות ההשקעה הפרטיות בתיקי החיסכון הפנסיוני (בפרט קרנות ה-PE הישראליות) תשואה עודפת מסוימת (אפשר להתווכח אם תשואה זו מספקת בהינתן העדר הנזילות והפיזור המוגבל יחסית של ההשקעות, ראה פרק ד'). קרנות ההון סיכון הישראליות השיגו תשואות דומות לאלה של מדדים אלה, וקרנות ההון הסיכון הזרות שבהן השקיעו גופים מוסדיים ישראלים לא השיגו תשואה עודפת גם מול מדדי מניות שעלו בעשור האחרון בשיעורים נמוכים בהרבה משיעורי העלייה של מדדי המניות בארה"ב. בדומה

<sup>23</sup> 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*, 60(4), 1791-1823.

הצדקה תיאורטית לשימוש במדד זה בתנאים מסוימים, ראה:

Jagannathan, R. & Sorensen, M. (2015). The PME and Private Equity Performance. *Financial Analysts Journal*, 71(4), 43-50.

<sup>24</sup> מדד ה-MSCI WORLD כולל חברות גדולות בשווקים מפותחים. מדד ה-MSCI AC כולל חברות גדולות ובינוניות בשווקים מפותחים ובשווקים מתעוררים. למרות שמדד זה משמש, לעתים, מדד ייחוס להשקעות המנייתיות של הגופים המוסדיים הישראלים בחו"ל, ספק אם הוא מתאים כמדד ייחוס להשקעות בקרנות השקעה פרטיות, שנוטות להיות מרוכזות בשווקים מפותחים ובחברות קטנות יחסית.

לכך, גם קרנות החוב (הזרות)<sup>25</sup> שבהן השקיעו גופים מוסדיים ישראלים הניבו מדדי PME הקרובים לאחת מול כמה מדדי ייחוס אפשריים של חוב סחיר.

ייתכן שחלק מההסבר לתשואות הלא גבוהות (בממוצע) 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, בהינתן 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.<sup>26</sup> בנוסף, נטען גם שדמי הניהול שמשלמים שותפים גדולים וותיקים נמוכים באופן משמעותי מאלה שמשלמים משקיעים פסיביים אחרים.<sup>27</sup> מובן שעניין ה-access אינו בינארי, וייתכן שעם הזמן הגישה של משקיעים מוסדיים ישראלים לקרנות ההשקעה המצליחות ביותר ישתפר בעקבות למידה ויצירת מערכות יחסים בין הגופים המוסדיים לקרנות.

הסבר אפשרי אחר לכך שכמכלול, קרנות ההשקעה הפרטיות לא השיגו תשואות עודפות בהשוואה למדדי המניות בארה"ב, 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. היסטורית, קרנות השקעה פרטיות בעולם (PE ו-VC) השיגו תשואות יתר בהשוואה למדדי המניות בארה"ב בשנות ה-90 וראשית שנות ה-2000. עם זאת, גם בהשוואה למדדי מניות מחוץ לארה"ב, כגון מדד המניות בתל אביב ומדד MSCI AC, שבהם תשואות העשור האחרון לא היו חריגות, קרנות ההשקעה הפרטיות המנייתיות (PE ו-VC) לא השיגו, בממוצע, תשואה עודפת משמעותית (מלבד, אולי, קרנות ה-PE הישראליות שביצועיהן היו טובים יחסית לקרנות האחרות, ראה דיון מפורט בנושא זה בפרק ד').

מה משמעותם של ממצאים אלה? קרנות ההשקעה הפרטיות אינן "תרנגולת ביצי זהב". יש ביניהן קרנות מוצלחות ואחרות מוצלחות פחות, וודאי שלא מובן מאליו שההשקעה באפיק זה תמיד רצויה, בפרט כי היא כרוכה בעלויות משמעותיות לחוסך. ייתכן בהחלט שיש באפיק זה השקעות כדאיות, בין אם מטעמי תשואה או מטעמי פיזור אמיתי, לא חשבונאי (ראה הערה 19) של הסיכון; יש לשקול השקעות אלה בכובד ראש, כדי לוודא אם הן כדאיות לחוסך למרות העלויות המשמעותיות הכרוכות בהן. במלים אחרות, 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. מסקנה זו קשורה בהמלצות הוועדה שתוצגנה בהמשך פרק זה.

<sup>25</sup> המשפט מתייחס לקרנות חוב זרות משום שבין קרנות החוב הישראליות שגופים מוסדיים השקיעו בהן יש "קרנות מנוף" שנוצרו לאחר המשבר הפיננסי של 2008 שלהן מאפיינים ייחודיים.

<sup>26</sup> 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.

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

הוועדה הגיעה למסקנה, לאחר שמיעת עדויות ועיון בחומרים נוספים (כולל הערות הציבור), 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 חסכונוותיו והחיסכון הפנסיוני שלו בפרט.

#### להלן עיקרי המלצות הוועדה:

1. שינוי של מבנה דמי הניהול ומעבר למחיר יחיד וידוע מראש, הכולל גם את דמי הניהול וגם את ההוצאות לסוגיהן, ומחושב כשיעור מהצבירה בלבד ;
2. הקמת מסלולי השקעה עוקבי מדדים (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 הזלת 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 יכולת 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/עוקב מדדים סחירים, אקטיבי (דומה למסלולים הכלליים הקיימים היום), ומסלול הכולל תמריצים

(דמי ניהול מבוססי ביצועים). כל אחד מהמסלולים יכול "תתי-מסלולים" (מותאמי גיל למשל, או שונים בהיבטים אחרים כמו, לדוגמה, מסלול הלכתי), וכולם יתבססו על מנגנון תמחור פשוט וידוע מראש. שלושת סוגי 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.

### דמי ניהול בשיטת "הכל כלול"

המודל הרצוי בעיני הוועדה לתמחור דמי הניהול הוא מודל שבו כל ההוצאות תכללנה במחיר יחיד שיהיה ידוע מראש, שיקבע כשיעור מהצבירה, ושיאפשר 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.<sup>28</sup> 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.<sup>29</sup> 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".<sup>30</sup>

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

ראשית, אין אפשרות להגיע למצב שבו מחיר אחד באמת יכול "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 יכלל בדמי הניהול שיוכרוזו מראש. אי אפשר יהיה לכלול במחיר עלויות המשתקפות במחירו של נכס סחיר (וגלויות ממילא), ודמי הצלחה למנהלי קרנות הידועים רק בדיעבד ומנוכחים מן התשואה. עם זאת, המודל המוצע מאפשר, לדעת הוועדה, את האפשרות לשכלול השוק בהינתן הכללים המשפטיים הנוהגים, שאינם בשליטתה.

שנית, הכללת ההוצאות בדמי הניהול מהווה שינוי משפטי, העלול גם להשפיע על חובות מנהלי ההשקעות והזיקה בינן לבין ניהול ההשקעות. במצב הקיים כיום, ההוצאות לביצוע השקעות נגבות מכספי החוסכים, ולא מקופתו של מנהל ההשקעות. לפיכך, הוצאה הכרוכה בביצוע השקעה מנוכה במישורין מן התשואה

<sup>28</sup> שימוש בכמה מחירים נקרא Two Part Tariff. 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.

<sup>29</sup> מכיוון שמנהל החיסכון יקבע את מדיניות ההשקעה שלו מראש ויהיה מחויב לה, אפשר להמנע, או לצמצם מאד, את החשש מפני מקרים שבהם מנהל החיסכון יגבה מן החוסך עלויות לצורך ביצוע השקעות "יקרות" ובדיעבד לא יבצע אותן וישמור "לעצמו" את דמי הניהול שנגבו מראש לצורך כך.

<sup>30</sup> פרק 3, עמ' 86, מתוך OECD Pensions Outlook 2018.



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 לא תהיה השפעה על התשואה לעמיתים. ניקח לדוגמא בחירה בין שתי ההשקעות הבאות:

השקעה ב'	השקעה א'	
11	10	תשואה
2	0	עלות ביצוע ההשקעה
9	10	תשואה בניכוי עלות

במצב כיום, השקעה ב' תניב תשואה של 9 נח לחוסכים (כיוון שהעמיתים הם אלו שנושאים בעלות של 2 נח). 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 לנגד 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 מושתות על מנהל החיסכון, עליו לכאורה לבחור השקעות בהתעלם מן ההשפעה הצפויה לבחירה על קופתה של החברה המנהלת. לכן, יהיה עליו לכאורה לבחור בהשקעה ב'. ייתכן, אם כך, שנדרשים תיקונים משפטיים כדי לאפשר את הכללת ההוצאות בדמי הניהול.

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.<sup>31</sup> 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.<sup>32</sup>

על רקע הקשיים ביישום המעבר למחיר כולל וידוע מראש, הוועדה מציעה לשקול פתרון-ביניים, מוגבל בזמן – למשל, לשלוש שנים – ומצומצם למקרים שבהם ישנם קשיים משפטיים-חוזיים בהסכמים הנוגעים לחוסכים קיימים.

כאמור, במודל התמחור "הכולל הכל", דמי הניהול יכללו בתוכם גם את כל רכיבי ההוצאות (דמי ניהול למנהלים חיצוניים והוצאות על ביצוע עסקאות); במודל תמחור זה מנהל החיסכון מותכן את 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

<sup>31</sup> הסכמים ארוכי טווח כאלה נפוצים במיוחד בתכניות ביטוח החיים ובהסכמים קולקטיביים בין גופים מוסדיים (לא רק בתחום ביטוח החיים) לוועדי עובדים. ייתכן מצב שבו נכללת בהסכם הטבה רק ברכיב אחד של דמי הניהול (למשל, הנחה בדמי הניהול מהפקדה אבל לא מהצבירה), שיהיה צריך לתרגם למודל התמחור החד-פרמטרי החדש.

<sup>32</sup> 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.

של רכיבי עלות כלשהם, ואיננו מתיר ריבוי פרמטרים שהחוסך נדרש לשקלל.<sup>33</sup> מחיר יחיד כזה הוא, לדעת הוועדה, צורת התמחור הרצויה ביותר, והוועדה ממליצה להפעיל אותו בהקדם על חוסכים/חוזים חדשים.

בתקופת המעבר למחיר היחיד ניתן להפעיל "מחיר יחיד הצגתי", 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-"פנסייה-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, אולם במודל ההצגתי ההוצאות הישירות תשארנה סעיף נפרד (ויגבו מנכסי הקופה) ומובחן מדמי הניהול האחרים שהחוסך משלם (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.<sup>34</sup>

בשתי הגרסאות של המחיר – היחיד וההצגתי – על הרשות המפקחת לקבוע (כפי שמעוגן כיום בתקנות), שסך העלויות לחוסך (במחיר היחיד – דמי הניהול, ובמחיר ההצגתי – דמי הניהול וההוצאות) לא יעלו על שיעור מקסימלי, וודאי לא על שיעור הנהוג היום.<sup>35</sup>

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 הם לרוב קשיחים ופחות 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

<sup>33</sup> במודל זה מנהל החיסכון יעביר את כל דמי הניהול, שירשמו כהכנסה לחשבון, וירשום הוצאות לניהול השקעות כהוצאה. התשואה לעמית תדווח בניכוי דמי הניהול.

<sup>34</sup> 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).

<sup>35</sup> ניתן לשקול גם מגבלה הנוגעת רק לרכיב ההוצאות הנובע מהעברת כספים לניהול חיצוני, כך שעל רכיב זה ייגבו דמי ניהול מופחתים כדי למנוע מצב של תשלום "כפל דמי ניהול" גם לגוף המוסדי וגם למנהל החיצוני.

תפקח גם על סטיות בדיעבד ממדיניות ההשקעה שנקבעה מראש (המתבטאת בפער בין העלויות החזויות לעלויות בפועל).<sup>36</sup>

#### מסלולים "פסיביים" ("קרן עוקבת שוקים בדמי ניהול נמוכים")

הוועדה ממליצה כי הרשות תעודד את הקמתם של מסלולי השקעה עוקבי מדדים (פסיביים) שיכללו השקעות באפיקים סחירים בלבד באמצעות שילוב של כמה קרנות של שיעקבו אחרי מגוון מדדי אג"ח ומניות בארץ ובח"ל.<sup>37</sup> במסלולים אלה יהיו דמי ניהול נמוכים יחסית למקובל היום, שיהיו במתכונת של מחיר מאוחד, "כולל הכל", גם את ההוצאות הצפויות על כל סוגיהן, וייגבו כשיעור קבוע מהנכסים הצבורים של החוסך. במסלול זה לא תהיה גביית דמי ניהול מהפקדה, ולא תהיה השתתף עלויות על החוסך בדיעבד.<sup>38</sup>

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 כיום.

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.<sup>39</sup> בשוקי מניות אחרים, נטען שככל שהשוק מפותח יותר והאינפורמציה הגלומה במחירי המניות מקיפה יותר, הערך של השקעה אקטיבית נמוך יותר. השקעה כזו יכולה להצליח בשוקים פחות מפותחים ונזילים כגון שוקים מתעוררים.<sup>40</sup>

על פי אומדנים שערכה הוועדה על סמך נתונים מן העשור האחרון, מסלול השקעה פסיבי, הכולל ארבע עד שבע קרנות של סחירות העוקבות אחרי מדדי מניות ואגרות חוב בארץ ובעולם, הוא אפשרות שראוי להציע אותה לציבור החוסכים המעוניין בכך. נראה שמסלול כזה היה יכול להשיג תשואה נטו שאינה שונה בהרבה מהתשואה נטו הממוצעת שהושגה בפועל באמצעות ניהול אקטיבי במסלולים הכלליים, למרות שבמסלולים

<sup>36</sup> 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, וודאי על השקעות חדשות, 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).

<sup>37</sup> 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.

<sup>38</sup> ביטול האפשרות לגביית דמי ניהול מהפקדה, גם במסלול זה וגם במתווה המחיר היחיד 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, סבסוד 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 המתורות לגבייה למקרה שבו לא ייגבו עוד דמי ניהול מהפקדה.

<sup>39</sup> ראה למשל עמ' 2 כאן: [SPIVA Scorecards: An Overview \(spglobal.com\)](http://spglobal.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.

<sup>40</sup> Dyck, A., Lins, K., Pomorski, L. (2013). Does Active Management Pay? New International Evidence. Review of Asset Pricing Studies, 3(3), 200-222.

אלה מוחזקים, לעתים, למעלה מאלף נכסים שונים.<sup>41</sup> 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 ובח"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-<sup>42</sup> Hamdani et al. (2017). 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 האחרון, מצביים רף תחתון לתשואות שאפשר יהיה להשיג בהשקעה עוקבת מדדים 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.<sup>43</sup> 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.

חשוב להדגיש שאין לוועדה כוונה להכריע בוויכוח עתיק-היומין לגבי היתרונות והחסרונות של ניהול אקטיבי לעומת פסיבי, אלא רק להציע מסלולים עוקבי מדדים/פסיביים בעלות נמוכה כאופציה לחוסכים שיבחרו בכך. אין כוונה בהמלצה זו להביא לכך שכל מסלולי החיסכון יהיו מסוג זה, או שמרבית החוסכים יחסכו במסלולים עוקבי מדדים.

הוועדה מבקשת לעודד את הגופים המוסדיים לפתח ולהציע מסלולים (תיקי השקעה) שיהיו מפוזרים על פני נכסים רבים, כשההקצאה 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 יחשב כ"פסיבי" תהיה שמסלול כזה ישקיע את כספי העמיתים (פרט לאג"ח המיועדות, ככל שישנן), במוצרים עוקבי מדדים סחירים (ללא סיכון מנפיק משמעותי).

---

<sup>41</sup> אפשר להשיג באמצעות השקעה פסיבית עוקבת מדדים 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.

<sup>42</sup> Hamdani, A., Kandel, E., Mugerman, 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), 49-86.

<sup>43</sup> 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. Available on 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 No. 27971.

הוועדה ממליצה שיוצעו מספר מסלולים פסיביים בכל אחד ממוצרי החיסכון ארוכי הטווח, שיאפשרו תמהילי השקעה מגוונים המותאמים לחוסכים עם מאפיינים שונים (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 שבמכרז הקרנות הנבחרות (קרנות "ברירת המחדל") שעורכת רשות שוק ההון מדי שנתיים יינתן דגש (או ניקוד נוסף) 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),<sup>44</sup> תדירות השינויים בהרכב הנכסים וכיו"ב. מכיוון שהמכרז הוכיח את עצמו בעבר כמנגנון המעודד תחרות, נראה שיש הגיון לשקול להשתמש בו גם בהקשר הזה.<sup>45</sup>

בנוסף, הוועדה ממליצה להתיר (אולי במגבלות מסוימות) 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 מפעילות או בבעלות חברות, ואולי גם למנהלי חיסכון זרים, אם וכאשר יורשו לפעול בישראל.<sup>46</sup>

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.<sup>47</sup> הסרת המגבלה לא רק כדי לאפשר הוזלה של המסלול הפסיבי בהשוואה למסלולים אקטיביים, אלא גם כדי לאפשר הצעה של, ותחרות בין, מסלולים שונים עם עלויות שונות (למשל, עם ובלוי נכסים לא סחירים הכרוכים בעלויות). כמו כן, ייתכן שעל מנת לעודד את הגופים

<sup>44</sup> לאחרונה נטען ש – Niche ETFs העוקבים אחרי מדדי מניות צרים יחסית ו"אופנתיים" נוטים לייצר 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 on SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3765063> or at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3765063>

<sup>45</sup> 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 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.

<sup>46</sup> 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 לזוהות 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.

<sup>47</sup> המסלולים הפסיביים יאפשרו דמי ניהול נמוכים בגלל הוזלת ניהול ההשקעה. מובן שהעלויות הקבועות האחרות של ניהול החיסכון הפנסיוני (כמו מערכי הפצה, שירות או תשלומים) יישארו בעינם. הוועדה לא הצליחה להשיג אומדנים של שיעור הירידה בדמי הניהול הצפוי בקרנות עוקבות מדדים שתוכלנה לצמצם את עלות מערך ההשקעות שלהן. ייתכן שמנהלים זרים שלהם היקף פעילות עצום ביצור מוצרים עוקבי מדדים יוכלו להציע מסלולים כאלה בחיסכון משמעותי. משתמע מהדיון כאן שקרנות עוקבות מדדים צפויות להשיג "אלפא נטו" שלילית משום שה"אלפא ברוטו" שלהן שווה, בהגדרה, לתשואות המדדים שהקרן עוקבת אחריהם, ובה בעת יהיה על הקרן לשאת בעלויות קבועות מסוימות. ראה דיון בפרק ד'.

המוסדיים להרחיב את היצע המסלולים הפסיביים, על רשות שוק ההון להתיר לגופים מוסדיים להציע מספר מרבי גבוה יותר מהמותר כיום (עשרה).<sup>48</sup>

#### 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 ושווה מזומנים.
4. מספר מוצרים עוקבי מדדים המפורסמים על ידי סוכנויות מארצות ה-OECD, הנסחרים בבורסות של אחת לפחות ממדינות ה-OECD 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.

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

## 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.<sup>49</sup>

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.<sup>50</sup>

<sup>49</sup> 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* 2(1), 49-86.

<sup>50</sup> 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 ייחוס	אפיק השקעה	שיעור חשיפה ליום 31.12.19	שיעור חשיפה צפוי לשנת 2020	טווח סטייה	גבולות שיעור חשיפה הצפוי
50% מדד תא 100	מניות (אופציות, קרנות נאמנות, תעודות סל)	40.55%	39%	6%	33%-45%
50% מדד MSCI WORLD	אג"ח ממשלתי	14.46%	15%	5%	10%-20%
90% מדד כללי ממשלתי	אג"ח קונצרני (תעודות סל, קרנות נאמנות)	27.81%	29%	6%	23%-35%
BOFA Merrill Lynch US Treasury Index 10%	מזומן ושוקר מזומן	12.56%	10%	5%	0-10%
70% מדד אג"ח קונצרני כללי	הלוואות לעמיתים	4.47%	5%	5%	0-10%
30% Barclays Global Aggregate Corporate Bond Index	אחר	0.15%	2%	5%	0%-7%
ריבית פח"ק	סה"כ	100%	100%		

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:  
 $0.15 + 0.25 * 0.5 = 0.275\%$  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 –  $0.125 + 0.3125 * 0.5$ . השאר, יירשם לזכותו לשנה העוקבת.

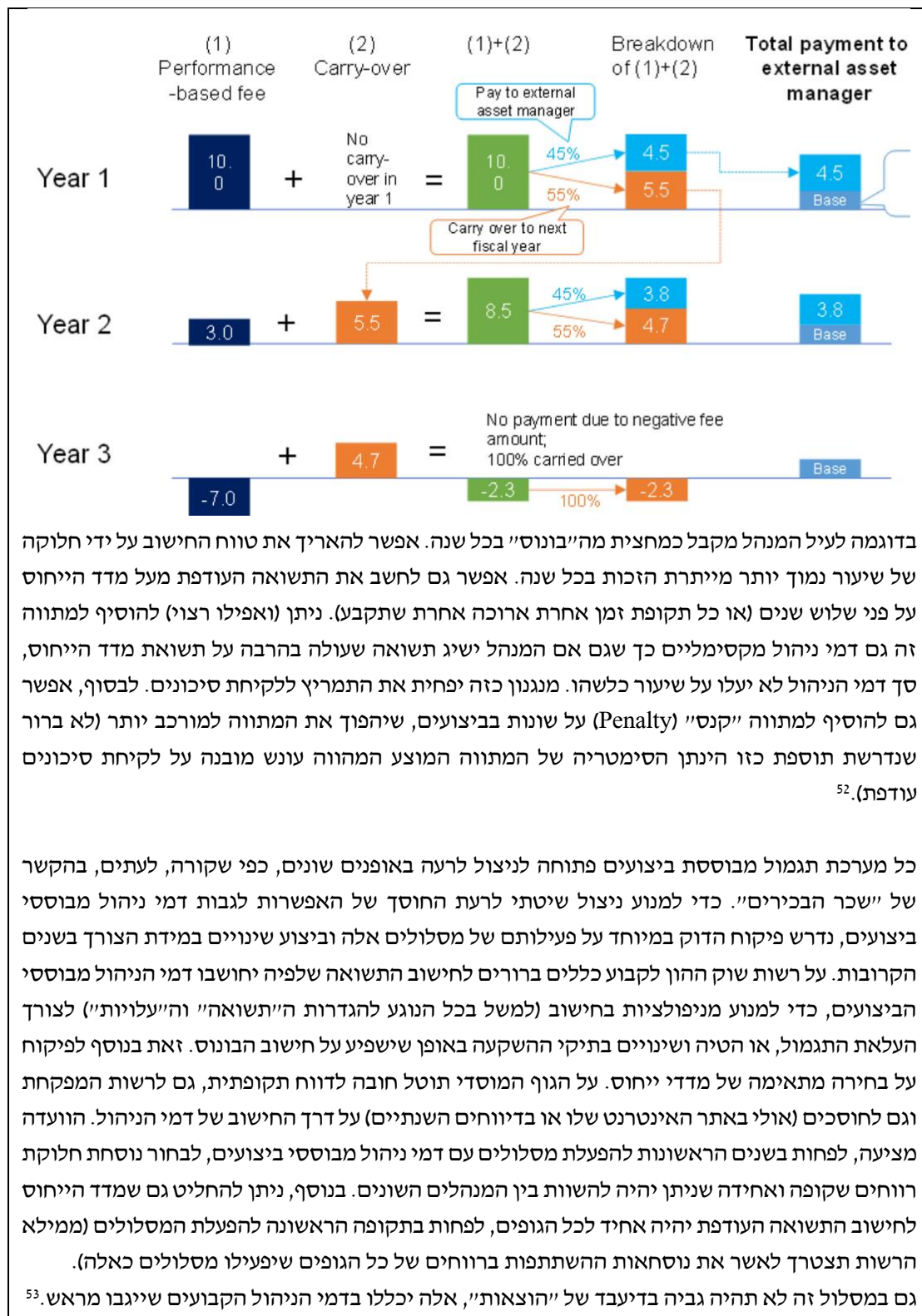
אם תירשם יתרה שלילית, המנהל לא יצטרך להחזיר כסף לחוסך, אך היתרה השלילית תילקח בחשבון בחישוב הבונוס בשנה העוקבת. לא ייגבו דמי ניהול מבוססי ביצועים (בונוס) כל עוד לא הצטבר לזכות המנהל סכום חיובי.

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

<sup>51</sup> 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). New Performance Fee Structure. (T. Jimba), [https://www.gpif.go.jp/en/investment/pdf/20180611\\_new\\_performance\\_based\\_fee\\_structure\\_en.pdf](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).<sup>52</sup>

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 הטיה ושינויים בתיקי ההשקעה באופן שישיפע 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) על 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.<sup>53</sup>

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

<sup>53</sup> 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 חסכונו.

## המלצות משלימות נוספות בנושאים אחרים

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 להמליץ לוועדות 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 (אם כי, ייתכן שקרנות חדשות שיש לעתים הגיון בהשקעה בהן לא יכללו במאגרים). המלצה נוספת, אולי חשובה יותר, היא לחייב את וועדות ההשקעה של מנהלי החיסכון הפנסיוני להציג גם חישובי PME (לא רק IRR או חישובים אחרים) לכל קרן השקעה בלתי סחירה בהשוואה למדדי מניות מרכזיים מתאימים. יש לשקול קביעת מדד שבהשוואה אליו תתבצע 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 של ייעוץ ושל הפצה במסגרת וועדה ייעודית שתוקם לצורך כך.

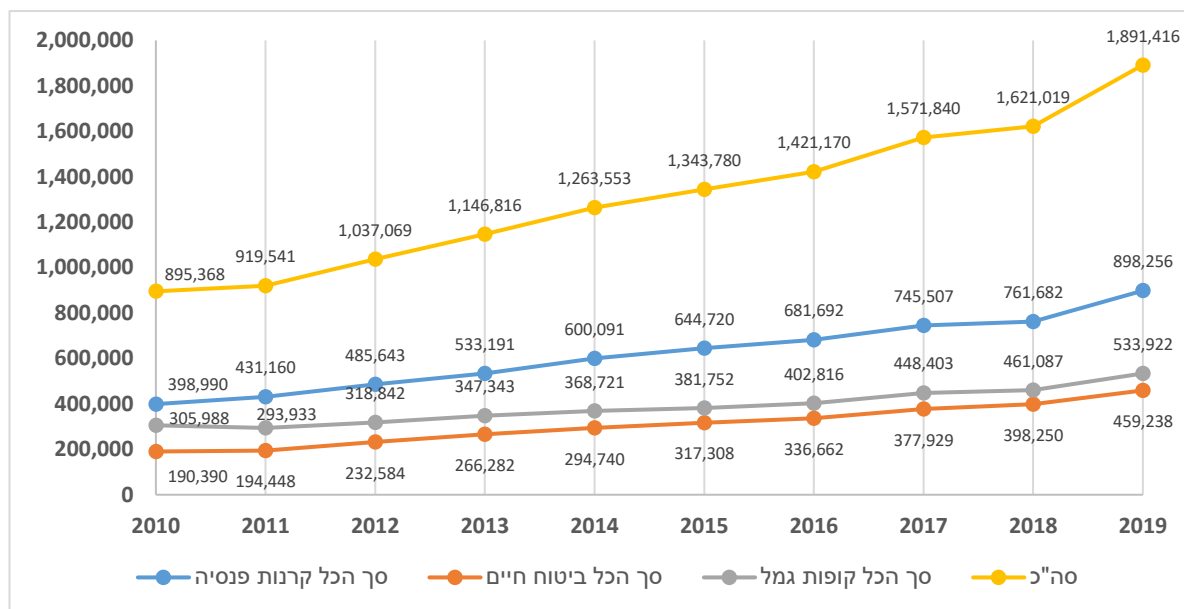
4. חיזוק יכולות הפיקוח – רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון אחראית לפיקוח על הגופים המוסדיים וניהול החיסכון ארוך-הטווח והביטוח בישראל בסכומים עצומים, המהווים כמחצית מהנכסים הפיננסיים של הציבור נכון להיום, והגדלים כל הזמן. כפי שתואר לעיל, חלק מהפעילויות של הגופים המוסדיים מורכבות וקשות לפיקוח. עם זאת, רשות 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.

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 הכלולים 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 ההפרשות בהם מחויבים העובדים והמעסיקים);
- רפורמות מבניות (ובהן חקיקת חוק פנסיה חובה, שהוחל על שכירים החל משנת 2008<sup>55</sup> ולאחר מכן גם על עצמאים).<sup>56</sup>
- תשואות חיוביות על נכסים פיננסיים.

נכון ל-2019, הגופים המוסדיים בישראל מנהלים כמחצית מתיק הנכסים של הציבור, כאשר שיעור משמעותי מושקע במניות ואגרות חוב בישראל ובחו"ל. רכיב ההשקעה בנכסים לא סחירים קטן יותר אך משמעותי.<sup>57</sup>

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

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

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

<sup>57</sup> 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.

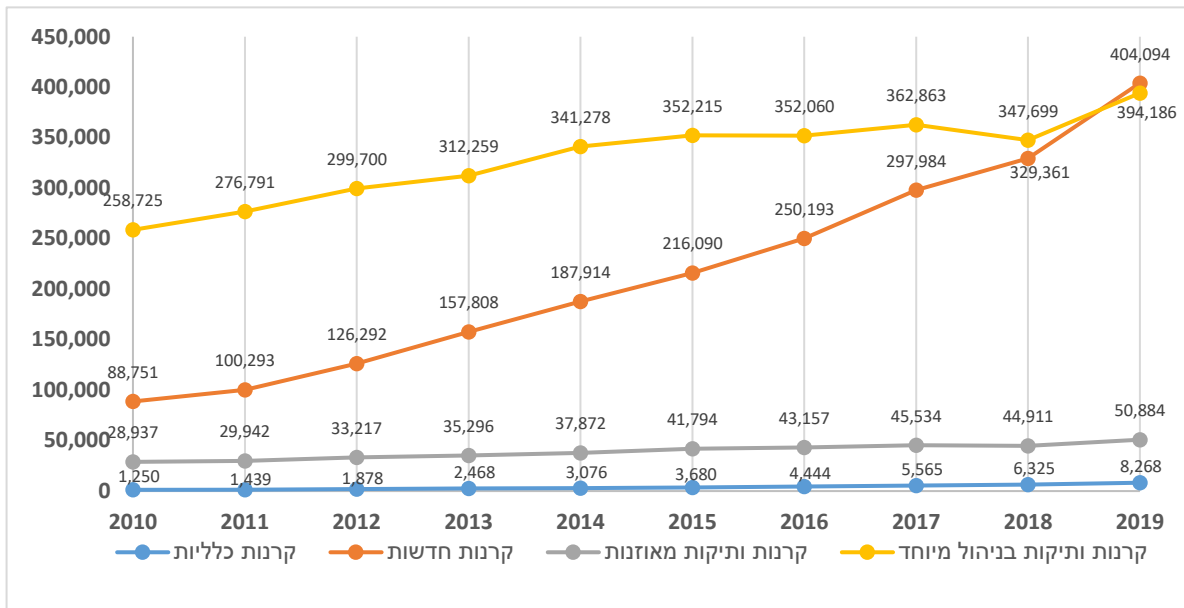
קרן פנסיה כללית – לקרן זו מופקדים הכספים שמעבר לתקרת ההפקדה הקיימת לקרן פנסיה מקיפה. קרנות כלליות אינן זכאיות לאגרות חוב ממשלתיות מיועדות. כמו כן, בקרנות כלליות לא תמיד קיים כיסוי ביטוחי.

#### 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.<sup>58</sup>

2.4. קופות גמל

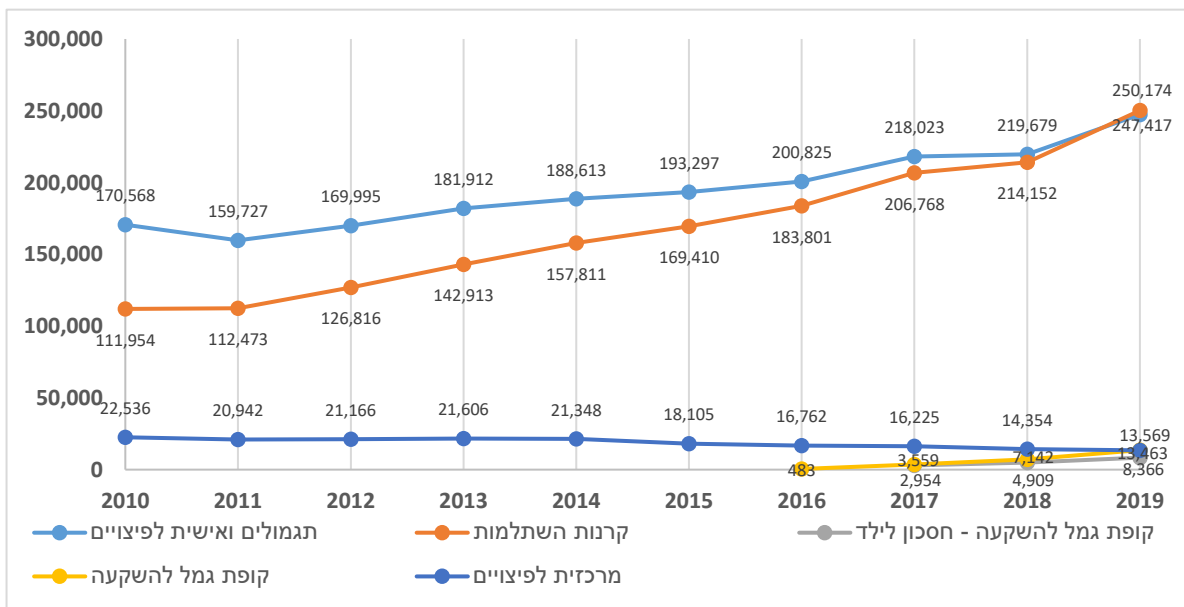
תחום קופות הגמל השתכלל בשנים האחרונות וכולל כיום מגוון מכשירי חיסכון לטווח בינוני (קופות גמל להשקעה, קרנות השתלמות), וארוך (קופות גמל לתגמולים). לרוב, קופות אלו אינן כוללות רכיב ביטוחי (בשונה מקרנות הפנסיה וביטוחי החיים שבהם קיים כיסוי למקרי אובדן כושר עבודה, נכות ומוות), והן מיועדות לחיסכון בלבד. להלן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

<sup>58</sup> 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 הבורח 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 ואישיות 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:

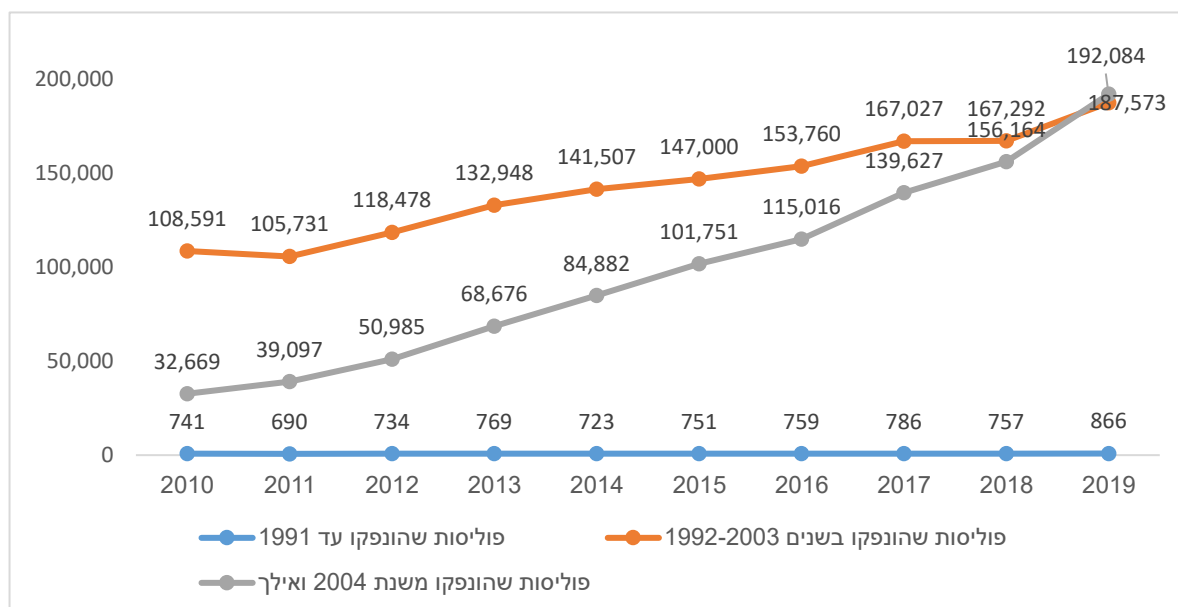
2.5.1 עד שנת 1991 – פוליסות אלו כללו הבטחת תשואה למבוטחים. כנגד הבטחה זו חברות הביטוח היו זכאיות להשקיע את כספי הפוליסה באג"ח ח"ץ (חיים צמוד), אג"ח ממשלתיות לא סחירות המיועדות למטרה זו בלבד, עם ריבית מובטחת בשיעורים שונים בהתאם לשנת ההנפקה.

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

קצבה בגיל פרישה	פנסיה מקיפה	פנסיה כללית	ביטוח מנהלים	קופת גמל	קרן השתלמות
קצבה בגיל פרישה	קצבה בגיל פרישה	קצבה בגיל פרישה	קצבה / סכום הוני	קצבה / סכום הוני	סכום הוני
קיים	קיים	אין (אופציונאלי)	אופציונאלי	לא קיים	לא קיים
העמיתים – ביטוח הדדי	העמיתים – ביטוח הדדי	העמיתים – ביטוח הדדי	חברת הביטוח	לא קיים	לא קיים
בהתאם לגיל החוסך	אין	אין	אין	אין	אין
קיים	קיים	אין	אין	אין	אין
כן	כן	כן	במגבלות	כן	כן
כן	כן	כן	כן	כן	כן
כן	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.<sup>59</sup> 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.<sup>60</sup> 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.

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

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



2.8 הרפורמות המשמעותיות שהונהגו בשוק החיסכון ארוך הטווח בישראל<sup>61</sup>

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 שערבות 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 לחן 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	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

<sup>61</sup> אברמוב ד', דרסלר א' ומצקר ל' (2020). התפתחויות בשוק ההון הישראלי בשנים 1995-2017: מריכוזיות לתחרות בתיווך הפיננסי, בתוך: בן בסט א', גרונאו ר' וזוסמן א', (עורכים), אורות וצללים בכלכלת השוק. המשק הישראלי 1995-2017 (ע"מ 277-330). תל אביב: הוצאת עם עובד.

שנה	הרפורמה שהונהגה	תיאור הרפורמה
	במסגרת רפורמת בכר ; שינוי באופן גביית דמי הניהול בקרנות הפנסיה	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 לייעוץ, 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.
2006	ועדת חמדני	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.
2008	צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף	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.
2013	הפחתת תקרת דמי הניהול בשוק החיסכון הפנסיוני	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.
2016	הגדרת קרנות ברירת המחדל; הגדלת שיעור ההפרשות לפי צו ההרחבה	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 שויד לקרן פנסיה לפי בחירת המעסיק.
2017	החלת צו ההרחבה על עצמאיים	החל משנת 2017 גם עובדים עצמאיים 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.

### 3. מאפייני התחרות בשוק החיסכון ארוך הטווח<sup>62</sup>

#### 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 המשוקת קרנות פנסיה נדרשת להחזיק מערך חישוב קצבאות, מערך אקטואריה, מערך שירות לקוחות, ממשקי עבודה מול סוכנים ומערכות מיכון מתקדמות נוספות. חברת ביטוח המשוקת מוצרי ביטוחי חיים 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 <sup>63</sup>
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

<sup>62</sup> 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.

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

2015	2016	2017	2018	2019	% מסך נכסים מנוהלים – קרנות פנסיה חדשות מקיפות
34.97%	34.79%	34.40%	34.34%	33.80%	מנורה
<b>98.32%</b>	<b>98.06%</b>	<b>95.93%</b>	<b>95.2%</b>	<b>93.76%</b>	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
<b>1.68%</b>	<b>1.94%</b>	<b>4.06%</b>	<b>4.8%</b>	<b>6.24%</b>	סה"כ חברות מנהלות המוחזקות ע"י בתי השקעות:

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 ההשקעות שזכו במכרז 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.<sup>64</sup> עם כניסתן של קרנות הפנסיה הנבחרות במכרז ברירת המחדל ניכרת מגמת עלייה בפלחי השוק של בתי ההשקעות שזכו במכרז 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
<b>97.3%</b>	<b>97%</b>	<b>93.6%</b>	<b>92.1%</b>	<b>90%</b>	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
<b>2.7%</b>	<b>3%</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.9%</b>	<b>10%</b>	סה"כ בתי השקעות

### 3.6 חברות המנהלות קופות גמל ושיעור הנכסים שבניהולן

<sup>64</sup> 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.

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
<b>26.09%</b>	<b>26.25%</b>	<b>24.85%</b>	<b>25.55%</b>	<b>25.3%</b>	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 <sup>65</sup>
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 <sup>66</sup>
<b>73.91%</b>	<b>73.75%</b>	<b>75.15%</b>	<b>74.45%</b>	<b>74.7%</b>	סה"כ בתי השקעות

בשנים האחרונות עם כניסתם של מוצרי הגמל להשקעה וחסכון 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
<b>96.08%</b>	<b>97.21%</b>	<b>96.44%</b>	<b>96.37%</b>	<b>95.85%</b>	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
0.11%	0.11%	-	-	-	אלטשולר שחם

<sup>65</sup> רכשה את פעילותה של חברת "אינטרגמל" שפעלה בתחום זה עד 2017.

<sup>66</sup> 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, פקידי 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.

2015	2016	2017	2018	2019	% מסך נכסים מנוהלים – ביטוחי מנהלים משותף ברוחים
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 מקובלים לשווקים למוצרים פנסיוניים לשנים 2012-2019:

- 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 להלן<sup>67</sup>:

#### 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 <sup>68</sup>
0.74	0.75	0.73	0.72	0.71	0.70	0.70	0.69	מוצרי ביטוח חיים <sup>69</sup>
0.78	0.77	0.76	0.75	0.73	0.73	0.72	0.71	קרנות הפנסיה החדשות <sup>70</sup>

#### 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 <sup>68</sup>
0.96	0.97	0.95	0.95	0.96	0.95	0.95	0.95	מוצרי ביטוח חיים <sup>69</sup>
0.96	0.96	0.96	0.95	0.97	0.96	0.95	0.94	קרנות הפנסיה החדשות <sup>70</sup>

#### 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 <sup>68</sup>
0.23	0.23	0.22	0.22	0.22	0.21	0.21	0.21	מוצרי ביטוח חיים <sup>69</sup>
0.24	0.24	0.23	0.23	0.23	0.22	0.22	0.21	קרנות הפנסיה החדשות <sup>70</sup>

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 שעברה נאספו הנתונים. אחת הסיבות לכך היא שחשמי הכניסה לענף הגמל נמוכים בהשוואה לשאר

<sup>67</sup> 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  $(0.2)^2 + (0.2)^2 + (0.2)^2 + (0.2)^2 + (0.2)^2$ . מדדים אלה מקובלים בדיוני הגבלים עסקיים על רקע ההנחה המקובלת (הנובעת ממודלים כלכליים המתארים תחרות בין שחקנים מעטים), שיש קשר שלילי בין מידת ריכוזיות למידת התחרות.

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

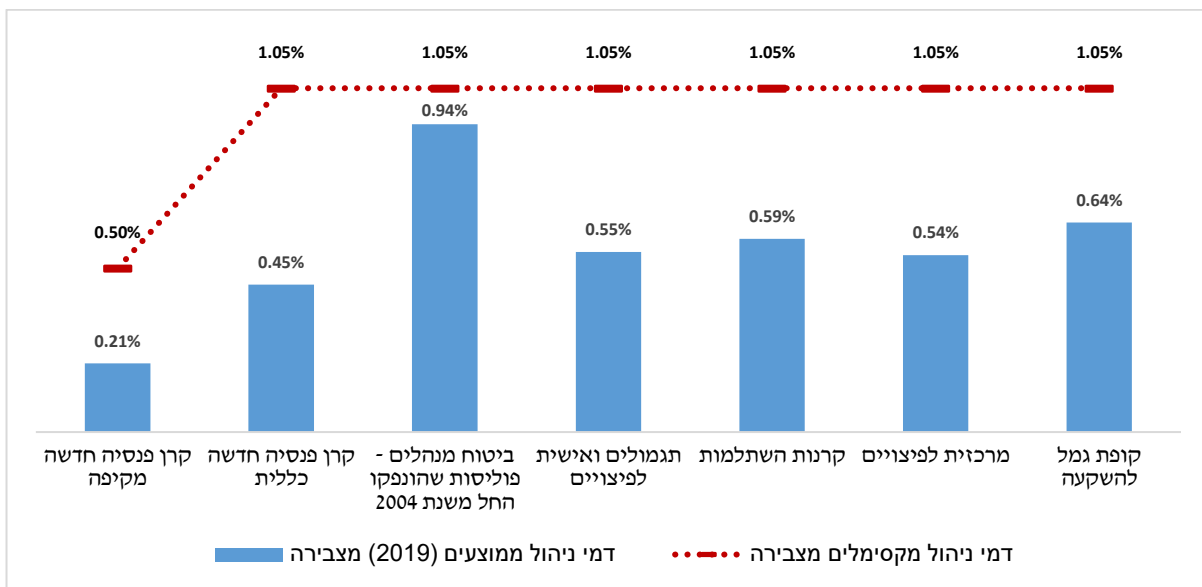
<sup>70</sup> קרנות הפנסיה החדשות – קרנות פנסיה מקיפות וכלליות בלבד. נתונים אודות קרנות הפנסיה הוותיקות לא נלקחו בחשבון שכן לא ניתן להצטרף אליהן משנת 1995.

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.

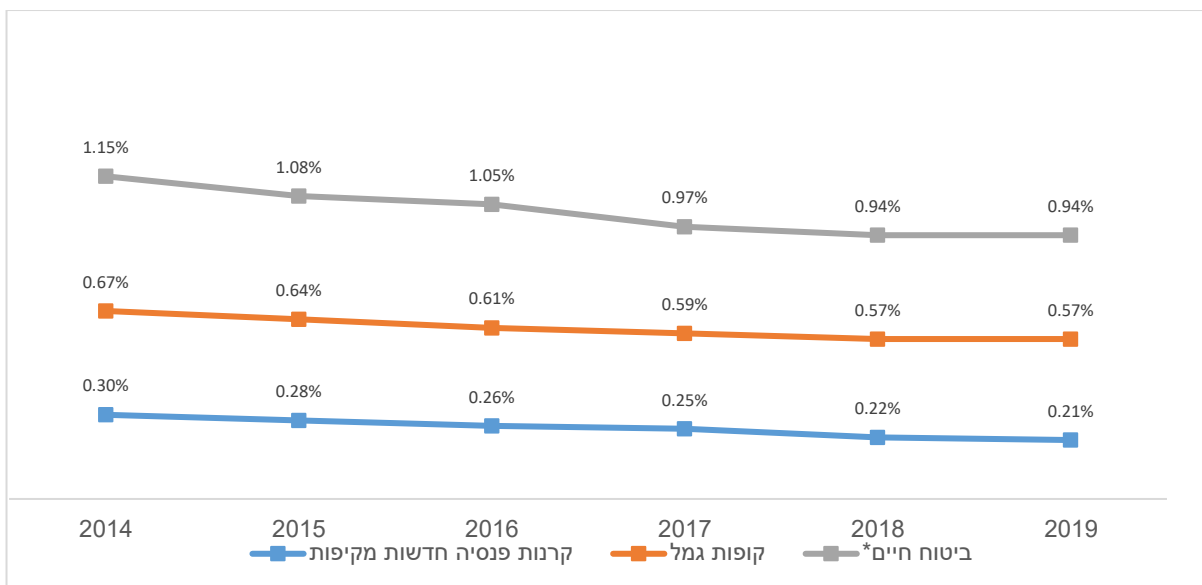
#### 4. דמי הניהול וההוצאות הישירות

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:

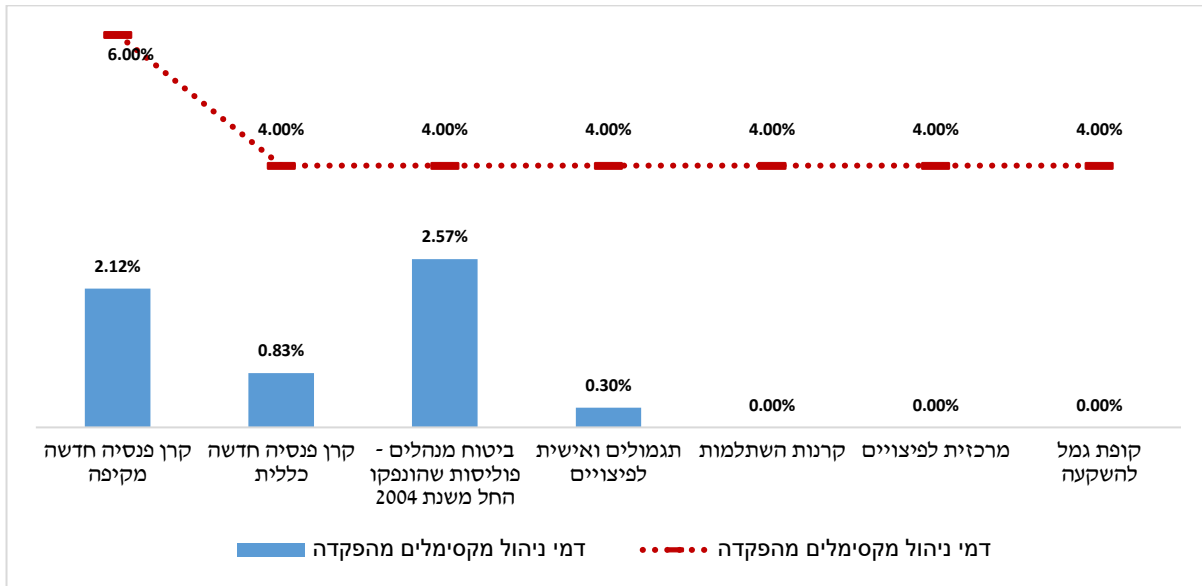
##### 4.1.1 דמי ניהול ממוצעים מהצבירה בשנת 2019 לפי סוג מוצר:



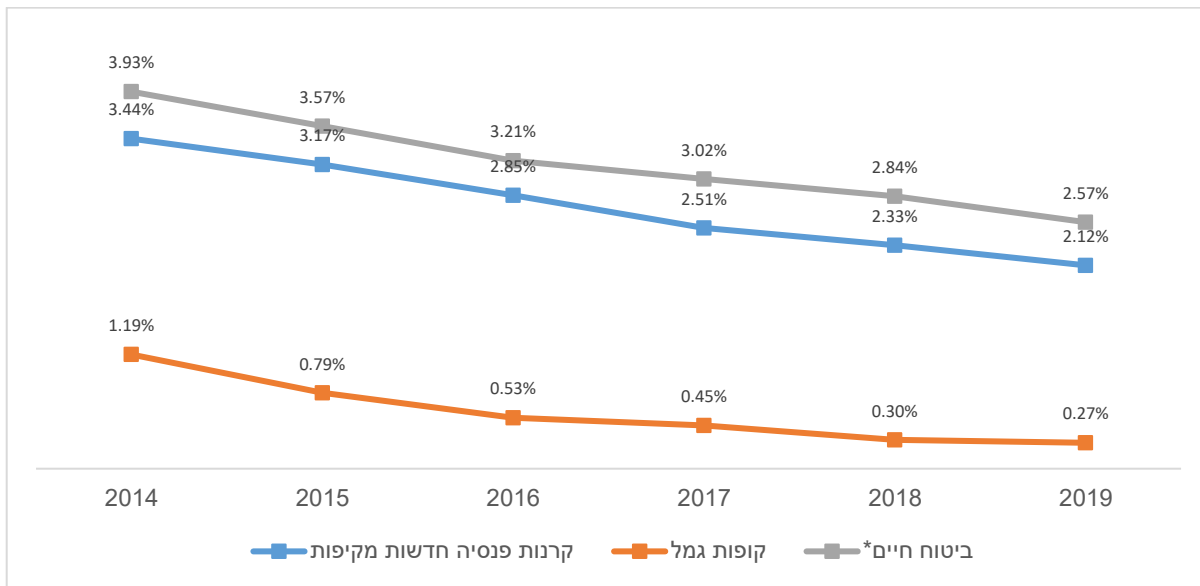
##### 4.1.2 שיעור דמי הניהול הממוצעים מהצבירה מתוך נכסי הגופים המוסדיים בשנים 2014-2019:



**4.1.3 דמי ניהול ממוצעים מהפקדה בשנת 2019 לפי סוג מוצר:**



**4.1.4 שיעור דמי הניהול הממוצעים מהפקדה בשנים 2014-2019:**



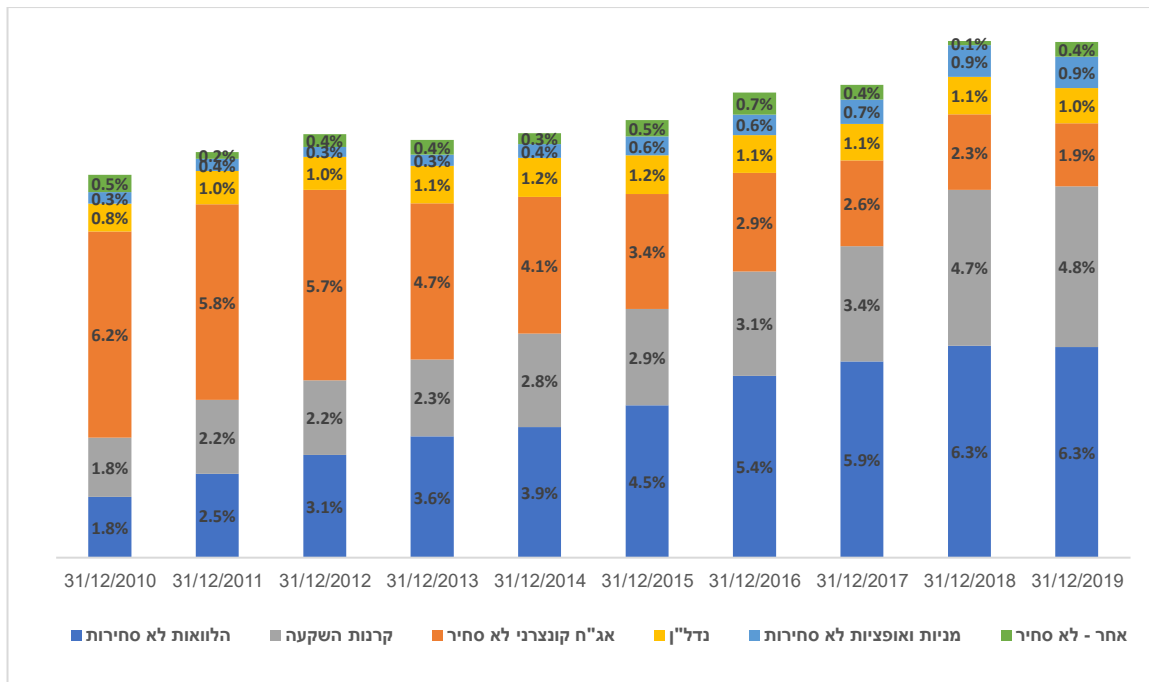
בשנים האחרונות חלה ירידה בדמי הניהול המוגדרים כשיעור מהצבירה או שיעור מההפקדה והם נמצאים הרבה מתחת לתקרות דמי הניהול שקבעה הרשות. יחד עם זאת, במונחים אבסולוטיים, בגלל העלייה המשמעותית בהיקף הנכסים המנוהלים בענף, נראה ששיעורי הרווחיות בו לא נשחקו.

**3.2 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:<sup>71</sup>

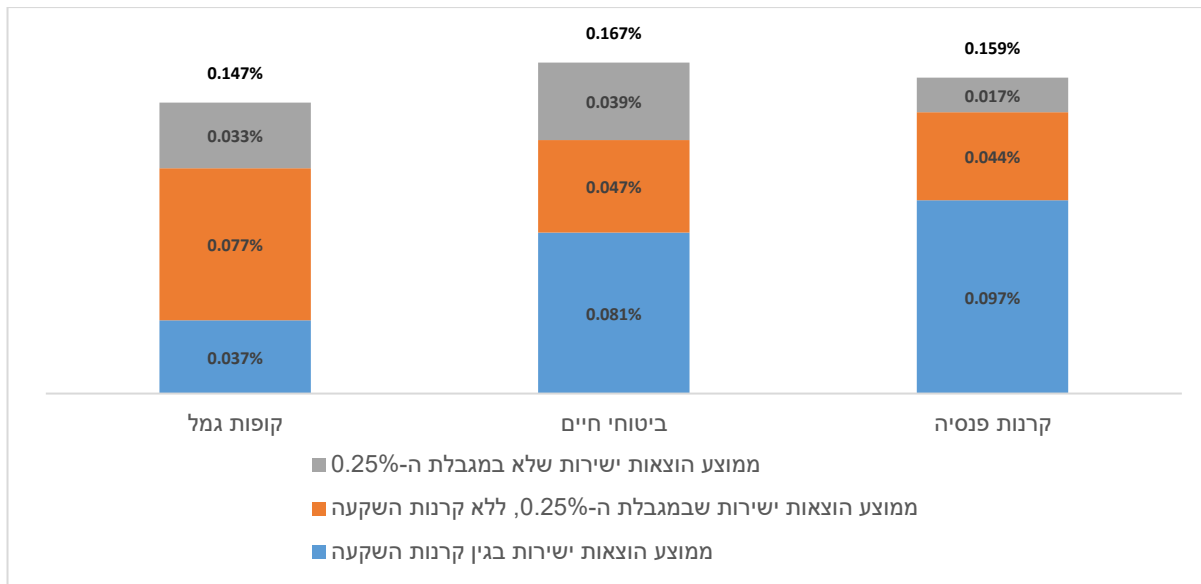
<sup>71</sup> לא סחיר - תעודות חוב מסחריות, אג"ח קונצרניות, מניות, קרנות השקעה, כתבי אופציה, Forward, Swap, אופציות, מוצרים מובנים, הלוואות פרטיות וזכויות מקרקעין.





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 ושללא 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 היא 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.<sup>72</sup>

#### 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.

<sup>72</sup> 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.

5.1.2

שיעור ההפרשה לפנסיה

בציילה 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:

צ'ילה	ישראל		
11.20%	6%	שיעור הפרשת עובד שכיר	
1.20%	6.50%	לפנסיה	שיעור הפרשת המעסיק
	6%	לפיצויים	

ניתן לראות כי שיעור ההפרשה הכולל לפנסיה מהשכר בישראל (18.5%) גבוה משיעורו בציילה (12.4%), כאשר השוני העיקרי הוא בפיצול הפנימי בין העובד והמעסיק: בישראל החלק שהעובד מפריש לפנסיה נמוך יותר מזה שמפריש עבורו המעסיק, בהשוואה לעובד בציילה 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. בציילה נהוג מנגנון פחות נפוץ שלפיו דמי הניהול נגבים כשיעור משכר העובד. עמלות ניהול חיצוני המשולמות לצדדים שלישיים מושתות על החוסכים, אך בניגוד לישראל, גם בציילה וגם בניו זילנד, לא קיימת מגבלה ישירה על שיעורן.

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

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

<sup>73</sup> המספר מתייחס לקרנות הפנסיה המקיפות החדשות וכולל את דמי הניהול לסוגיהם וההוצאות.

בעוד שבניו זילנד לא קיימת מגבלה כמותית בדבר שיעור ההוצאות שניתן להשית על העמיתים בגין ניהול השקעות ע"י צדדים שלישיים, בצילה 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	צילה	ישראל	
X	✓	✓	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	X	X	האם עלויות דמי משמרת (קסטודיאן) מוגבלות?

## 5.2 דמי ניהול במדינות אחרות עולם

### 5.2.1 דמי ניהול מהצבירה – שכיחות בעולם

סקירה שפרסם ה-IPOS<sup>74</sup> 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 נידוד, 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 – בגאנה - 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 וטורקיה ובריטניה הטילו מגבלות על סך העלויות המושטות 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.<sup>75</sup>

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.

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

<sup>75</sup> [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.<sup>76</sup>

<sup>76</sup> [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 אינה מפוקחת.

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), הנוצרים הם בשיעור של 20% מהתשואה של הקרן.<sup>78</sup>

ניתן לחלק את קרנות ההשקעה (PE) לכמה סוגים עיקריים:

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;

<sup>77</sup> 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](https://www.regjeringen.no/contentassets/7fb88d969ba34ea6a0cd9225b28711a9/evaluating_doskelandstromberg_10012018.pdf)

<sup>78</sup> לעתים 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). Cyclicalities, Performance Measurement, and Cash Flow Liquidity in Private Equity. Journal of Financial Economics, 122(3), 521-543.

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:<sup>79</sup> 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).<sup>80</sup>

### תשואות ממוצעות בהשוואה למדדי ייחוס

הספרות בנושא זה רחבה ביותר (ראה סיכום ומראי מקומות רבים בפרק א'). D&S (ראה הערה 77), 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.<sup>81</sup> קרנות ההון סיכון הציגו ביצועים טובים מאוד בשנות ה-90 אך ביצועים נמוכים יחסית אחרי התפוצצות בועת ה-dot.com בשנת 2000.<sup>82</sup> 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.<sup>83</sup> 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 2017-2020, 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.<sup>84</sup> 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 Buyout.<sup>85</sup> 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.

<sup>79</sup> 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.

<sup>80</sup> 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).

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

<sup>82</sup> Kaplan, S. N., & Sensoy, B. A. (2015). Private Equity Performance: A Survey. Annual Review of Financial Economics, 7(1), 597-614.

<sup>83</sup> [Private Investments, AMAC Private Investments Subcommittee, September 2020, Cambridge Associates](#)

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

<sup>85</sup> [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 לשווה 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. השוואת בין הרביע העליון של קרנות ההון-סיכון האמריקאיות לבין הרביע התחתון מומחשת בלוח הבא:<sup>86</sup>

### 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 באיזו מידה יש למשקיע מוסדי ישראלי גישה (Access) לקרנות השקעה מהרביע העליון (ישירות או באמצעות מתווכים, ראה פרק א').

## עקביות (Persistence) בביצועי קרנות PE

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

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

א', הערה 21). ככל שתופעה זו קיימת, שאלת הגישה של משקיעים מוסדיים ישראלים לקרנות בעלות הביצועים הטובים הופכת להיות מרכזית יותר.

### יציבות פיננסית ופיזור סיכונים

סקירה של ה-European Central Bank, הבנק המרכזי האירופאי, (ה-ECB), דנה בסוגיית ההשלכות של קרנות PE ליציבות הפיננסית. הדיון מתמקד בקרנות Buyout, המהוות, במונחי שווי (נכון לדצמבר 2019) כשליש מקרנות ה-PE בעולם.<sup>87</sup> 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.<sup>88</sup> 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 שהם בייצוג חסר בשווקי המניות הסחירים ובגלל הצטמצמות של שוקי המניות הסחירים באופן כללי ובארה"ב בפרט. עם זאת, ובהסתייגות שיש קשיי מדידה ניכרים הנובעים מכך שקרנות השקעה פרטיות אינן מדווחות על תשואותיהן באופן תדיר כנהוג בשוקי מניות סחירים, נראה שלתשואות הקרנות יש מתאם ("ביטא") גבוה עם שוקי מניות סחירים. (ראה דיון מפורט בנושא זה ב-D&S, וכן דיון בנושא זה בפרק א' ובהערה 19).

### 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 23, 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 – בדרך כלל, מדד מניות מרכזי, המהווה השקעה אלטרנטיבית שאפשר היה לבצע באותם סכומים ובאותם מועדים.<sup>89</sup> אם יחס ה-PME גבוה מאחת, השקעה בקרן הניבה תשואה גבוהה יותר מהשקעה אלטרנטיבית במדד הייחוס (לדוגמה, מדד ה-S&P 500). ניתן לתרגם את מדד ה-PME גם למונחי תשואה עודפת שנתית המכונה Direct Alpha, נושא שידון גם הוא בפרק הבא.

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

<sup>88</sup> 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), 521–543. 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.

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

פרק זה בוחן את ביצועי מסלולי ההשקעה הכלליים<sup>91</sup> 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, יתרונות וחסרונות של ניהול השקעות פסיבי (עוקב מדדים) לעומת ניהול השקעות אקטיבי, ומידת תרומתן של קרנות ההשקעה הלא סחירות לביצועי תיקי החיסכון הפנסיוני. יחד עם זאת, אין כוונה להכריע בפרק זה באופן חד משמעי בשתי השאלות - שתיהן שנויות במחלוקת במשך שנים רבות בספרות המדעית – אלא להציג נתונים אמפיריים הנוגעים לתוצאות ההשקעה בפועל של גופים מוסדיים ישראלים. התוצאות עקביות עם הספרות: נראה שהשקעה עוקבת מדדים סחירים (או "פסיבית"<sup>92</sup>) היא אלטרנטיבה שראוי לשקול כאמצעי חיסכון זול יחסית ויעיל, במקביל לניהול השקעות אקטיבי; באשר לשאלה השנייה, נראה שהשקעה בקרנות השקעה פרטיות איננה נוסחת קסם, וההחלטה אם יש לכלול השקעה כזו בתיקי החיסכון הפנסיוני איננה מובנת מאליה. יש שיקולים לכאן ולכאן, וגם בחירה זו מן הראוי להביא בפני החוסך.

לצורך אמידת ביצועי מסלולי ההשקעה הפנסיוניים בישראל נאספו נתוני התשואות החודשיות והרכב הנכסים של כל מסלולי ההשקעה הכלליים בתחומי הגמל, הפנסיה, ביטוחי החיים הישנים וביטוחי החיים החדשים בשנים 2008 - 2019. 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), של מוצרי החיסכון הפנסיוניים. 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.<sup>93</sup>

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 פסיבי המורכב מארבע קרנות סל בלבד היה משיג בעשור האחרון תשואות שהן קרובות מאוד לאלה של תיק חיסכון פנסיוני טיפוסי המורכב מאלפי נכסים ומנוהל בצורה אקטיבית. בעוד שקיימת אלפא ברוטו חיובית וקטנה לתיק האקטיבי – שעשויה להיווצר מחשיפה לגורמי סיכון נוספים, שאינם נכללים בניתוח האמפירי מעבר לארבעת מדדי הייחוס – ערכי האלפא נטו, בניכוי דמי הניהול, קרובים לאפס ובחלק מהמוצרים אף שליליים. 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 בערכי האלפא הנמדדים 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

<sup>90</sup> הניתוחים האמפיריים המופיעים בפרק זה נעשו על ידי המחלקה הכלכלית של רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון.

<sup>91</sup> 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.

<sup>92</sup> המונח "פסיבי" מתייחס לכך שהשקעה כזו לא מתבצעת באמצעות בחירת נכסים פיננסיים ספציפיים (כגון, מניות בודדות), ואיננה מבוססת על ניסיון לתזמן את השוק (market timing). יחד עם זאת, גם בהשקעה מסוג זה ייתכנו שינויים בהרכב הנכסים, או סוגי הנכסים, שהקרן מחזיקה על פני זמן (asset allocation).

<sup>93</sup> Berk, J. B., & Van Binsbergen, J. H. (2015). Measuring Skill in the Mutual Fund Industry. Journal of Financial Economics, 118(1), 1-20.

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.<sup>94</sup>

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 2000 עד 2019 (תאריכים וסכומים מדויקים), וכן את השווי הנכסי הנקי (NAV) של כל קרן השקעה נכון ליום האחרון של שנת 2019.<sup>95</sup> נתונים אלה משמשים לחישוב ערך ה-Public Market Equivalent (PME) עבור כל קרן, אינדיקטור לתשואה העודפת שהשיגה קרן ההשקעה מעבר לביצועי מדד השוואה סחיר.<sup>96</sup>

הניתוח מראה כי קרנות ההשקעה המנייתיות (קרנות PE מסוג Buyout, קרנות הון סיכון וקרנות השקעה פרטיות אחרות) השיגו, בממוצע, תשואה הגבוהה במקצת ממדד ת"א 125, ותשואה נמוכה ממדד ה-S&P 500. מדדים אלה נבחרו כמדדי ייחוס משום שהם מדדים טבעיים וזמינים עבור משקיעים ישראלים – מדד המניות המקומי המרכזי, ומדד המניות החשוב בעולם. נבחנו גם מדדי ייחוס אחרים כגון מדד הראסל 2000 המכיל מניות קטנות יחסית ולכן מהווה מדד השוואה טבעי לקרנות PE, מדד ה-NASDAQ שהוא עתיר חברות טכנולוגיה ועשוי להיות מדד ייחוס מתאים להשקעות הון סיכון, וכן מדדי מניות בינלאומיים שספק אם הם מדדי הייחוס הרלוונטיים (כגון MSCI AC ו-MSCI WORLD).<sup>97</sup> ככלל, אופי התוצאות איננו תלוי בבחירת מדד ייחוס זה או אחר – בממוצע, קרנות ההשקעה המנייתיות שבהן השקיעו גופים מוסדיים ישראלים פיגרו אחרי שני מדדי המניות המרכזיים בארה"ב (ה-S&P 500 וה-NASDAQ), השיגו תשואה דומה לזו של מדד הראסל 2000, והשיגו תשואה העולה במעט על זו של מדדי מניות מחוץ לארה"ב, שעלו בשיעורים נמוכים יחסית לאלה של מדדי מניות בארה"ב בעשור האחרון. גם קרנות החוב לא השיגו תשואה עודפת משמעותית מול מדדי הייחוס הרלוונטיים המייצגים חוב חברות סחיר בסיכון גבוה. מובן שממוצעים אלה משקפים שונות רבה (בין קרנות ועל פני זמן), ושהיו קרנות השקעה שהניבו תשואות גבוהות מאד למשקיעים בהן. בנוסף, אין להסיק מממצאים אלה שהשקעה באפיק זה כולו איננה רצויה – ייתכן בהחלט שיש ערך בהשקעה כזו, למשל מסיבות של פיזור סיכון (ראה דיון בפרק א' ובפרק ג'), או מתוך תקווה להשיג בהדרגה גישה למנהלי קרנות מובילים. עם זאת, חשוב לציין כי תשואה שוות ערך, או דומה, לזו של מדד ייחוס מרכזי סחיר איננה תוצאה רצויה להשקעה בנכס לא נזיל הכולל, בדרך כלל, מספר קטן יחסית של חברות קטנות וממילא מסוכנות, בהשוואה למדדי מניות מרכזיים המפוזרים על פני ענפים רבים ומורכבים ממספר גדול של חברות. לבסוף, ראוי לציין שקרנות ההשקעה הישראליות לסוגיהן 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.<sup>98</sup>

<sup>94</sup> מכיוון שתיק חיסכון עוקב מדדים (פסיבי) היה נושא בעלויות קבועות מסוימות (כגון, עלויות תפעול, הפצה, מחשוב וכיו"ב), ייתכן שערך האלפא נטו של תיק כזה היה קטן מאפס (האלפא ברוטו של תיק כזה, בהגדרה, תהיה שווה לאפס). אין בידי הוועדה אומדים מבוססים של עלויות אלה. ראה דיון בנושא זה בהמשך.

<sup>95</sup> הנתונים מן העשור הראשון של האלף הנוכחי מעטים יחסית, רב ההשקעות נעשו בעשור האחרון.

<sup>96</sup> Kaplan, S. & Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *Journal of Finance*, 60(4), 1791–1823.

<sup>97</sup> מדדים אלה מורכבים ממניות של חברות גדולות, כשמדד ה-MSCI AC כולל בתוכו גם שווקים מתעוררים. למרות שמדד זה משמש לעתים כמדד ייחוס להשקעות של גופים מוסדיים ישראלים בחו"ל, ספק אם הוא מתאים כמדד ייחוס להשקעות PE ו-VC.

<sup>98</sup> Morkoetter, S. & Schori, T. (2021). Home Bias and Local Outperformance of Limited Partner Investments: Evidence from Private Equity Fund Manager Selection. Available on SSRN: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3810468](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3810468).

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 ברובו המכריע 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 הושוו תשואות מסלולי ההשקעה (בניכוי עלויות האחזקה של תעודות הסל העוקבות אחריהם) נאספו ממקורות המידע הבאים:

טבלה 1 - מדדי הייחוס אשר שימשו לחישוב ערך האלפא:

Ticker	תאריך הקמה	ETF	מדד ייחוס
KSMF74 <sup>99</sup>	04/11/2018	קסם ETF ת"א 125	ת"א 125
KSMF41 <sup>100</sup>	21/10/2018	קסם ETF תל בונד 60	תל בונד 60
KSMF58 <sup>101</sup>	07/10/2018	קסם ETF שקליות ממשלתיות	אג"ח ממשלתי שקלי
KSMF42 <sup>102</sup>	01/10/2018	קסם ETF צמודות מדד ממשלתיות	אג"ח ממשלתי צמוד מדד
ACWX <sup>103</sup>	26/03/2008	iShares ACWI ex U.S. ETF	ACWI ex U.S.
SPY <sup>104</sup>	22/01/1993	SPDR S&P 500 ETF Trust	S&P 500 TR

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 שנבחנו עוד דרכים למדידת החשיפה לסיכון סיסטמטי, כגון חשיפה לחוב זר, חשיפה לנכסים לא סחירים, סיכונים 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).<sup>105</sup>

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

<sup>99</sup> [Kesem TA125 ETF – Bloomberg](#)

<sup>100</sup> [Kesem Tel Bond 60 – Bloomberg](#)

<sup>101</sup> [Kesem Non-linked Fixed Interest – Bloomberg](#)

<sup>102</sup> [Kesem CPI-Linked Fixed Interest Government Bonds - Bloomberg](#)

<sup>103</sup> [iShares MSCI ACWI ex U.S. ETF – Bloomberg](#)

<sup>104</sup> [SPDR S&P 500 ETF Trust – Bloomberg](#)

<sup>105</sup> גופים מוסדיים ישראלים יכולים לבחור בין תעודות סל המונפקות במדינות שונות. באלה שמונפקות בארה"ב יש לעתים ניכוי מס במקור על דיבידנדים; שיקול זה נלקח בחשבון בהשוואת דמי הניהול האפקטיביים של תעודות שונות.

טבלה 2 - ביצועי מדדי הייחוס על פני זמן : (במונחים חודשיים)

2008-2019		2017-2019		2014-2016		2011-2013		2008-2010		
תשואה ממוצעת	סטיית תקן	תשואה ממוצעת	סטיית תקן	תשואה ממוצעת	סטיית תקן	תשואה ממוצעת	סטיית תקן	תשואה ממוצעת	סטיית תקן	
										מניות
0.80%	3.87%	0.93%	3.09%	1.03%	3.19%	1.24%	3.35%	-0.04%	5.45%	S&P 500 שקלי
0.44%	4.45%	0.73%	3.08%	0.20%	3.10%	0.01%	3.54%	0.81%	7.04%	125 ת"א
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%	60 תל בונד
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 (שמדיניות ההשקעה שלהם איננה מוגבלת) במוצרי הגמל (כולל השתלמות), פנסיה, ביטוחי חיים ישנים וביטוחי חיים חדשים בכלל הגופים המוסדיים (כולל קופות וקרנות מפעילות) 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 <sup>106</sup>
102	-	-	-	- קרנות פנסיה (מקיפה וכללית) Pension

הטבלה מתייחסת למסלולים הכלליים 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.

<sup>106</sup> התוצאות אינן שונות באופן מהותי אם משמיטים את קרנות ההשתלמות מן המדגם.

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 (מיליוני ₪)	
ממוצע	סטיית תקן	חציון	מהפקדות	מנכסים	ממוצע לתחילת החודש	
<b>2010 - 2008</b>						
0.53%	2.65%	1.14%	0.00%	0.12%	10,635 ₪	קרן י' הישנה
0.56%	2.67%	1.25%	5.83%	0.10%	1,163 ₪	קרן י' החדשה
0.50%	2.89%	1.06%	0.00%	0.09%	562 ₪	גמל
<b>2011 - 2013</b>						
0.49%	1.62%	0.71%	0.00%	0.13%	14,438 ₪	קרן י' הישנה
0.45%	1.53%	0.65%	5.21%	0.10%	2,562 ₪	קרן י' החדשה
0.35%	1.40%	0.36%	0.07%	0.07%	983 ₪	גמל
<b>2014 - 2016</b>						
0.34%	1.31%	0.38%	0.00%	0.15%	20,135 ₪	קרן י' הישנה
0.31%	1.29%	0.36%	4.11%	0.09%	5,164 ₪	קרן י' החדשה
0.28%	1.10%	0.21%	0.12%	0.05%	1,747 ₪	גמל
<b>2017 – 2019</b>						
0.55%	1.09%	0.74%	0.00%	0.18%	23,146 ₪	קרן י' הישנה
0.50%	1.09%	0.68%	3.60%	0.09%	7,924 ₪	קרן י' 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
<b>2008 - 2019</b>						
0.48%	1.80%	0.69%	0.00%	0.14%	16,812 ₪	קרן י' הישנה
0.45%	1.76%	0.66%	4.69%	0.09%	4,203 ₪	קרן י' 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:

1. קרנות פנסיה: דמי ניהול מצבירה ומהפקדה.
2. קופות גמל: דמי ניהול מצבירה והחל משנת 2016 ייתכנו גם דמי ניהול מהפקדה בשיעור נמוך.
3. קרן י' הישנה: דמי ניהול מצבירה ודמי ניהול משתנים על בסיס ביצועים (תשואה גולמית).
4. קרן י' החדשה: דמי ניהול מצבירה ומהפקדה.

בחישוב ערך האלפא נטו נוכח כלל דמי הניהול, חישוב דמי הניהול הכוללים החודשיים נעשה כך:

$-f_i^{it}$  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 מנכסים 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:<sup>107</sup>

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

<sup>107</sup> 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.



### 3. נטרול אגרות החוב המיועדות במסלולי הפנסיה

במסגרת הניתוח האמפירי נכללו מסלולי הפנסיה הכלליים בשנים 2019 – 2017 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. תשואות 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.

### 5. 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 חודשית, 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 חודשית, 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%

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 הנכללים ברגרסייה :

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 <sup>2</sup>	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 <sup>2</sup>	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 - 2014 – 2016

	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 <sup>2</sup>	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 - 2017 – 2019

	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 <sup>2</sup>	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: \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

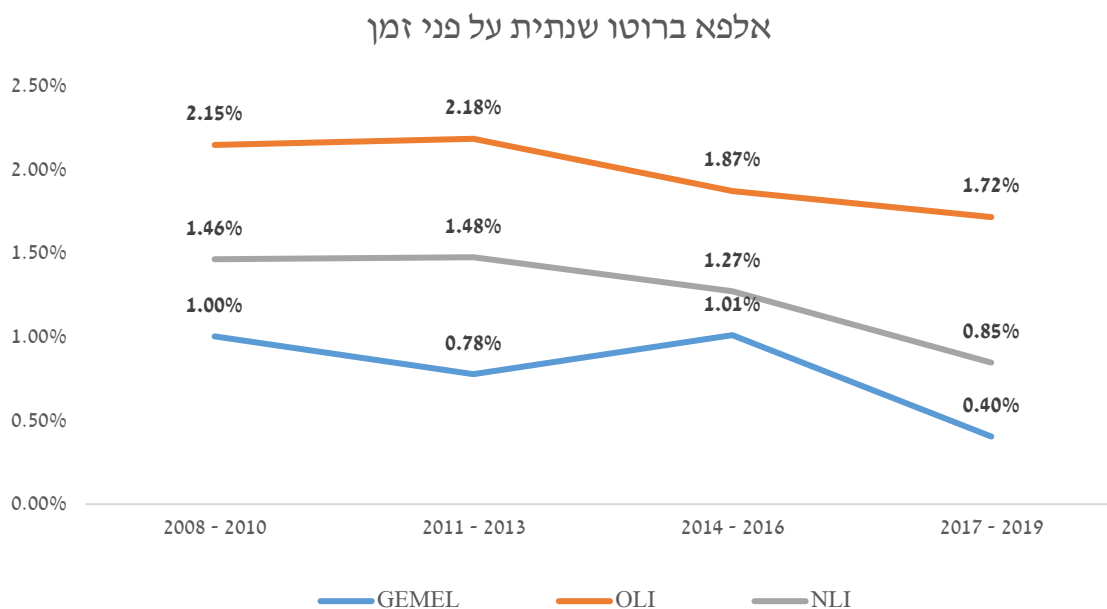
ראשית, ניתן להסביר יותר מ- 90% משונות תשואות מוצרי החיסכון על ידי ארבעה גורמי סיכון בלבד. משמעות הממצא הזה היא שניתן לשחזר בקירוב טוב באמצעות מספר קטן של תעודת סל סחירות את התנהגות התשואות במסלולים מרובי הנכסים המנוהלים אקטיבית. שנית, כאשר בוחנים את ערך האלפא ברוטו על פני זמן במוצרים השונים רואים כי באופן עקבי ביטוח החיים הישנים, הכוללים דמי ניהול משתנים, השיגו ערך גבוה משמעותית מזה של שאר מוצרי החיסכון.<sup>108</sup> שלישית, ניתן לראות כי בכלל מוצרי החיסכון, גם כאשר התקבלה אלפא חיובית, סטיות התקן גדולות, כך שברוב המקרים ערך האלפא אינו שונה במובהק מאפס.

<sup>108</sup> תוצאה דומה מופיע גם במאמר:

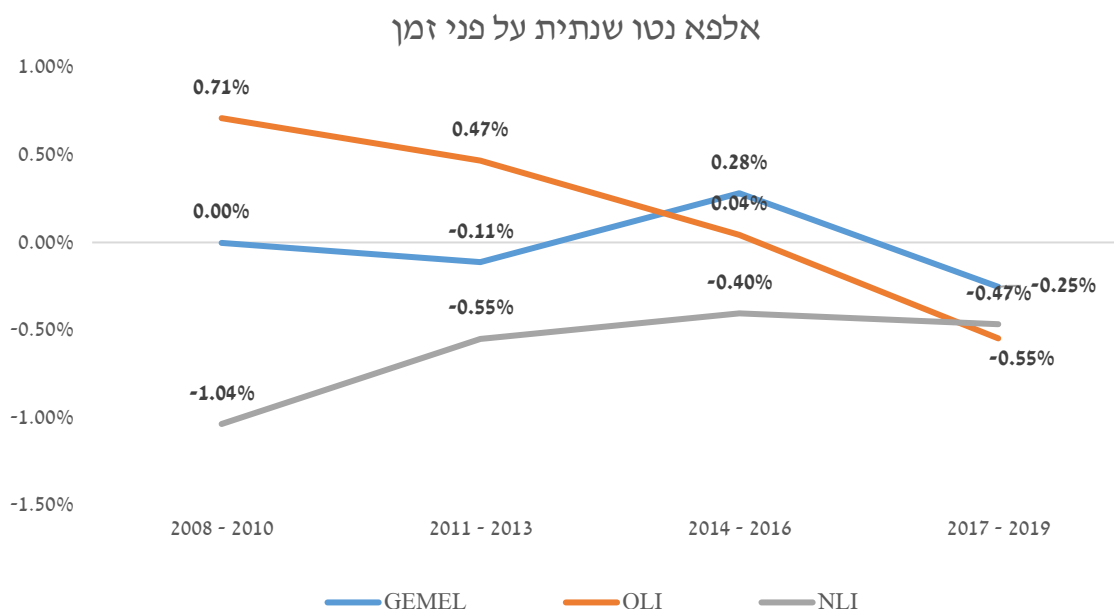
Hamdani, A., Kandel, E., Mugerman, Y., and Yafeh, Y. (2017). Incentive Fees and Competition in Pension Funds: Evidence from a Regulatory Experiment. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(1), 49-86.

באשר לערך האלפא נטו, לאחר הפחתת דמי הניהול, מתקבלים ערכים שליליים בתת-התקופה אחרונה על פני כל מוצרי ההשקעה. בנוסף, כפי שניתן לראות בתרשים 3.א יש ירידה בערך האלפא ברוטו על פני זמן; לגבי ערכי האלפא נטו על פני זמן (תרשים 3.ב), 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



### תרשים 3.ב – 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.

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 (מצבירה לקצבה) 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 2017 - 2019

מספר תצפיות	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	סה"כ נכסים לא סחירים
93	1.58	1.00	7.32	1.52	0.05	0.00	קרנות השקעה זרות
93	1.01	0.75	4.07	1.32	0.07	0.00	קרנות השקעה ישראליות
93	0.21	0.06	1.04	0.00	0.00	0.00	נדל"ן
93	5.04	3.51	18.88	6.63	0.40	0.00	הלוואות
93	2.40	2.30	10.95	3.71	1.70	0.00	מניות ואג"ח לא סחירים
קרן י' החדשה							
8	10.51	14.57	37.13	18.21	11.84	6.96	סה"כ נכסים לא סחירים
8	2.00	2.01	6.24	2.79	1.53	0.60	קרנות השקעה זרות
8	0.73	1.48	2.73	1.89	1.49	0.99	קרנות השקעה ישראליות
8	1.15	2.16	3.94	2.58	2.42	1.66	נדל"ן
8	6.72	5.64	19.97	8.07	3.58	0.94	הלוואות

מספר תצפיות	מספר תצפיות	ממוצע	מקסימום	האחוזון ה-75	חציון	האחוזון ה-25	מינימום	
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.

#### 8. עד כמה ההשקעה בנכסים לא סחירים תורמת להסבר השונות בערכי האלפא?

את הממצא שערכי האלפא ברוטו 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, ברוטו, לבין שיעור ההשקעה בנכסים לא סחירים, נאמד מודל הרגרסיה הבא:

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

- $\alpha_{it}$  – 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.
- $Product_i$  – Fixed effect – לסוג מוצר ההשקעה (גמל, פנסיה, קרן י' הישנה וקרן י' 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 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.<sup>109</sup> 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 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.

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 <sup>2</sup>	0.487	0.519	0.518

Standard errors, clustered at the fund level, in parentheses.

\*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

<sup>109</sup> השוואה של מקדמי הרגרסיה של משתנה הדמי לביטוחי החיים הישנים (OLI) בטור 1 ובטור 2 (שבו נכלל משתנה 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).



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

האם קיימת עקיבות בערך האלפא המושג על ידי המנהלים השונים בתקופות שונות? האם מנהלים מצליחים לייצר ערך אלפא חיובית על פני זמן? אם המנהלים בתחום הגמל מחולקים לשלושונים על פי ערכי האלפא שלהם, ניתן לבדוק את ההסתברות שמנהל ידורג בשלישון מסוים בתקופה  $1+t$  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).<sup>110</sup>

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

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 – 2016 – 2014

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 – 2019 – 2017

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

טבלה 9.א – עקיבות באלפא ברוטו בין התקופות 2008 – 2010 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

<sup>110</sup> 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).

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

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.

#### 10. 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 פרופ' 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?<sup>111</sup> בדומה לארה"ב, גם בישראל, ביצועי קרנות הנאמנות נבדקו בתקופות שונות ותועדו, בממוצע, ביצועי חסר בהשוואה למדדי הייחוס. ברק ולאורבך (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).<sup>112</sup> 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 מינוס 2% למינוס 5% בשנה בחישובים שונים לסוגי קרנות שונים).<sup>113</sup> 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

<sup>111</sup>Gruber, 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.

<sup>112</sup> ברק, רוני ולאורבך, בני (2002). ביצועי קרנות הנאמנות בישראל. הרבעון לכלכלה, 49(3), ע"מ 515-533.

<sup>113</sup> בראל, משה וואהל, אבי (2012). ביצועי קרנות הנאמנות בישראל. 2003-2008. הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל אביב, דו"ח מחקר 18/2012.

מאפס, או שהיא שלילית.<sup>114</sup> לא מפתיע, אם כך, שהשקעה פסיבית הפכה להיות פופולארית מאד בשווקים פיננסיים בישראל ובח"ל.

### 11. משמעות התוצאות

אין כוונה להכריע בפרק זה בוויכוח לגבי היתרונות והחסרונות של השקעה אקטיבית לעומת השקעה עוקבת מדדים (פסיבית). ככלל, נראה שבשווקים מפותחים (יעילים) ובמוצרים סחירים, הממצאים בספרות נוטים להעדיף השקעה פסיבית, בעוד שבשווקים פחות מפותחים (שווקים מתעוררים או שוקי אג"ח מסוימים) התוצאה פחות ברורה. כוונת הוועדה בניתוח המוצג בפרק זה היא להציג את האפשרות להשקעה עוקבת מדדים וזולה כאלטרנטיבה שצריכה לעמוד בפני כל חוסך גם בישראל. עד כמה תוכל קרן עוקבת מדדים להזיל עלויות? קרן כזו תוכל לחסוך בעלויות ניהול ההשקעות אבל תצטרך לשאת, כמו מסלולי חיסכון אחרים, בעלויות קבועות הנוגעות לתפעול, מחשוב וכיו"ב. ייתכן שאם הקרן תופעל על ידי גוף מוסדי זר עם היקף פעילות גדול מאד, ההוזלה תהיה משמעותית. ועד כמה תוכל קרן כזו להצליח? החישובים שהוצגו בפרק זה, והממצאים בעולם, מראים שעקיבה פסיבית אחרי מבחר גדול של מדדים – בפרק זה הוצגו תוצאות של עקיבה אחרי ארבעה מדדים בלבד - היא אלטרנטיבה ראויה להשקעה אקטיבית לחוסכים המעוניינים בכך.<sup>115</sup>

### 12. חישוב ערכי ה-PME של קרנות ההשקעה בישראל

כדי לקבל הערכה של התשואות שהושגו בהשקעות הגופים המוסדיים בקרנות ההשקעה פרטיות, מוצגות בניתוח זה תשואות עודפות של הקרנות בהשוואה למדדי ייחוס שונים, תוך שימוש במתודולוגיית ה-PME המקובלת בספרות האקדמית בנושא, על בסיס כל הנתונים הקיימים על השקעות אלה 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 שהוחזקו על ידיהם בין שנת 2000 ועד סוף 2019.<sup>116</sup> מסד הנתונים כולל הפרדה לקרנות ההשקעה לסוגיהן 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).

<sup>114</sup> 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, כשתשואות 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.

<sup>115</sup> גם אם ערכי האלפא נטו של מנהלי ההשקעות האקטיביים בישראל קרובים לאפס, אין הדבר מעיד בהכרח על העדר יכולת ניהול ("skill"). מאמר ידוע של Berk and van Vinsbergen מ-2015 מראה שקרנות נאמנות שמנהליהן מצליחים ליצר תשואה עודפת מושכות חוסכים נוספים וגדלות דבר המביא, בשילוב עם תפוקה שולית יורדת של מנהלי הקרנות, לכך שבסופו של דבר, בשיווי משקל, ערכי האלפא נטו הנצפים יהיו שווים לאפס. לפי הכותבים, אין להסיק מכך שמנהלי הקרנות חסרי יכולת ניהול. ראה

Berk, J. B., & Van Binsbergen, J. H. (2015). Measuring Skill in the Mutual Fund Industry. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 1-20.

לדין בשאלה באיזו מידה מסגרת הניתוח הזו מתאימה לשוק החיסכון הפנסיוני בישראל, שבחלקו, בביטוחי החיים למשל, תנועת החוסכים מוגבלת, ראה

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), 49-86.

<sup>116</sup> התוצאות אינן רגישות להשמטה/הכללה של חברה כזו או אחרת מבין השש.

## 12.1. 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 היוון ערכי התנועות הכספיות לפי תשואת מדד הייחוס. ערכי ה- PME חושבו ביחס לתשואת מדד ת"א 125 (ת"א 100 לפני כן), שהוא המדד הזמין ביותר למשקיעים ישראלים, וביחס למדד ה-S&P 500 (מתורגם לשקלים), שהוא מדד המניות העולמי המרכזי. בנוסף, חושבו ערכי PME בהשוואה למדדי מניות אחרים (מדד הראסל 2000 המייצג חברות קטנות, מדד ה-NASDAQ המייצג חברות טכנולוגיה, ושני מדדי מניות בינלאומיים, MSCI AC ו-MSCI WORLD). עבור קרנות השקעה פרטיות המתמחות בחוב (להלן, קרנות חוב) חושבו שלושה מדדי ייחוס, שניים מהם על בסיס Munday et al. (2018), והשלישי ביחס למדד נפוץ אחר לחוב בסיכון גבוה.<sup>117</sup> נלקחו בחשבון עלויות החזקת תעודות הסל העוקבות אחרי המדדים.<sup>118</sup> 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- 31.12.2019.
- $call(t)$  – תזרים שלילי (כגון: קניה ודמי ניהול) של קרן ההשקעה בזמן  $t$ .

על כן, כאשר  $PME > 1$  קרן ההשקעה השיגה ביצועים טובים משל מדד הייחוס. המדד איננו מאפשר לקבוע באופן אובייקטיבי איזה ערך של PME מספיק כדי להצדיק השקעה בקרן השקעה פרטית (לא נזילה ופחות מבוזרת בהשוואה למדד מניות מרכזי); החלטה זו משקפת את הטעמים והעדפות הסיכון של החוסך.

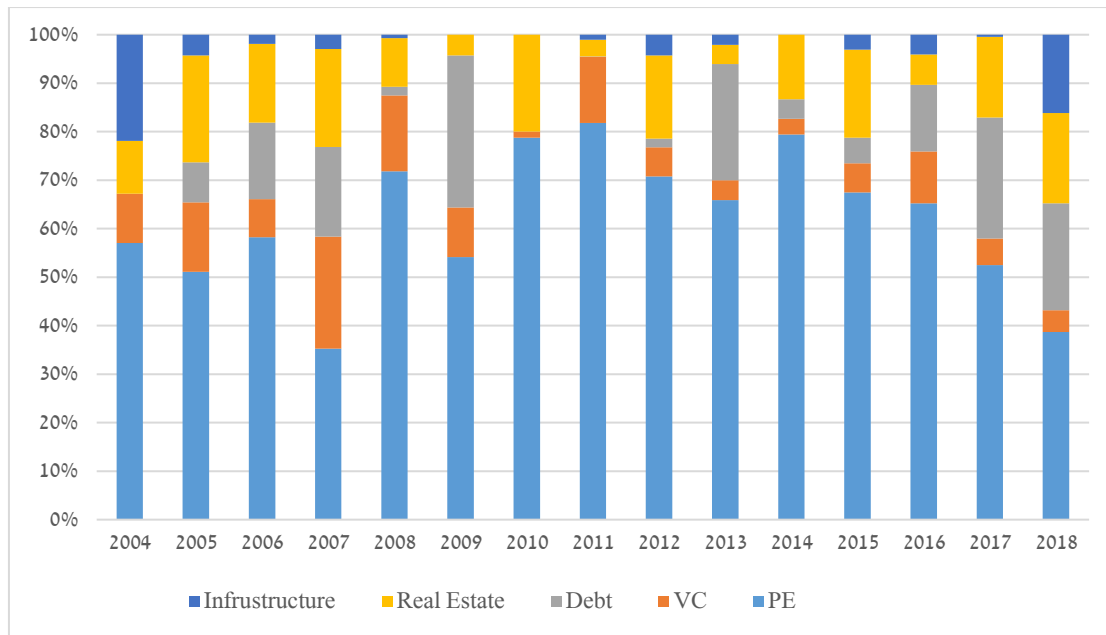
## 12.2 מדד ה- PME בהשוואה למדדי ייחוס שונים

מרבית קרנות ההשקעה שגופים מוסדיים ישראלים השקיעו בהן מתמקדות במניות. האיור מראה את התפלגות זרמי הכספים לסוגי הקרנות העיקריים, כאשר קרנות PE וקרנות הון סיכון הן מנייתיות בעליל, קרנות נדל"ן וקרנות תשתיות עשויות לכלול עירוב של חוב ומניות.<sup>119</sup>

<sup>117</sup> Munday, S., Hu, W., True, T. & Zhang, J. (2018). Performance of Private Credit Funds: A First Look. Journal of Alternative Investments (Fall), 31-51: Invesco Senior Loan ETF (S&P Leveraged Loan Index), iShares Bank of America High Yield Index (the index, not an ETF), iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF (not used in Munday et al.).

<sup>118</sup> לא נלקח בחשבון מיסוי על דיבידנדים מתעודות הסל משום שיש לגופים מוסדיים ישראלים אפשרות לבחור תעודות שהונפקו מחוץ לארה"ב שבהן אין ניכוי מס במקור. לגבי ההשקעות בקרנות ההשקעה הפרטיות, ככל שהיו ניכויים והחזרי מס, הם נלקחו בחשבון כשהופיעו בתנועות בחשבון הבנק של הגוף המוסדי המשקיע.

<sup>119</sup> האיור איננו כולל קרנות גידור והשקעות משותפות (co-invest) שהיקף ההשקעות בהן נמוכים יחסית.



היוון זרמי הכספים על פני תקופת המדגם כולה (כשגורם ההיוון הוא תשואת מדד תל אביב 125) מצביע על כך שכמעט 70% מסך ההשקעות באפיק זה הן השקעות מנייתיות במובהק (מתוכן, הרוב המכריע, 50% בקרנות PE, עוד 7% בקרנות VC והשאר בהשקעות מנייתיות אחרות), ו-10% הן השקעות המאופיינות בבירור כשהשקעות בחוב.

טבלה 14 מציגה את ערכי ה-PME המשוקללים מול מדדי ייחוס מנייתיים שונים לקטגוריות העיקריות של קרנות ההשקעה המנייתיות (ממוצעים פשוטים מייצרים תוצאות דומות): טבלה 15 מציגה ערכי PME לקרנות חוב מובהקות.

**טבלה 14 : ערכי PME לקרנות השקעה מנייתיות מול מדדי ייחוס שונים**

	NASDAQ	MSCI AC	MSCI WORLD	Russell 2000	SP 500	TA 125
PE Foreign N=337	0.86	1.11	1.10	1.02	0.96	1.09
PE Israel N=184	0.84	1.22	1.20	1.04	0.98	1.22
VC Foreign N=62	0.74	1.00	0.99	0.88	0.84	0.9
VC Israel N=167	0.71	1.12	1.09	0.93	0.86	1.12

**טבלה 15 : ערכי PME לקרנות חוב מול מדדי ייחוס שונים**

	INVECO Senior Loans <sup>121</sup>	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF	BofA High Yield Bond Index <sup>120</sup>
Debt Foreign N=73	1.05	0.97	0.93
Debt Israel N=7	N/A	1.11	1.08

כזכור, ערכי ה-PME הם יחסים בין תזרים המזומנים במשך כל חי הקרן בכל קטיגורית השקעה לבין תזרים אלטרנטיבי שהיה מתקבל אילו הושקעו אותם הסכומים באותם התאריכים במדד מניות סחיר. מהתוצאות בטבלאות 14 ו-15 ניתן להסיק מספר מסקנות עיקריות. ראשית, קרנות ההשקעה המנייתיות המוחזקות על ידי הגופים המוסדיים בישראל השיגו בממוצע תשואות נחותות ביחס למדדי מניות מרכזיים בארה"ב, ודומים לתשואות מדד הראסל 2000. בהשוואה למדדי מניות מחוץ לארה"ב שעלו בשיעורים נמוכים יחסית למדדי המניות האמריקאים, הושגו ערכי PME גבוהים מאחת (כאמור, אין אפשרות לקבוע באופן אובייקטיבי האם גבוהים מאחת במידה מספקת כדי להצדיק את אובדן הניזילות והסיכון הכרוך בהשקעה זו). שנית, ההשקעה בקרנות PE ישראליות הניבה, ככלל, תוצאות טובות יותר מאשר השקעות בקרנות PE זרות (ההבדל מובהק סטטיסטית). ההשקעה בקרנות הון סיכון הניבה תשואות נמוכות יחסית להשקעה בקרנות PE, אם כי גם בקטגוריה זו הקרנות הישראליות הניבו בדרך כלל תשואות גבוהות (במעט) מאלה של הקרנות הזרות. לבסוף, גם קרנות החוב לא ייצרו תשואות השונות משמעותית מאלה של מדדי הייחוס, כשגם בקטגוריה זו נראה שהקרנות הישראליות השיגו תוצאות העולות במעט על אלה של הקרנות הזרות. ייתכן שממצאים אלה מעידים על גישה יותר טובה של גופים מוסדיים ישראלים לקרנות השקעה מצליחות בישראל, בהשוואה לקרנות זרות.<sup>122</sup>

<sup>120</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLH0A0HYM2>

<sup>121</sup> <https://www.invesco.com/us-rest/contentdetail?contentId=144766b451c41410VgnVCM100000c2f1bf0aRCRD>

<sup>122</sup> הספרות המדעית בנושא זה איננה חד משמעית – קיימת טענה שהשקעות מקומיות של גופים מוסדיים (בארה"ב) מונעות מטעמים פוליטיים ולכן נוטות לייצר תשואות נמוכות; מאידך, נטען (על בסיס מדגם הכולל גם משקיעים מוסדיים מחוץ לארה"ב), שלמרות שקיימת הטיה לטובת השקעה בשוק המקומי (home bias), השקעות אלה הניבו תשואות טובות מהשקעות בקרנות השקעה פרטיות זרות. קיימת בספרות גם טענה שמשקיעים מוסדיים אינם מצליחים לבחור קרנות השקעה מוצלחות (יחסית לקבוצת התייחסות של קרנות דומות), בין אם הן מקומיות ובין אם הן זרות. ראה:

Hochberg, Y. & Rauh, J. (2013). Local Overweighting and Underperformance: Evidence from Limited Partner Private Equity Investments. *Review of Financial Studies*. 26(2), 403-451.

Morkoetter, S. & Schori, T. (2021). Home Bias and Local Outperformance of Limited Partner Investments: Evidence from Private Equity Fund Manager Selection. Available on SSRN: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3810468](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3810468).

Goyal, A., Wahal, S. & Yavuz, D. (2021). Picking Partners: Manager Selection in Private Equity. Available on SSRN:

## הרחבות לניתוח ודיון בשאלות נוספות

### קרנות ההשקעה שקשה לסווג כקרנות מנייתיות או קרנות חוב?

בקטגוריה זו נכללות קרנות נדל"ן וקרנות השקעה בתשתיות, וכן השקעות co-invest (השקעות משותפות של הגוף המוסדי יחד עם קרן פרטית בלי שהגוף המוסדי יהיה שותף פסיבי (LP) המשלם דמי ניהול לשותף המנהל, ה-GP). קרנות הנדל"ן, בממוצע, השיגו ערכי PME נמוכים מאחת מול מדדי המניות וערכי PME גבוהים מעט מ-1 מול מדדי החוב. קרנות ההשקעה בתשתיות השיגו ערכי PME הדומים לאלה של קרנות מנייתיות. השקעות co-invest השיגו, בממוצע, ערכי PME גבוהים מול מדדי הייחוס (המנייתיים) אולי כי יש בהם חיסכון בעלויות. במאמרם של 2021 Androv, Kraussl and Rauh נטען כי למרות שגופים מוסדיים רבים מצפים כי השקעות בקרנות תשתית יניבו תשואות ארוכות טווח ויציבות, המצב בפועל הוא שתזרים המזומנים המתהווה מהשקעות אלו דומה לתזרים המתקבל מקרנות השקעה מנייתיות, הן מבחינת התנודתיות והן מבחינת המחזוריות. אחת הסיבות לכך שהתנודתיות והמחזוריות של ההשקעה בקרנות אלה דומות לאלו המתקבלות מהשקעה בקרנות PE מנייתיות היא, לטענת הכותבים, החיפוש של הקרנות אחרי "exits" מוקדמים כדי להציג למשקיעים ערכי IRR גבוהים.<sup>123</sup>

### האם יש עדויות לניגודי עניינים בהשקעות בקרנות השקעה פרטיות?

לא נמצאו עדויות להבדלים משמעותיים בין ביצועי קרנות ההשקעה המוחזקות על ידי המוצרים השונים בכל גוף מוסדי. בפרט, השקעות ה"נוסטרו" הניבו תשואות הדומות לאלה של תיקי העמיתים וביטוחי 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 הבדלים באחזקות בקרנות השקעה בתיקים שונים של אותו גוף מנהל נובעים בעיקר מהבדלים בוותק התיקים. בנוסף לכך, ברירת המחדל היא פיצול ההשקעות בין הנוסטרו לעמיתים Pro Rata, כשכל סטייה מנוהלה 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.

### האם יש שיפור בתשואות (עקומת למידה) על פני זמן? האם התוצאות מושפעות מקרנות פעילות שלהן ערך נכסי מדווה (NAV) גדול מאפס?

באשר לעקומת הלמידה, אין מגמה ברורה בערכי ה-PME על פני זמן, כלומר אין הבדלים מהותיים בין קרנות שהוקמו בשנים מאוחרות בהשוואה לקרנות משנים מוקדמות במדגם הקרנות שבהן השקיעו גופים מוסדיים ישראלים (אם כי המדגם קטן בשנים הראשונות).

באשר לשאלה האם קרנות פעילות משפיעות על תוצאות האמידה, חלק גדול ממדגם הקרנות שלגבין התבצע הניתוח כולל קרנות שלהן ערך נכסי מדווה (NAV) גדול מאפס בסוף 2019, כלומר אלה קרנות "חיות" שערך ה-NAV המדווה שלהן משמש בחישובי ה-PME. במקרים כאלה לא ידועות עדיין התשואות שקרנות אלה תייצרנה במהלך חייהן, עובדה המעלה את השאלה האם ה-NAV המדווה הוא אמד בלתי מוטה לתשואות העתידיות המהוונות. אמפירית, אם קרנות פעילות (עם NAV גדול מאפס), מושמטות מן המדגם, ערכי ה-PME המחושבים (לקרנות השקעה מנייתיות) אינם משתנים באופן משמעותי בהשוואה לערכים שחושבו

[https://autopapers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3910494&dgcid=ejournal\\_htmlmail\\_governance\\_incentives\\_compensation\\_ejournal\\_abstractlink](https://autopapers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3910494&dgcid=ejournal_htmlmail_governance_incentives_compensation_ejournal_abstractlink)

<sup>123</sup> Andonov, A., Kraussl, R. & Rauh, J. (2021). "Institutional Investors and Infrastructure Investing," Review of Financial Studies. 34 (8) 3880–3934.

עבור המדגם המלא. הערכים ללא הקרנות הפעילות נמוכים במעט (למשל, ערך ה-PME הממוצע של כל קרנות ההשקעה המנייתיות שסיימו את חייהן מול מדד ה-S&P 500 הוא 0.9 בעוד שהערך המקביל לקרנות פעילות, עם NAV חיובי, הוא 0.96). במלים אחרות, הכללת הקרנות הפעילות בחישובים מעלה במעט את ערכי ה-PME הממוצעים, וודאי איננה גורעת מהם. עם זאת, חשוב לציין שהשפעת השמטת הקרנות הפעילות מן המדגם נובעת גם מכך שבמדגם בלעדיהן לא נעשה שימוש בערכי ה-NAV בחישובי ה-PME וגם מכך שקרנות חדשות יחסית מושמטות ממנו. מובן שאין דרך לדעת האם הקרנות הפעילות היום תייצרנה בעתיד תשואות טובות מאשר הקרנות שהיו בתיקי החיסכון של הגופים המוסדיים הישראלים בעבר.

הטענה שלפיה התשואות העתידיות של קרנות קיימות אינן משתקפות נכונה בערך הנכסים המדווח שלהן, תופעה המכונה J CURVE היא טענה חשובה, לאו דווקא מבחינת דיוק חישובי ה-PME. האם אכן ערכי ה-NAV המדווחים אינם אומדן בלתי מוטה לזרמי הכספים העתידיים של קרנות ההשקעה? הספרות המדעית איננה חד משמעית בנושא זה: כמה מאמרים טענו שה-NAV אומדן בממוצע נכון את זרמי הכספים העתידיים המהוונים של הקרנות; מחקרים אחרים מצאו שלקרנות עם ביצועי חסר יש תמריץ להציג ערכי NAV מוטים כלפי מעלה דווקא, בניגוד למשתמע מהטענה על קיומה של J CURVE<sup>124</sup>. על כל פנים, אם ה-NAV הוא אומדן מוטה ל-cash flows העתידיים של קרנות ההשקעה, עלולות להיות לכך השלכות לחישוב ערכי הפנסיה של חוסכים היוצאים לגמלאות, או מחלפים את הגוף המנהל את החיסכון שלהם (מבצעים ניוז), משום שחישוב ערכי החיסכון של חוסכים כאלה איננו נכון. יתר על כן, בעיה זו עלולה לגרום להעברת כספים (סבסוד) בין חוסכים שונים. הוועדה מציעה שהרשות המפקחת תבחן את הסוגיה הזאת ואת השלכותיה באופן מעמיק, במיוחד לאור המגמה של עלייה בהשקעה בנכסים לא סחירים ושאינם משוערכים באופן תכוף.<sup>125</sup>

#### מעבר לתשואות הנמדדות באמצעות ערכי ה-PME, האם יש לקרנות ההשקעה הפרטיות השפעה על פיזור הסיכון בתיק החיסכון?

כפי שנאמר בפרק א' ובפרק ג', ייתכן בהחלט שיש השפעה כזו, אך היא קשה למדידה. מחקרים רבים ניסו לאמוד את הסיכון של קרנות ההשקעה הפרטיות ואת המתאם בין התשואות שלהן לתשואות שווקים לנכסים סחירים ("ביטא"), ונאלצו להשתמש לצורך כך בכלים טכניים מורכבים. הסיבה לקושי נובעת מכך שתשואות הקרנות אינן מתעדכנות באופן תכוף ומשום שדיווחי התשואות שלהן אינם אחידים או מוסדרים. חשוב לציין שקרנות השקעה פרטיות מסייעות לפיזור הסיכון בתיק רק אם התשואה האמיתית שלהן איננה מתואמת, או מתואמת באופן נמוך, עם תשואת השווקים הסחירים. זה ייתכן, למשל, אם באמצעות קרנות השקעה פרטיות ניתן להחשף לענפים שקשה להחשף אליהם באמצעות שווקים סחירים (לדוגמה, חשיפה לחברות טכנולוגיה צעירות באירופה באמצעות קרנות הון סיכון אירופאיות משום שבשווקים הסחירים באירופה רשומות למסחר חברות טכנולוגיה מעטות יחסית). עצם העובדה שהתנודות בערכי קרנות ההשקעה הפרטיות אינן מעודכנות על בסיס יומי, אלא רק על בסיס רבעוני או אחר, איננה מביאה לירידה בסיכון של תיק ההשקעות.

<sup>124</sup> ראה למשל:

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

T. Jenkinson, W. Landsman, B. Rountree and K. Soonawalla (2019). Private Equity Net Asset Values and Future Cash Flows. *The Accounting Review*, forthcoming.

<sup>125</sup> בשיחה בעל פה עם חברי הוועדה, טען פרופ' LUDVIC PHALIPPOU מאוניברסיטת אוקספורד שתופעת ה-J CURVE הולכת ונעלמת ושקרנות השקעה היום נוטות לממן את השקעותיהן הראשונות באמצעות חוב.



סיכום הדיון בחישובי ה-PME: מה משמעות הממצאים? האם הם מפתיעים? האם משתמע מהם שהוועדה מתנגדת להשקעה בקרנות השקעה פרטיות?

הממצאים עולים בקנה אחד עם הממצאים האמפיריים לגבי תשואות קרנות השקעה פרטיות בחו"ל ביחס למדדי ייחוס. בממוצע, לקרנות PE מסוג Buyout, למשל, נתוני PME דומים, או עולים במעט, על מדדי ייחוס מקובלים (מדדי מניות אמריקאים).<sup>126</sup> בדרך כלל, ממוצעים כאלה מסתירים שונות משמעותית בין הקרנות הטובות ("הרבעון העליון") לקרנות הפחות טובות. כך גם בנתונים בישראל – יש שונות עצומה בביצועיהן של קרנות שונות. עם זאת, אם גופים מוסדיים ישראלים אינם מסוגלים להגיע לקרנות הטובות ביותר בחו"ל בהתאם לשיעורן באוכלוסיית הקרנות, סביר להניח שערכי ה-PME הממוצעים שיקבלו משקיעים מוסדיים ישראלים בהשקעותיהם באפיק זה יהיו נמוכים מן המדווח בעולם. אלה בדיוק הממצאים בפרק זה.

משמעות הממצאים איננה שאין להשקיע בקרנות השקעה פרטיות כלל. הוועדה רוצה להותיר בידי מנהלי ההשקעות בגופים המוסדיים את מלוא חופש הפעולה לבחירת ההשקעות, ולכך גם מכוונת ההמלצות – הגדלת הגיוון הקיים כיום. כאמור, גם אם ביצועי קרנות ההשקעה הפרטיות היו, בממוצע, דומים לאלה של השקעות במדדי מניות סחירים, יש שונות רבה מסביב לממוצע והיו, כמובן, קרנות השקעה פרטיות שהניבו תשואות מצוינות למשקיעים בהן. מעבר לכך, ניתן להשקיע באפיק הזה מטעמים של פיזור הסיכון, גם אם קשה למדוד את האפקט אמפירי. אפשר גם להצדיק השקעה כזו אם יש סיבות טובות להאמין שהתוצאות העתידיות שלה תהיינה טובות מן התוצאות בעבר, אמונה שאי אפשר להעריך את מידת נכונותה כיום. יחד עם זאת, הדו"ח והממצאים האמפיריים הכלולים בו מבקשים להתאים את הציפיות למציאות, דהיינו, יש להכיר בכך שאפיק קרנות ההשקעה הפרטיות, בכללותו, איננו נוסחת קסם להשגת תשואות עודפות. לפי כך, הוועדה ממליצה שהשקעות בקרנות אלה תעשנה לפי טעמו של החוסך (שיוכל לבחור לחסוך בקרן עוקבת מדדים סחירים בלבד מבלי להשקיע באפיק זה). אם בחר החוסך במסלול חיסכון פנסיוני הכולל השקעה באפיק זה, העלויות הכרוכות בו צריכות להיות במבנה שקוף יותר מהנהוג היום – גם על ידי פישוט המחיר, וגם על ידי מתן אפשרות למערכת תמריצים שבמסגרתה החוסך והגוף המוסדי המנהל את החיסכון שלו יתחלקו ברווחים העודפים ובהפסדים הנובעים מהשקעות בקרנות השקעה פרטיות (ומהשקעות אחרות). ולבסוף, וועדות ההשקעה המחליטות על השקעות כאלה תבחרנה, במועד ביצוע ההשקעה, מדד ייחוס (השקעה אלטרנטיבית) שמולו יחושב מדד PME בסיום ההשקעה. חישוב זה ישמש בעיקר את וועדות ההשקעה עצמן, ואפשר יהיה לדווח אותו לרשות המפקחת ולחוסכים במידת הצורך.

<sup>126</sup> למשל, עדותו של פרופ' גיוש לרנר מהרווארד, מבכירי החוקרים בתחום בעולם, בפני ה-SEC, שקף 5: <https://www.sec.gov/files/prof-lerner-remarks-09162020.pdf>.

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, תשואה, 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	תשואות						ממוצעת 3 שנים אחרונות	ממוצעת 5 שנים אחרונות	שארף ריבית חסרת סיכון	שיעור דמי ניהול ממוצע לשנת 2019	יתרת נכסים לסוף התקופה	צבירה נטו *	מדד גדלות -	
			ממוצעת 3 שנים אחרונות	ממוצעת 5 שנים אחרונות	הדו"ח לתקופת הדו"ח	ממוצעת 3 שנים אחרונות	ממוצעת 5 שנים אחרונות	הפקדות								נכסים
1093	אלטשולר שחם השתלמות כללי ***	11/20-12/19	4.16%	5.81%	6.08%	0.89	---	0.76%	48,990.1	10,079.3	88.0%					
484	מורים וגננות - מסלול כללי **	11/20-12/19	3.99%	4.46%	4.03%	0.66	---	0.14%	16,951.7	434.8	81.7%					
1162	ילין לפידות קרן השתלמות מסלול כללי	11/20-12/19	3.81%	5.04%	5.38%	0.77	---	0.74%	15,441.1	-467.8	86.0%					
579	מדגל השתלמות כללי ***	11/20-12/19	3.76%	4.54%	4.43%	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. עד לאחרונה, לא נכלל דיווח כזה בכל הנוגע לקרנות השקעה פרטיות. הרשות פרסמה לאחרונה טיוטה של דרישות מעודכנות בנושא זה.<sup>127</sup>
- 4) מדיניות השקעה – מדיניות השקעה 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'). לדוגמה, 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. ראה גם נספח ד'.

#### 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 יכול 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.

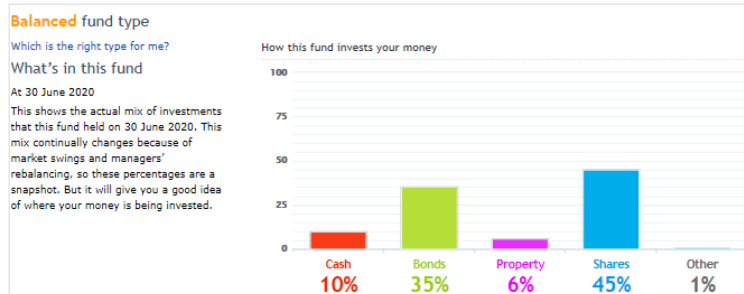
<sup>127</sup> הטיוטה מציעה להוסיף לדרישות הדיווח על קרנות פרטיות מידע אודות: 1) מספר מזהה לישות (לפי מדינת ההתאגדות / רישום השותפות); 2) מדינת חשיפה כלכלית (לפי רוב הנכסים שאליה חשופה הקרן); 3) גורם משערך; 4) תלות / אי תלות גורם משערך; 5) תאריך שיערוך אחרון; 6) ספק מידע; 7) אסטרטגיית קרן ההשקעה; 8) מדינה / אזור גאוגרפי של השקעות הקרן.

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 שמן המלא, אתר האינטרנט שלהם, שיעורן בתיק (אבסולוטי וביחס לאפיק הרלוונטי), תחומי ההשקעה שלהן, והעלויות הכרוכות בהן. מעבר לדיווח אגרגטיבי, 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'; חלק מהמידע בסעיף זה כבר נכלל בטיטת הנחיה של הרשות).
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 (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.
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 גבוהה יותר בכל הנוגע להלימה בין מדיניות ההשקעה המוצהרת לבין חשיפות המסלול.
9. רצוי שכל המידע יהיה מרוכז באתר אחד של היצרן ו/או של רשות שוק ההון, ולא מפוזר על כמה דו"חות ואתרים נפרדים כפי הנהוג היום; ראו להלן דוגמא מקרן פנסיה בניו זילנד.

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.

### דוגמה להצגת מסלול פנסיה בניו זילנד



[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/](http://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.

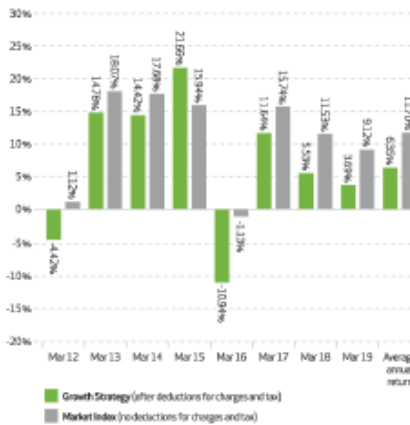
See the Product Disclosure Statement (PDS) for more information about the risks associated with investing in this fund.

## How has the fund performed?

	Average over past 5 years	Past year
<b>Annual return</b> (after deductions for charges and tax)	4.26%	14.01%
<b>Annual return</b> (after deductions for charges but before tax)	5.45%	16.82%
<b>Market index annual return</b> (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](http://www.companiesoffice.govt.nz/disclose).

## Annual return graph<sup>1</sup>



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
<b>Total fund charges</b>	1.47%
Which are made up of:	
<b>Total management and administration charges</b>	1.47%
Including:	
Manager's basic fee	1.30%
Other management and administration charges*	0.17% (estimate) <sup>2</sup>
<b>Total performance-based fees</b>	n/a <sup>†</sup>
<b>Other charges</b>	\$ amount per investor
Administration fee <sup>3</sup>	\$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%<sup>4</sup>. 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%.

<sup>†</sup>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.

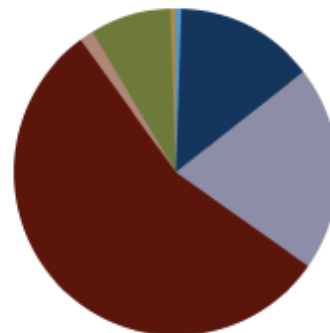
## Example of how this applies to an investor

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 mix<sup>5</sup>



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 mix<sup>6</sup>

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.<sup>7</sup>

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/](http://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/](http://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 וחיסכון 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 והחיסכון;
  4. עידוד חדשנות טכנולוגית ועסקית בפעילותם של הגופים המפוקחים, בשים לב לשאר תפקידי הרשות המצוינים לעיל.<sup>128</sup>
- 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 וחיסכון (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.

הרשויות נבדלות זו מזו בהיקף סמכויותיהן, כלי הפיקוח העומדים לרשותן, יכולת האכיפה, מידת העצמאות, המשאבים העומדים לרשות כל אחת ואופי הפעילויות המפוקחות.<sup>129</sup> הפרק מחולק לשלושה חלקים: בחלק הראשון יוצגו התפקידים העיקריים של שלוש רשויות הפיקוח הפיננסיות וסמכויותיהן על פי

<sup>128</sup> סעיף 1ב' לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), תשמ"א-1981.

<sup>129</sup> הפרק מתבסס על טיוטת הספר "המהפכה בשוק ההון ישראל, 1985-2018" מאת אבי בן בסט הצפוי להופיע בהוצאת מגנס.

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.<sup>130</sup> מטרת הפיקוח הן להבטיח את ניהולם התקין של הבנקים, להגן על עניינם של לקוחותיהם ולשמור על יציבותם הפיננסית.<sup>131</sup>

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

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

השמירה על היציבות הפיננסית מהווה מטרה מרכזית הן של רשות שוק ההון והן של הפיקוח על הבנקים.<sup>132</sup> לשתי רשויות אלה סמכויות פיקוח והסדרה עצמאיות נרחבות כדי להשיג מטרה זו. כמו כן, יש לשתי רשויות אלה אגפים המתמחים בניהול סיכוני 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 כבלי"), שחקרה את התנהלות הבנקים והגופים המוסדיים בעניין הקצאות אשראי ללווים עסקיים גדולים משנת 2003. דו"ח הוועדה הצביע על המצב הבעייתי שבו קיימים פערים בין סמכויות הפיקוח והאמצעים השונים של הרגולטורים הפיננסיים.<sup>133</sup>

"... 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

<sup>130</sup> "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

<sup>131</sup> בן בסט, פרק י', טוען שהיסטורית, היעד היציבותי היה החשוב ביותר לפעילות הפיקוח על הבנקים.

<sup>132</sup> "מהי יציבות פיננסית, ומהו תפקידו של בנק ישראל בזה", (בנק ישראל, "מבט כלכלי", גיליון מס' 15, 2005) יאיר אבידן עמ' 2-1

<sup>133</sup> דין וחשבון מסכם - ועדת החקירה הפרלמנטרית להתנהלות המערכת הפיננסית בהסדרי אשראי ללווים עסקיים גדולים, הכנסת

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:<sup>134</sup>

מספר המפוקחים 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 שלה את נותני השירותים הפיננסיים המוסדרים (כהגדרתם בחוק חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים מוסדרים, תשע"ו-2016), ובכללם כ-2,500 חלפני כספים, חברות מימון חוץ בנקאי, חברות פינטק לסוגיהן, ואגודות פיקודן ואשראי חוץ-בנקאיות. במכתבו של הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן: "הממונה") לחברי וועדת כבל, נאמר:<sup>135</sup>

"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".

<sup>134</sup> התוצאות מהשוואת תשומת העבודה במונחים כספיים ברשות המפקחת לכל עובד מפוקח דומות לתוצאות המוצגות לגבי מספר העובדים ברשות המפקחת לכל עובד מפוקח.

<sup>135</sup> מכתב רשות שוק ההון לחברי וועדת כבל מיום 17.2.2019. ראה עמ' 77 לדוח וועדת כבל.

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).<sup>136</sup> 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 מפקחים,<sup>137</sup> 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:<sup>138</sup>

"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".

רשות שוק ההון מתמודדת עם נחיתות משאבית חריפה בהשוואה לרשויות הפיננסיות האחרות.<sup>139</sup> 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 הביקורת לשמירה על ניהול ההשקעות בחיסכון הפנסיוני.

<sup>136</sup> 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.

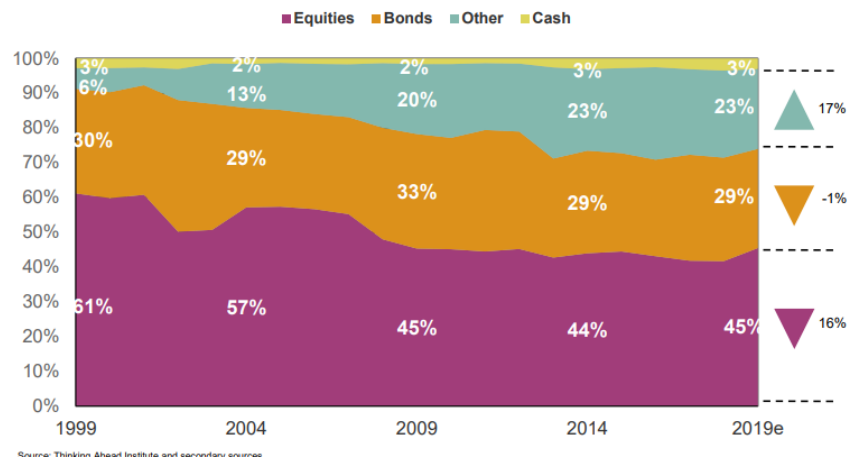
<sup>137</sup> אגרות הרשות לניירות ערך הינן באישור שר האוצר וועדת כספים.

<sup>138</sup> [Should Financial Sector Regulators Be Independent? /IMF \(Marc Quintyn & Michael W. Taylor\)](#)

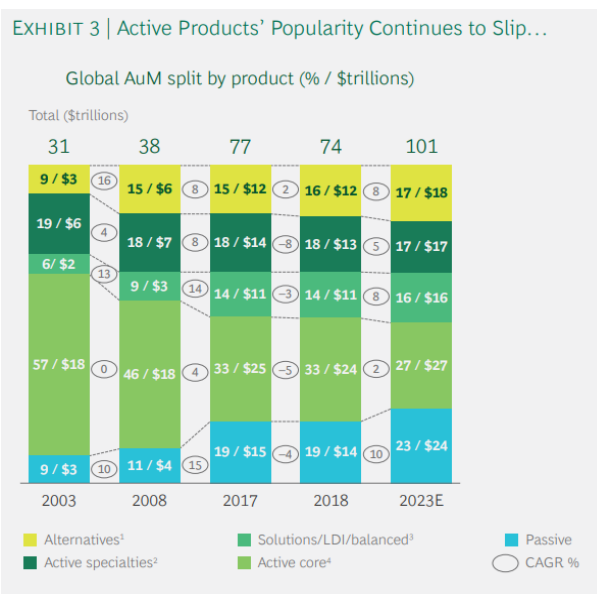
<sup>139</sup> [ראה גם דבר הממונה, וסקירת פעילות 2019 מתוך דוח הממונה לשנת 2019, עמ' 2.](#)

נספח א' – העלייה בהיקף ההשקעה בנכסים לא סחירים<sup>140</sup>

### 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.<sup>141</sup>



<sup>140</sup> [Global Pension Assets Study – 2020, Thinking Ahead Institute – Willis Towers Watson, p.30](#)

<sup>141</sup> [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 בנאמנות<sup>142</sup> – 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"<sup>143</sup>.
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.<sup>144</sup>

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 ראשי 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.

<sup>142</sup> [חוק השקעות משותפות בנאמנות \(תיקון מס' 28\), התשע"ז-2017](#)

<sup>143</sup> [כפי שיוזרה 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.

<sup>144</sup> שיעור ההשקעה באמצעות מנהלי תיקים ישראליים זרים הוא זעום ולכן לא הוצגו הנתונים לגביהם.

- (1) נספח 1 – סך התשלומים ששולמו בגין כל סוג של הוצאה ישירה וחישוב שיעורים :  
(א) שיעור הוצאות ישירות בהתאם לתקנה 3(2)(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.

תבנית לדוח מפורט, מתוך דוח שנתי ודוח רבעוני לעמיתים ולמבוטחים בגוף מוסדי - תיקון - טיוטה

**דוח שנתי לתקופה 1.1.XXXX – 31.12.XXXX**

**חלק א'**

**דוח שנתי מפורט לגבי כל אחת מהקרנות של העמית בחברה המנהלת**

בחלק זה מובאים נתונים בגין כל אחת (מקיפה וכללית) מהקרנות הקיימות ברשותך בחברה המנהלת בשנת XXXX בפורי. כתובת החברה ופרטי התקשרות: \_\_\_\_\_

1.א. ריכוז נתונים אישיים לעמית			
שם העמית	מספר העמית	מספר העדות	מין העמית
תאריך לידה	מצב משפחתי		
כתובת למשלוח דואר	כתובת דואר אלקטרוני		

2.א. ריכוז נתונים לעמית בקרן המנייה	
שם הקרן	
מספר הקרן	
סוג הקרן	
משקל עמית	
סוג עמית	
מסלול החשקעה בו מנהלים כספי החיסכון הציבורי	
מסלול ביטוח	
גיל מרישה למניית וקנה*	
שם המעסיק האחרון	
מועד הבטחת לראשונה לקרן	
מועד תחילת חישוב ותב' העמית בקרן	
תקופת הביטוח הרגילה האחרונה הרשומה בקרן לעמית (מגיל (בחודשים)	
מסמכים התחמושים מ"י העמית	קישור לקובץ

\*בתחום למסלול הביטוח האחרון בקרן

3.א. תשלומים הנפגעים לעמית או לשאיירים בקרן*	
קבעה חדשית עמית ברישה לעמית בגיל... **	
מסכורת קובעת לבנות ושאיירים	
שיעור קבעת נכות ממסכורת קובעת	
קבעה חדשית במקרה של נכות מלאה	
שיעור מחשלות המקדות לקרן במקרה של נכות	
שיעור קבעה לאלמנה ממסכורת קובעת במקרה מוות	
קבעה חדשית לאלמנת העמית במקרה מוות***	
שיעור קבעה ליתום ממסכורת קובעת במקרה מוות	
קבעה חדשית ליתום במקרה מוות***	
שיעור קבעה לזורה נתמך ממסכורת קובעת במקרה מוות	
קבעה חדשית לזורה נתמך במקרה מוות	
אחוז מסך כל המקדות ישולם בשנת הדוח עבור רכישת כסיו	

4.א. מירוט המקדות כסמים בקרן בשנת XXXX						
שם מניין	מועד הקבה	עבור חודש מסכורת	המסכורת שעל בסיסה המקדות הכסמים	עמית		שם המניין
				מרכיב תגמולים	מרכיב מניין	
פירוט המקדות בגין שנת XXXX שהומקדו לאחר תום השנה:						

5.א. תגעות ויתרות כסמים בקרן				
שם מניין	מניין		עמית	שם המניין
	מרכיב מניין	מרכיב תגמולים		
				יתרת החיסכון המצטבר ל-31.12.XXXX
				התאמות ליתרת סגירה לשנה קודמת
				יתרת החיסכון המצטבר מעודכנת ל-31.12.XXXX
				הקדות כסמים לחשבון
				כסמים שהועברו לחשבון
				כסמים שהועברו מחשבון
				כסמים שמשכת מחשבון
				רווחים/הפסדים בניכוי הוצאות ניהול החשקעות
				דמי ניהול שנכבו בשנה זו*
				החזר דמי ניהול בגין תשלום דמי סליקה מ"י המעסיק
				עלות הביטוח לסיכוי נכות
				עלות הביטוח לשאיירים
				ערכו יתרת הכסמים בגין המל"ת מנוון איוון אקטוארי
				יתרת החיסכון המצטבר ל-31.12.XXXX

\* ראה טבלה 6.א. ריכוז דמי ניהול שנכבו במל"ת מחשבון העמית בקרן

**חלק ב'**

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

ב.1. התשואה שהושגה על הנכסים במסלולי ההשקעה בשנת XXXX			
מסלול	מסלול	מסלול	מסלול
			שיעור עליית המדד
			שיעור התשואה ברוטו*
			שיעור תשואה מעטבר ברוטו בתקופה של 5 שנים

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

ב.2. הוצאות לניהול השקעות דמי ניהול ממוזעים בשנת XXXX			
מסלול	מסלול	מסלול	מסלול
			שיעור דמי ניהול מהמקדה
			שיעור דמי ניהול מחיסכון
			שיעור הוצאות לניהול השקעות
			מזה: שיעור הוצאות לניהול חיובי

כתובת למשלוח דואר							
מספר תעודת זהות	ישוב	רחוב	מס' בית	מיקוד	תיבת דואר	מס' קניון	מס' נידד

מס' הקניון האזניים כמו החברה מנהלת אצל עדין

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

מספר תעודת זהות	שם מלא	שם משפחה קודם	31.12.2012 אחוז דמי הניהול המועדנים נכון ל-							
			מס' בית	רחוב	מיקוד	מס' קניון	מס' נידד	מס' אלקטרוני		

ממוצע דמי הניהול (באחוזים) שנצטברו בשנת XXXX

7.A. מידות הנתונים בקרן לפי מסלולי השקעה											
מסלול	שם מסלול	תאריך תחילת	מספר חיסכון	1.1.XX	סך הנכסים בנ"ח כל אחת מהפעולות שביצעו בחשבון במהלך שנת XXXX						
					מסלול	מסלול	מסלול	מסלול	מסלול	מסלול	מסלול

המקדונת כספים לחשבון לאחר ניכוי עלות הביטוחים הביטוחיים!! תשואות שהושגו במהלך שנת דוח ניכוי הוצאות ניהול השקעה ולא ניכוי דמי ניהול

8.A. ריכוז פרטי ההוצאות שלקחו על ידי העמית										
מספר מסלול	שם מסלול	תאריך תחילת	מספר חיסכון	1.1.XX	תשני ההוצאות					
					מסלול	מסלול	מסלול	מסלול	מסלול	מסלול

9.A. פרטי החשבון היועץ שלך	
שם	מס' חשבון