

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 02/01/2023

נושא המפגש: "קיומו של דמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון וליציבות הפיננסית, על רקע דוח הריכוזיות"

לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

לרשימת משתתפי המפגש: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי: ירין לוי, רותם שבע, נדב אילוז, דניאל רומנו, פלג זבנוביץ'

שלומי שוב

בוקר טוב, יש לנו היום מפגש מעניין במיוחד בנושא שאלת הדמיון במבנה תיקי ההשקעה של הגופים המוסדיים בישראל והקשר לרמת התחרות בשוק ההון ולגורמי מאקרו כמו יציבות הפיננסית. כל זה מגיע אגב דוח הצוות של פרק ד' לחוק הריכוזיות הפרדת פיננסי וריאלי שהוכן לאחרונה (אבל ממש אגב כי כפי שהבנו הנושא של הריכוזיות המוסדית לא היה לכאורה במנדט של הועדה). בכל מקרה, בדוח נאמר שיש חילוקי דעת בצוות ולכן הדבר נשאר לדיון נפרד בעתיד.

כפי שראיתם בחומר הרקע שפרסמנו הפנינו לשני מסמכים סותרים לכאורה בנושא – אחד מטעם רשות נייע והשני מטעם רשות שוק ההון (שפורסם כדעת מיעוט במסגרת נספח לדוח הועדה). המסמכים מייצגים תפיסות עומק שונות ונבדלות בנוגע להשלכות של הריכוזיות של הגופים המוסדיים ואפילו על עצם קיומה. רשות שוק ההון הציגה נקודת מבט שונה לגבי המשק הישראלי, על שוק ההון הישראלי ועל פעילותם של הגופים המוסדיים בזירות אלו. תכף נראה את תוצאות המחקר המשותף של בנק ישראל ורשות נייע, ואילן וקוסטה, שהציג גם בפני צוות הריכוזיות, יציגו לנו. חשוב לדעתי שהמחקר מוצג בפני פורום אקדמי/מקצועי כמו שלנו בכדי לקבל ביקורת על המתודולוגיה והמסקנות.

לריכוזיות של הגופים המוסדיים יש שני מישורים עיקריים של השלכות: האחד הוא נושא התחרותיות על כיסו של הצרכן והאינטרס של העמיתים למבנה אופטימלי בניהול השקעות יעיל. כלומר, כלומר

קיומה של תחרות אינטנסיבית בין גופים מוסדיים שונים שתאפשר לחוסך להתנייד ולהשיא תשואות בהתאם להעדפות ההשקעה שלו וביצועי ההשקעות בפועל. המישור השני הוא ברמת השלכות המאקרו על הסחירות בשוק ההון – כלומר, השפעות פוטנציאליות על עומק ומידת המסחר בשוק ההון, והשלכות פוטנציאליות של הדמיון הנ"ל על היבטי יציבות – כלומר, הסיכון הסיסטמי ואפילו ההשפעה על שוק המט"ח של היציאה לחול שראינו בקורונה וגם התופעות שראינו לאחרונה של קשר ישיר בין שוק המניות לשוק המטח – ועסקנו בזה במפגש הקודם.

הדיון בנושא הריכוזיות של החיסכון הפנסיוני הוא חשוב ודחוף כי בעקבות כניסת פנסיה חובה אנו רואים שהחיסכון הפנסיוני של הציבור גדל, כמו שנהוג להגיד מאז הקורונה, בקצב אקספוננציאלי. תוך עשור סך הנכסים המנוהלים של הציבור יותר מהוכפל, כאשר העלייה המיוחסת להפקדות נטו, הגיעה בשנה האחרונה לכמעט מאה מיליארד שקל! צריך להגיד גם שלעניין התשואות כמובן המגמה בעשור האחרון היתה מאד חיובית, אם נשים כמובן בצד את 2022. בעקבות רפורמת בכר חברות הביטוח למעשה השתלטו על השוק הזה – וההיקפים העצומים האלה יחד עם חסמי הכניסה הנגזרים מכך גדלים משנה לשנה. רשות שוק ההון ניסתה להכניס בשנים האחרונות את "פנסיית ברירת מחדל" שנועדה לחזק את בתי ההשקעות אל מול חברות הביטוח אבל אני לא חושב שזה מה שבאמת משנה את ההגמוניה של חברות הביטוח שהולכת משנה לשנה ומעמיקה יותר ויותר. אנחנו מדברים על כך שחברות הביטוח מחזיקות לסוף דצמבר 2021 (ללא נוסטרו) משהו כמו 62% מהשוק כיום, בעוד גופים כמו עמיתים, אלטשולר מיטב דש ומור מחזיקים עוד כ-25%. זה מצב דברים יותר טוב מהבנקים אבל מעלה צורך לבחון לעומק את מידת הריכוזיות ועד כמה לדבר יש השפעה על המוצר שמוגש בסופו של יום לציבור החוסכים.

אין ספק שהממדים של החיסכון הפנסיוני גדולים על שוק ההון הישראלי כפי שראינו היטב בחומר הרקע לדיון ואנחנו רואים את ביציאה של ההשקעות כך שכבר כיום רוב הכסף החדש שנכנס למערכת כבר זורם לחול. אני מניח שרפורמת האג"ח המיועדות רק תחדד זאת בשנים הבאות.

נקודת המוצא שלי היא שקיים דמיון ברמת האפיקים של תיקי ההשקעה, גם אם לא ברמת הנייר הבודד. מן הסתם ככל שמסתכלים על השוק הישראלי הקטן ועל החברות הגדולות זה יכול להגיע גם לרמת הנייר הבודד אבל אני מניח שתכף נראה בסקירה שככל שיוצאים לחול (ויוצאים ועוד איך כי אין ברירה) הדמיון יהיה יותר ברמת האפיק. וכאן בדיוק מגיעה הנקודה – התחרות לכאורה קיימת אבל דווקא בגלל שהיא קיימת במבנה הנוכחי היא מובילה לדמיון בתיקי ההשקעות ואני אסביר: מנהלי ההשקעות של הגופים המוסדיים הגדולים, אשר חלק מהם נמצאים כאן איתנו, יעדיפו לוותר על הסיכוי להיות ראשונים בכדי שלא לקחת את הסיכון להיות אחרונים. כלומר, אם אני למשל פסימי על שוק המניות ומחזיק בו 40% כמו היתר אני ארד ל-35 ולא ל-20 למשל. רק לגופים קטנים יש במצב דברים כזה אינטרס 'להיפרד מהעדר'. תחשבו על גוף גדול, שיש לו הרבה מה להפסיד כי אם יהיה ראשון יבואו אליו פחות לקוחות חדשים מאשר אלה יברחו אם יהיה אחרון. אני לא חושב שזה לא מצב בריא ולכן כניסת של גופים חדשים לתחום היא חשובה – אבל כאן מגיעים חסמי הכניסה..

אגב, קיבלנו לזה בשנה האחרונה את ההוכחה המעשית הכי טובה, לגבי אלטשולר שחם. אלטשולר לא מתנהג ככה, למשל יצא יותר לחול והשקיע יותר באגחים ארוכי טווח, אבל הוא שילם על כך ביוקר ברגע שהתשואות שלו חרגו משמעותית לכלפי מטה מהבנצ'מרק. כלומר, במידה רבה הוא המשיך להתנהג כגוף קטן למרות שהפך להיות ענק ועכשיו אולי המגמה גם תתהפך – אבל זה לא משנה את הנקודה.

צריך לזכור שגם במבנה השוק הפנסיוני כיום ההתערבות הרגולטורית מובילה לכאורה לתחרות על דמי הניהול וגידול בניודים, אבל אולי זה לא מספיק. סממן נוסף של תחרות לכאורה הוא הרווחיות הגבוהה יחסית של סוכנים ומפיצים כמו סוכני ביטוח. מצד שני, לא ניתן להתעלם מכך שהקלות של ניווד מקופה לקופה הגדילה מאד את "סיכוני המנהל", ואת הרצון שלא לחרוג.

צריך לחשוב מה הפתרון לדבר הזה. האם בהגבלת גודל היקף הנכסים המנוהלים ו/או האם לאפשר חסכון פנסיוני לציבור בישראל גם למשל דרך גופי השקעה בחול. יש כל מיני אמיתות שהתרחשו כאן מבחינה היסטורית שחשוב לעשות לגביהם חשיבה מחודשת. כמובן שזה יכול להוביל להעלאת דמי הניהול בגלל צמצום היתרונות לגודל (והטענה היא שעודף הרגולציה וכמות החוזרים של משרד האוצר בעבר גרמו להם) אבל חייב להיות דיון עמוק מה המצב הרצוי..אולי כבר הגודל הופך להיות כזה שהיתרונות האלו יתקיימו גם בגידול בכמות המתחרים. אולי הפתרון צריך להיות גם ברמת שיפור השקיפות לגבי היכולת של הלקוחות להתייחס לתשואות בעתיד ולא רק בעבר. למשל לתת מידע על התשואה הגלומה או על ניתוח רגישות. ענת לויין שלא יכלה להגיע לדיון היום מאד תומכת בזה.

הקושי הכי גדול לדעתי בתחום הזה הוא שהצרכנים לא באמת מבינים ו/או רוצים להבין אותו ובמצבים כאלו יש חשיבות מיוחדת לכל שהרגולציה תתרכז לא רק במחיר המוצר אלא גם בטיב המוצר.

זה מתקשר לדעתי גם לדיון שהיה לנו גם על ועדת יפה שחידדה את נושא הניהול הטכני בהתאם לאלוקציה של השקעות – כלומר, היצמדות למדדים ואנחנו יודעים שבתכלס הרוב המוחלט של ההוצאה בגופים האלו זה מחשוב, שיווק ותפעול. כלומר, "עלות" שיקול הדעת האנושי בניהול ההשקעות הוא זניח יחסית. וצריך לזכור שהוא מוחזק גם לנהל את הנוסטרו. אם נלך ברוח ועדת יפה לעניין מסלולי עוקבי מדדים ולגבי כך שבתוחלת לרוב הגופים המוסדיים אין יכולת "להכות את השוק" אזי למעשה זה אומר שחלק משמעותי מהיתרונות לגודל בניהול השקעות אמורים דווקא להצטמצם.

ואולי זה מחדד את החשיבות של ההסתכלות של כלל הרגולטורים הפיננסיים ביחד, הרי לחסכון ארוך טווח יש תחליפים בבתי השקעות מחוץ לחברות הביטוח וגם בבנקים. יאיר לפידות אמר לי לדוגמה שרק חברות הביטוח יכולות למכור מוצר שנקרא "פוליסות חסכון" למרות שהוא בתכלס תחליף לקופת גמל אבל דמי הניהול הגלומים בו גבוהים הרבה יותר. זאת רק דוגמה קטנה. לדעתי חשוב בכלל

לעשות סדר בנושא הרגולציה הפיננסית תוך הסתכלות מלמעלה – יש כאן בעיות רבות כמו החפיפה בין הרגולטורים והארביטרוז' הרגולטורי שמקרינות על השוק ויוצרות שלל עיוותים.

בהקשר של ריכוזיות השוק, נקודה מרכזית שאי אפשר להתעלם ממנה היא ניגודי העניינים. רשות שוק ההון מנסה להילחם בכך בין היתר על ידי החובה של המוסדיים להצביע ואפילו אוסרת מהם להימנע וגם בחיזוק העצמאות של ועדות ההשקעה בראיית ממשל תאגידי. היה לנו דיון לא פשוט בזמנו בהקשר של השימוש של הגופים המוסדיים בחברות היעוץ ואנטרופי בפרט. אבל לדעתי צריך להסתכל על זה בזווית רבה, כי לעיתים קרובות ה"אקטיבזם המוסדי" הזה הוא למראית עין ולא באמת מהותי. את ניגודי העניינים האמיתיים קשה לפתור שלא באמצעות שינויים מבניים. אנחנו יודעים שאינטרסים הם תמיד משהו מתעתע שקשה להתמודד איתו נקודתית אלא רק בהתמודדות שורשית עם מבנה התחרות. לצערי אני מכיר את זה את הסיפור הזה היטב מנושא אי התלות של רואי החשבון.

נמצאים איתנו היום כל הגורמים הרלבנטיים – בין היתר הרגולטורים הרלבנטיים ונציגי הגופים המוסדיים, אנחנו נתחיל בהצגת הסקירה של רשות נייע ובנק ישראל ואח"כ נשמע את עמדת רשות שוק ההון מהצד השני. אני שמח שבחרנו לדון בנושא הזה היום ודווקא בשל הרגישות של הנושא יש חשיבות גדולה לקיים בו דיון ענייני מהזוויות השונות, במיוחד בפורום כמו שלנו.

אמיר ברנע

אתיחס בקיצור כשלפנינו 3 מחקרים מרשימים: מחקר אחד על הדמיון בתיקי הנכסים של משקיעים מוסדיים. מחקר שני על ההתפתחות בניהול נכסים והשלכות על שוק ההון ומחקר שלישי שמופיע בנספח דוח ועדת הריכוזיות מטעם רשות שוק ההון.

בשאלה המרכזית הקשורה לריכוזיות יש לכאורה קונצנזוס. יש קונצנזוס לגבי הפרדה פיננסית וריאלית, יש קונצנזוס לגבי ההגדרה מה זה משמעותי, סכום שהשתנה קצת ועודכן. יש קונצנזוס לגבי מימון מחוץ לארץ. כל אחד שיסתכל על הנתונים ורואה השקעה מוסדית של 2.4 טריליון עם שוק ההון שבקושי מתקרב ל 1 טריליון מבין שהאפשרות לפנות לשוק העולמי הכרחית. האם רצוי להגן על השוק המקומי? הדיון כאן הוא מנקודת ראות חוסך בקרן הפנסיה. מאספקט זה האיומים על שוק ההון המקומי אינם הנושא שלנו היום.

במה אין קונצנזוס? קיימים חילוקי דעות לגבי הדמיון בתיקי ההשקעה המוסדית ומשמעותו. קיימים חילוקי דעות בשאלה האם קיימת ריכוזיות ומה משמעותה וכן האם להשקעה מוסדית יש השלכות על סחירות ניירות ערך ועל תמחור ניירות ערך? יש כמובן תשובות, התשובות שונות וגם ההמלצות שונות. נשמע ממרים שוורץ מצגת מלומדת בנושא דמיון ההשקעה. אם קיים דמיון, מה ההשלכות מקרו שלו? האם סיכון פרטני הופך להיות סיכון שיטתי בגלל הדמיון, אם קורה לאחד המוסדיים אירוע שמחייב מימוש ניירות ערך וקיים דמיון כלומר אלה בניירות אלה משותפים, אז קיימת טענה כשנוצרת בעיה רוחבית- סיכון פרטני הופך לשיטתי.

אני מסכים שיש אינדיקציה לדמיון. פרט לנתונים על מבנה ההשקעות, תסתכלו על התשואות. עכשיו אם נבחן את התשואות שמפרסם אגף שוק ההון לשלוש שנים או לחמש שנים האחרונות, נניח בתיקים של קרנות פנסיה במסלול המנייתי ובתיק של מתחת לגיל 50, נראה דבר מעניין. התשואות שוות. להוציא את אלטשולר שחם, שהוא היה חריג עם תשואה נמוכה. אין כמעט הבדלים בין הקרנות הפער הוא מאוד קטן. למרות שבמחקרים האלה לא דיברו על תשואות, אבל דמיון התשואה מחזק את הטענה לדמיון, אבל גם התאוריה הכלכלית מדברת על דמיון, אתה משקיע בתיק השוק. היכן הסכנה הרוחבית?

נניח שכל קרנות הפנסיה או כל המשקיעים המוסדיים מדגישים את תיק השוק כבסיס לתיקים שלהם. הפער ביניהם יכול להיות בשוליים. השאלה, האם יש כאן איזושהי בעיה? זה אחד הנושאים שנדון בהם היום נדבר על זה עוד בהמשך.

האם קיים חשש למשיכות כאשר אחד המוסדיים מממש ניירות ערך? לגבי ניוד אין בעיה, כי אחד מוכר לשני, זה לא בעיה. הבעיה היא המשיכות נטו. למשיכה מקרן פנסיה יש השלכות מסוימות מס לגבי חלק התגמולים. זה לא כל כך פשוט לאדם לבוא ולהחליט אני מושך לפני זמן פרישה ולפני שאני עובר לאיזה מסלול קצבתי אני מושך את הכספים. האם כדאי למשוך עכשיו? האם יש לנו כאן בעיה אמיתית?

לאפשרות הניוד השפעה על מבנה תיק ההשקעות האופטימלי של קרנות פנסיה, עקב הצורך בניילות. הקרן מוותרת על תיק אופטימלי ועוברת לתיק שמאפשר לנו לעמוד במשיכות ככל שיכולות לקרות. האם לא רצוי להחליש את אפשרות הניוד? נניח פעם בחודש או פעם ברבעון שאפשר למשוך. ואז נקל על בניית תיק בקרן הפנסיה שהיא לא צריכה לשמור על יתרונות נזילות גבוהות מתוך חשש לאפשרות לניוד או עמידה בהתחייבויות. השאלה מה עושה הניוד לשוק ההון והאם הוא לטובת המשקיע זה גם נושא שנדבר עליו.

הנושא השני הוא נושא הריכוזיות. חילוקי דעות בין הועדה ובין רשות שוק ההון. האם קיימת ריכוזיות? ואם קיימת, האם מפריע? הטענה היא האם 10 חברות שזה המצב העיקרי פה. האם חלק שוק של 10% כל אחת מספיק להקנות לשוק את הפרופיל של שוק תחרותי?

רשות שוק ההון טוענת ומסתמכת על דמי ניהול נמוכים ואינדיקטורים נוספים שבעצם השוק מתנהג כשוק תחרותי, ולא צריך להתערב יותר או לא צריך להטיל מגבלות נוספות, להוציא מגבלה על ראלי פיננסי. השוק פועל, יש ניצול של יתרונות לגודל ואין צורך להתערב.

השאלה היא האם הבעיה של הריכוזיות קיימת ומחייבת טיפול כפי שקובעת הועדה? נושא ניגודי עניינים הוזכר ע"י שלומי, לא אחזור עליו. קיימות ועדות השקעה בחברות ביטוח, חברות מנהלי תיקים ובכל השוק המוסדי. האם הן מספיק חזקות כדי לבדד את השפעת הנוסטרו ושיקולים מסחריים מחשבונות העמיתים? ישנה טענה שועדות השקעה אינן מספיקות, אבל מה אפשר פה בדיוק

לעשות? אומרים לי שהפתרון הוא פתיחת השוק לקרנות זרות או לבעלות זרה. אינני בטוח שבעלות זרה או קרנות זרות יקנו יציבות לשוק ההון הישראלי. חיזוק ועדות ההשקעה וגילוי נאות יסייעו.

עכשיו נושא ההשפעה המוסדית על הפחתת הסחירות בשוק ההון. מטרת הפגישה שלנו היא לא לדון בשוק ההון ובבעיות של שוק ההון הישראלי. השאלה באמת היא, האם השקעה מוסדית פוגעת בסחירות? יחסית לשוק שהוא מפוצל, נניח משקי בית, או משקיעים קטנים יחסית?

לא ראיתי הוכחות אימפיריות להשפעות אי סחירות על תמחור ניירות ערך ומהי עלות אי הסחירות שבזמנו נמדדה ע"י ה-Spread.

בואו נשמע את הדעות השונות ואני מציע, לגבש איזושהי דעה האם יש צורך בהתערבות רגולטורית בהשקעה המוסדית בכלל ובמסלול הפנסיוני בפרט.

מרים שוורץ-זיו

נעים מאוד קוראים לי מרים שוורץ-זיו. אני חברת סגל במחלקה למימון בבית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית והיום אדבר על מה זה אומר שקיים דמיון בין תיקי השקעות של מוסדיים, והאם מדובר בבעיה. אני אגיד שאת המצגת שאציג עשיתי בתיאום עם בנק ישראל והרשות לניירות ערך.

מה אומרת הספרות בנושא של דמיון בתיקי ההשקעות של מוסדיים? יש מדדים שונים שמאפשרים למדוד זאת, והמדדים שונים אחד מהשני. באופן כללי, מה שמשותף בכל המדדים הוא שאם המוסדיים השונים א. משקיעים באותם מניות וב. באותם משקולות, אז נראה שקיים דמיון בין הפורטפוליויים השונים.

אז למה בכלל צריך לעניין אותנו הסיפור הזה של הדמיון? דבר ראשון: הם מחזיקים בנתח משמעותי משוק ההון בישראל. יש להם השפעה אדירה על כל מה שקורה פה, ויש פה כמה סכנות.

סכנה אחת שקיבלה תשומת לב רבה בארה"ב היא תחרותיות מרוככת. המחקר של Azar, Schmalz, & Tecu, (2018) עשה הרבה מאוד רעש בארצות הברית. המחקר הראה שכששני מוסדיים שונים מחזיקים באותן חברות תעופה שאמורות להתחרות זו בזו אז מחירי הטיסות שלהם פחות תחרותיים. נניח ש"בלאקרוק" מחזיקה את חברת תעופה א' ו"בלאקרוק" מחזיקה גם את חברת תעופה ב' התמריץ של בלאקרוק הוא שלא תהיה תחרותיות, כדי שיהיו לשתי חברות התעופה שולי רווח גבוהים, מה שגדיל את הרווחים עבור "בלאקרוק" שמחזיקה את שתי חברות התעופה. צריך גם לומר שיש דיון אקדמי שלם האם המחקר של Azar, Schmalz, & Tecu, (2018) נעשה כמו שצריך מבחינה אמפירית, למרות שהוא נערך על ידי חוקרים מכובדים ורציניים. יחד עם זאת, למחקר בהחלט היתה השפעה על הדיונים שמתקיימים בארצות הברית בעניין מבנה הבעלות של חברות, והאם רצוי שיהיה דימיון בתיקי ההשקעות של המוסדיים.

בעיה שניה שבעיניי היא בעיה מאוד מאוד גדולה היא הסיפור של מוטיבציה לקיים ממשל תאגידי. ננית, שגם נועם וגם אני, גוף מוסדי (כל אחד מאתנו גוף מוסדי נפרד), והפורטפוליו של כל אחד מאתנו זהה לחלוטין. אם יש בעיה באיזושהי חברה, אני יכולה להגיד תראו, עם כל הכבוד, אני מחזיקה איקס אחוז בחברה וגם נועם מחזיק איקס אחוז בחברה. למה שאני אעבוד קשה ואלכלך את הידיים שלי ואתחיל להילחם עם החברה? אם נועם מוטרד ממצב החברה, שיתכבד ויעשה את המלחמות. ובאופן כזה, עלול להוצר מצב שאף אחד לא יעשה את המלחמות מול החברה. וזאת הבעיה שקיימת כשכולם מחזיקים אחוזים מאוד מאוד דומים בחברה. אז לאף אחד אין את ה-incentive ללכת ולריב ולעשות את ה-governance שצריך לעשות. בעיני זאת בעיה מאוד גדולה ויש מחקרים רבים שמראים שככל שקיים דימיון גדול יותר ואחזקות גדולות שהן פסיביות מוסדיים פחות אקטיביים בכל מה שקשור ל-governance.

דבר אחרון שנועם בטח יותר יתמקד בו זה הסיפור של סיכון מאקרו. כשכולם יש תיק זהה, ננית, אם כל המוסדיים היו חשופים 30% לסיכון, אם יקרה משהו בסיכון, אז כל המוסדיים חשופים בדיוק לאותו סיכון. זה עלול לייצר איזושהו סיכון ברמת המאקרו.

עכשיו דוגמה קטנטונת לאחזקה דומה של מוסדיים: יש לנו פה את שופרסל ויוחננוף. ופה (בשקף) שמתי את בעלי האחזקות של כל אחד מרשתות המזון. בוא נראה מי הם שני בעלי המניות הגדולים ביותר בכל אחת מרשתות מזון אלו. בשניהם -- מגדל וגם הראל. עכשיו תארו לכם שבמקום מגדל והראל היה לנו את "מרים שוורץ זיו", שהייתה מחזיקה בערך 10% ביוחננוף ובערך 10% בסופרסל היינו קמים ואומרים מה זה הדבר הזה? איך יכול להיות שאותו בן אדם מחזיק גם פה, וגם נתח מאוד משמעותי? כמובן שזה פוגע בתחרותיות, אבל כשזה מוסדיים אנחנו מבינים שאין ברירה בגלל ההיקפים הגדולים שהמוסדיים מנהלים. אבל בכל זאת עולה השאלה, האם מבנה כזה הוא בריא או לא? אתן לכם עוד דוגמה, כדי להראות שאפשר גם אחרת. אם נסתכל רגע על מי מחזיק את רמי לוי, אתם תראו פה את אלטשולר. אלטשולר מחזיקים 7.7% מרמי לוי ואלטשולר לא מחזיק באף אחד מרשתות המזון האחרים שבהם קיים בעל שליטה ביותר מאחוז אחד. כלומר, אלטשולר בא ואומר אני שם פה (ברמי לוי) את הכסף שלי, פה אני משקיע, אם יש בעיה אני כנראה אדרש גם לטפל בבעיה הזאת. כמו שראינו, אגב, במקרה של פוקס, שגם שם אלטשולר מחזיקה הרבה יותר מהמוסדיים האחרים, ואז לא היתה לה ברירה אלא להתעסק עם ה-governance של פוקס.

אני אדבר רק על עוד דבר אחר בהקשר של הדמיון. זה הסיפור של קרנות האינדקס. קרנות האינדקס הולכות וגדלות כבר 15, 20 שנה, והמגמה הזאת רק תתעצם עכשיו בעקבות וועדת יפה שדוחפת עוד השקעות לכיוון קרנות האינדקס, וגם זה כמובן מגדיל את הדמיון בתיקי ההשקעות, ואז אנחנו חוזרים לבעיה של ה-governance אם אתה ואני מחזיקים את אותו פורטפוליו. למה שאני אעבוד קשה על הממשל התאגידי?

אמיר ברנע

אבל מרים מה את מציעה? נניח שכל הסכנות שאת מעלה הן סכנות אקוטיות. מה את מציעה? להגיד למוסדיים אם הוא משקיע? אל תשקיע? מה את מציעה?

מרים שוורץ-זיו

אז אני אגיד לך, עוד מעט ידברו פה על האם הבעיה פה היא יותר חזקה או פחות חזקה ביחס למה שקיים בארצות הברית, אבל אני חושבת ש 'א' - צריך לחשוב האם באמת נכון לעודד עוד השקעות שהולכות לכיוון האינדקס ובי' - האם אולי נכון ליצר איזשהו incentive או לפחות איזושהי אמירה שאנחנו רוצים לראות פיזור בתיקי ההשקעות? שאנחנו לא רוצים לראות את כולם משקיעים באותם המקומות. שאנחנו רוצים גם לראות חברות מוסדיות לוקחות אחריות. כלומר, לא כולם משקיעים 3% בכל החברות, אלא שנניח, אם יש לך 5 רשתות מזון, אז מוסדי 1 גדול יותר ברשת מזון אחת, ומוסדי 2 יותר גדול ברשת מזון אחרת.

אמיר ברנע

את מציעה התערבות רגולטורית, לזה הדבר?

מרים שוורץ-זיו

אני אומרת שזאת שאלה שראוי לתת עליה את הדעת. אני לא באה ואומרת פה, היום צריך לעשות ככה. אני אומרת שמאוד מאוד בעייתי המבנה שרואים פה כשהראיתי מקודם שיש לך בדיוק את אותם מוסדיים בחברות שאמורות להתחרות זו בזו. זהו. זה הסיכום שלי. אני מודה לכם מאוד, תודה רבה.

אילן גילדין

בנק ישראל ורשות ניירות ערך יצאו למחקר משותף שהוא מחקר המשך למחקר דמיון בתיקי מוסדיים שבנק ישראל עשו עוד ב 2013, והוא מחקר המשך גם למחקר של רשות ניירות ערך הדן בריכוזיות המשקיעים המוסדיים בישראל והשפעותיה על שוק ההון הישראלי שנכתב בשנת 2019 ופורסם בתחילת 2020, כמו גם לאחד מהנושאים שצפו במסגרת הכינוס המחודש של הוועדה לבחינת פרק ד בחוק הריכוזיות. כלומר, אפשר לראות פה מי שרוצה וקטור מחקרי בנושא שהולך והופך לאקוטי.

אנחנו מזכירים את המילה ריכוזיות ודמיון הן לא מילים זהות. הגופים המוסדיים ממשיכים לצמוח בקצב גבוה. הם צמחו משמעותית בעשור האחרון בעקבות כמה רפורמות פיננסיות שקרו בעשור האחרון דוגמת החלת חובת פנסיית חובה אך לא רק. אותם הגופים מנהלים היום קרוב ל 50% מסך נכסי הציבור הפיננסיים. דוח הרשות לניירות ערך משנת 2020 מצא שיש ריכוזיות גבוהה בענף הביטוח, היא נותרה ברמה די סטאטית מזה שנים מספר אבל מבחינה אבסולוטית היא די גבוהה. כמו כן נמצאו ריכוזיות שהולכת וגדלה בפנסיה וריכוזיות יחסית מתונה בגמל. כשהסתכלנו על זה במסגרת פרק ד אנחנו בעצם יכולנו לדבר על רובד נוסף במדידת הריכוזיות של הגופים המוסדיים שלא

הסתכלנו עליו בשנים האחרונות. רובד זה מתייחס לדמיון בין תיקי המוסדיים, וספציפית בתיק ההשקעות הסחיר הן בארץ והן בחו"ל. בחו"ל הדמיון אמור להיות קטן משמעותית לאור מספר הנכסים הגדול יותר הזמין להשקעה.

בהתייחס להשפעות הנושא על שוק ההון, ניתן להתייחס לדוגמא לכמות הצפה בשוק (שאינה בידי בעל השליטה). הנתח של הגופים המוסדיים בסך הכמות הצפה עלה מ-25% בשנת 2010 ל 36% בשנת 2022 (לפי נתונים שפרסמנו) ומאז הוא ממשיך לעלות. אם המיקוד בעשור האחרון היה בהגדלת הכמות הצפה ובמכירת נתחים גדולים יותר ע"י בעלי השליטה, ניתן לומר בהכללה שהמוסדיים קנו מה שבעלי השליטה מכרו. כוחם של המוסדיים הולך וגדל. כאשר רני"ע בחנה את זה בשנת 2020 התמקדנו בפרמטרים של מסחר, איך זה משפיע על שוק ההון. בשל גודלם של תיקי ההשקעות בגופים המוסדיים, הנטייה הינה להשקעה במניות הגדולות בבורסה. אנו יודעים ששווי השוק של החברות הציבוריות בבורסה המקומית בעשור האחרון לא צמח באותו הקצב שצמח שווי התיקים המנוהלים עי הגופים המוסדיים. מכאן שבאופן יחסי העניין שלהם בהשקעות בבורסה הישראלית הולך ופוחת. סף הכניסה המינימאלי למניות בודדות הולך וגדל וכך גם היכולת שלהם לצאת ממניות הולכת וקטנה. אנחנו יודעים שיש יש לכך משמעויות. נדבך נוסף ששווה להזכיר וד"ר שוורץ העלתה הוא העניין של החזקה משותפת של מניות- מניות שמחזיקים אותם שניים או יותר גופים מוסדיים. בשל גודלם של תיקי ההשקעות המוסדיים קיימת נטייה להשקעה במניות הנזילות והגדולות יותר בבורסה. המחקר של רני"ע מצא כי נכון לשנת 2019 בממוצע 89% מההשקעות של 12 הגופים המוסדיים הגדולים במניות בבורסה בישראל מושקע במדד 125 (בשנת 2020), לעומת ממוצע של כ-83% לפני כעשור. ממצאים דומים מתקבלים גם ללא נתוני קרנות נאמנות. ה Common Ownership בישראל עלה מ2013 85% אל 90% היום. זאת לא רק בעיה ישראלית זאת גם בעיה בינלאומית. 17% מחברות ה-S&P בתחילת שנות ה90, חברות שהוחזקו ב Common Ownership. וזה עלה אל מעבר ל-80% כיום. הנ"ל משפיע על המסחר והוכחנו זאת במחקר. ברגרסיות שהרצנו בזמנו ראינו שיש השפעה שלילית על מהירות המחזור כדוגמא. זה נובע בחלקו מאופי ההשקעה, ברגע שמשקיעים מוסדיים קונים מניה ונהיים דומיננטיים יותר ומשקיעים לטווח ארוך הם גם פחות סוחרים וקשה להם גם יותר לצאת מפוזיציה. זו מגמה שזיהינו דאז והיא החריפה.

בהקשר של התייחסות רשות שוק ההון- הבאתי כאן בקצרה את ההתייחסות שלהם מהדוח המסכם לבחינת פרק ד'. יכול להיות שאנחנו הולכים כאן בווקטורים כמעט מקבילים למה שרשות ההון בחרה להדגיש. חשוב לומר כי אנחנו לא בחנו את הסוגיה בפן הצרכני. רשות שוק ההון שמה דגש על התחרות, שהיא סבירה בפן הצרכני, שחסמי המעבר של לקוחות הם יחסית נמוכים, כמו כן גם דמי הניהול הולכים ופוחתים.

המטרה של המחקר היא לראות האם המגמות הנ"ל מהוות סיכון יציבותי והאם אם יש להם השלכות בהיבטי ממשל תאגידי. זה לא משהו שדנו בו בפרק ד' וזה פחות בא לידי ביטוי בהתייחסות של שוק ההון.

נועם מיכלסון

שמי נועם מיכלסון מהאגף הפיננסי בחטיבת המחקר של בנק ישראל. אני אציג עבודה שנעשתה ביחד עם ד"ר קוסטה קוסנקו, שמתנצל שלא יכול להיות פה אבל הוא איתנו בזום. זו התמונה שמצאנו לפני כעשור לגבי התפלגות מדד הדמיון, שכמובן אני אדבר עליו בהמשך. מדד הדמיון מאוד גבוה בתיקי הנכסים של המוסדיים. הקו הירוק זה מדד הדמיון ברמת נייר הערך הבודד - גבוה. אם לוקחים בחשבון לא רק את הנייר הבודד, אלא גם את זהות המנפיקים אז המדד עוד יותר גבוה. ובזמנו מי שזוכר, היו קבוצות עסקיות, וזה היה לפני הפירוק שלהם. אז ברמת הקבוצה העסקית המדד היה ברמה מאוד מאוד גבוהה. כלומר תיק הנכסים של כולם היה מפוזר בצורה מאוד מאוד דומה.

מה הקשר בין דמיון בתיקי נכסים ויציבות פיננסית? מרים טיפה הזכירה את זה, וגם בהקדמה הזכירו את זה, אז נעבור על זה בקצרה. הסיכון הוא תנועה סימולטנית ומימוש בו זמני של נכסים בעת חשיפה לזעזוע משמעותי. בשוק ישראלי זה אומר שכל תנועה משמעותית גם תגרור השפעות על המחיר, שזה כמובן יתגלגל לגופים שמחזיקים נכסים דומים, שגם הם עלולים להגיב באופן זהה, ימכרו, ישפיעו על המחיר, וכן הלאה, במין ספירלה כזאת. כך סיכון נקודתי יכול להפוך לסיכון מערכתי. במקרה קצה זה יכול להביא לפגיעה משמעותית בשווקים, שחיקה במחירי הנכסים, אפקט הכנסה שלילי ועלול אפילו להתגלגל גם זעזוע מקרו דרך השפעה שלילית על הפעילות הריאלית.

אמיר ברנע

אתה לא מדבר על ניוד, אתה מדבר על משיכות.

נועם מיכלסון

אני מדבר על מימוש מסיבי.

אמיר ברנע

היה עד היום מקרה כזה?

נועם מיכלסון

בגדול, אומר שמימושים מסיביים היו בקופות הגמל ב-2008. משיכות מאוד גדולות. לצערי אין לנו את הנתונים הנדרשים כדי לבדוק בדיוק איך הדברים האלה התגלגלו אז. אבל אנחנו מדברים בעיקר על מה יקרה אם משהו כזה יקרה ועוד מעט נגיע לשקף הבא שבו נתייחס לנושא הזה ישירות.

בספרות מראים שהדברים האלה הם בהחלט לא דברים תיאורטיים וגופים בעלי תיקים דומים נוטים לפעול בצורה דומה בעתות של לחץ פיננסי, וכי יש קשר בין סיכון מערכתי לבין תיקים דומים. זה הוכח עבור חברות ביטוח בארצות הברית, ומחקר של קוסטה ושלי על בנקים בישראל מראה, שיש קשר בין הדברים האלה.

עכשיו נתייחס יותר גם למבנה המוסדי הספציפי הישראלי. אנחנו מבדילים בין אורך הפתיל, או הטריגרים, לבין כמות חומר הנפץ. אורך הפתיל זה בעצם כל הדברים שיכולים לגרום לאותו תנועה חדה ובו זמנית. למשל, קרנות שמבטיחות תשואה, בהן יש דרישות רגולטוריות מינימליות, או קיומן של דרישות הון מינימליות, אלו מייצרות הגדרתית איזושהי פעולה מצד הגופים בהינתן זעזוע על מנת לעמוד בדרישות הרגולטוריות. ראינו את זה בבריטניה לפני כמה חודשים. לכן יכולה להיות תגובה כזאת של הגופים שמנהלים את הנכסים לממש הרבה נכסים בזמן קצר ולהתחיל את כל התהליך הזה. זה עלול לקרות גם אם יש לגופים נכסים ארוכי טווח והתחייבות קצרות. אבל מה שיותר רלוונטי לשוק הישראלי זה שיקולי רווחיות, והחשש ממעבר מסיבי של חוסכים מקרן אחת לשנייה מאיזושהי סיבה.

אנחנו לא יודעים להגיד מה ההסתברות שזה יקרה, האם זה יקרה ובאיזה צורה זה יקרה, אבל זה יכול לקרות. אמנם בישראל המצב יחסית פחות מסוכן, בגלל שהחוסכים נושאים בסיכון ולא הגופים עצמם ולכן פחות ייתכנו טריגרים, אבל בהינתן אירוע כזה אז אנחנו עוברים לשאלת כמות חומר הנפץ. אפשר להשתמש בדוגמא מתחום יותר ריחני כמו אינסטלציה: אנחנו לא יודעים מה יקרה ומה בדיוק יפגע בצנרת. אבל בהינתן שמהו יפגע בצנרת או ייכנס לשם משהו, אנחנו צריכים לדעת מה מצב הצנרת ועד כמה מהר ובאופן משמעותי זעזועים עוברים בתוך המערכת וזו בעצם ההצדקה של להסתכל על מדד הדמיון.

הממצאים האלה כבר מוכרים לכולם. העלייה בשיעור הנכסים של התיקים של הגופים המוסדיים זה הציור מימין, והציור משמאל מתאר אתהיציאה המסיבית שלהם לחו"ל בעשור האחרון, עד שיעור שקרוב ל 25% מהתיקים שלהם.

איך אנחנו מודדים את הדמיון? לא ניכנס אל המתמטיקה אבל הרעיון דומה למתאם רגיל שכולם מכירים, רק שזה לוקח לא רק תנועה באותו כיוון, אלא גם לוקח בחשבון בדיוק את המשקולות. כלומר זה לוקח בחשבון גם את שיעורו של כל נכס בתיק ולא רק את התנועה המשותפת.

חישבנו את מדד הדמיון על כל שתי חברות מנהלות והתמקדנו בתיק המניות והאג"ח בישראל. אחרי זה גם נראה על חו"ל. למה תיק מניות ואג"ח? כי מבחינת דמיון, תיק האג"ח הממשלתי, שהוא עדיין התיק הגדול ביותר, בתיק זה הגדרתית כולם דומים. הם אולי שונים במ"חמים אבל בפועל חשופים לאותו סיכון מנפיק. בשביל להקל על הניתוח, התמקדנו בחמש חברות הביטוח, 25 החברות המנהלות של קופות הגמל ו-10 חברות מנהלות של הפנסיה. זה סדר גודל של 90-95% מהנכסים המנוהלים. ופה אנחנו מקבלים את תוצאות מדד הדמיון. נקל עליכם את קריאת המספרים: המדד נע בין 0.6-0.8 בסקאלה של בין אפס לאחד, כאשר 0 זה אין דמיון, ו-1 זה דמיון מלא בפיזור ההשקעות. עוד מעט אני אתן לכם פרופורציה למספרים האלה, אבל ברור שאפשר לראות שזה נמצא ברמה הגבוהה של הסקאלה הזאת, ואין פה איזושהי מגמה ברורה על פני זמן. אולי רואים משהו בגמל, אבל אי אפשר להגיד על זה משהו חד משמעי. הגרף נגמר בסוף 2020, בגלל שעד לנקודת זמן זו יש לנו נתונים שאנחנו

סומכים עליהם ב-100%, אבל תמונה ראשונה מנתונים חדשים יותר מראה שאין ירידה, ואפילו יש עלייה.

אנחנו מסתכלים על רמת נייר הערך הבודד – לצורך העניין, אג"ח א של חברה ואג"ח ב של אותה חברה נחשבות כניירות שונים - למרות שמבחינת סיכון המנפיק מדובר באותו סיכון, ואם מקבצים את הניירות לפי מנפיק מדד הדמיון גבוה אף יותר.

אם כן, 0.6-0.8 זה מדד הדמיון בתיק המניות והאג"ח בישראל, תיק של סדר גודל של 600 מיליארד שקלים. התשובה המיידית וההסבר המידי הם שיש מעט מאוד נכסים להשקעה ויש מגבלות על ההשקעה בארץ. נכון, זו תשובה נכונה מאוד. ולכן בדקנו גם מה קורה בתיק מניות ואג"ח בחו"ל, שם יש הרבה פחות מגבלות, אם בכלל, ובכל מקרה מדובר על שוק עולמי. בוא נסתכל מה קורה שם. אז אנחנו מסתכלים על תיק המניות והאג"ח בחו"ל, סדר גודל של 40% מתיק חו"ל. במאמר מוסגר אציין שגם בדקנו את הנושא האינדקס והתמונה שמוצגת פה היא חסם תחתון, ובפועל מידת הדמיון כשכוללים גם את תיקי האינדקס – כ-40 אחוז מתיק חו"ל – גבוהה יותר.

קודם כל נסתכל על מספר הנכסים האפקטיביים, כלומר, מספר הנכסים בהם מושקעים רוב הכספים. מדובר על 400 ניירות ערך בלבד בכל העולם כולו, שבהן משקיעים הגופים המוסדיים. זה כולל אג"ח ומניות, בהן גם מניות של חברות ישראליות שנסחרות בחו"ל. המספר הזה נמצא במגמת עלייה, אפשר להגיד מבורכת או לא, אבל נשאר את זה לדיון, אך מכל מקום יש מגמת עלייה בעשור האחרון, עם היציאה של המוסדיים לחו"ל.

(בתשובה לשאלה מהקהל אם השקעה במדד נחשבת השקעה בנייר אחד, למרות שהמדד כולל למעשה אלפי ניירות): הנקודה היא שבסופו של דבר כולם משקיעים באותה צורה. לצורך העניין, אם כולם היו משקיעים במניות MSCI 2000 בצורה זהה אז אולי כולם מפוזרים כשלעצמם, אבל הם מפוזרים באותה צורה.

אם כן, זה מדד הדמיון של תיק המניות והאג"ח של תיקי המוסדיים בחו"ל. מקל עליכם שוב את קריאת המספרים: הערך האחרון עומד על סדר גודל של 0.2-0.3, תלוי באיזה ענף חיסכון. זה יותר נמוך מאשר מה שבארץ, שזה אומר שבוודאי דרגות החופש מאוד משמעותיות לדמיון, אבל פה גם יש לנו נקודות השוואה כדי לתת פרופורציה.

באנגליה, מדד הדמיון בין גופים פיננסיים, שחושב ב מתודולוגיה זהה, נע בין 0.01 ל-0.07. בחברות ביטוח בארצות הברית המדד עומד על 0.12, כלומר, אנחנו נמצאים עדיין ברמה הגבוהה פי שניים ויותר מאשר איך שמפוזרים את הנכסים במה שמוגדר כחו"ל. אמנם מבחינתם זה השוק המקומי, אבל מבחינת אפשרויות ההשקעה זה כמו חו"ל.

כעת אציג דוגמא ויזואלית למטריצה שאנחנו בונים. כל מספר שחור מחוץ למטריצה זה גוף מנהל: 865, 12000 וכדומה. המספר זה בעצם מדד הדמיון והצבע נותן את עוצמת הדמיון משמאל זה התיק

המקומי בענף הפנסיה, מימין תיק חו"ל, וכבר אפשר לראות בצבעים שהתיק הישראלי הרבה יותר מכונס בערכים הגבוהים. לכן אנחנו אומרים שבוודאות היציאה לחו"ל בוודאות איפשרה הרבה יותר דרגות חופש בהשקעה ועם זאת, מדד הדמיון עדיין גבוה.

בין ההסברים האפשריים עלה מיעוט דרגות החופש בהשקעה; היבטים של רגולציה; יכול להיות שיש פה עוד פעם איזשהו מתח בין מיקרו פרודנשל למאקרו פרודנשל; יש פה עניינים התנהגותיים, שכולם רוצים להיצמד לאיזשהו בנצימרק או לא להתרחק מדי כדי לא לאבד לקוחות. ובכל זאת, לאור מדד הדמיון הגבוה יחסית גם בחו"ל צריך לענות על השאלה: למה עדיין המדד מאוד גבוה? ולמה משקיעים בסדר גודל של 400 נכסים בלבד?

בארי כספי

תודה רבה על ייזום הדיון המאוד משמעותי, יצרי ומרובה הנדבכים. עלו בדברי הפתיחה הרבה מאוד נושאים-תחרותיות, ריכוזיות. היבטים של נזילות, דמיון, אחזקות צולבות ועוד.

גלל שלא אספיק לגעת בכל הנקודות באופן מעמיק- אני רוצה להתייחס בעיקר לכל מה שקשור לעצם מידת הדמיון בניהול הנכסים, נתחיל משם.

כפי שאילן אמר, בסופו של יום אנחנו יודעים שבמהלך שניים וחצי-שלושה העשורים האחרונים אנחנו עדים למגמת עליה מאוד משמעותית בהיקף הנכסים המנוהלים בישראל. זאת כתוצאה ממגמות דמוגרפיות, וכמו כן רפורמות חקיקתיות. למעשה קיים פער משמעותי בין קצב העלייה של הנכסים המנוהלים על ידי גופים מוסדיים לבין קצב הצמיחה של הבורסה המקומית וזה כרגע לצורך העניין תנאי סף בדיון. חוסר ההלימה האמור תומך ומוביל בהתגבשותם של שלושה ממצאים מרכזיים:

בראש ובראשונה- בשוק ההון המקומי- הגופים המוסדיים מהווים גופים דומיננטיים, אמנם לא השחקנים הבלעדיים אבל כן שחקנים מרכזיים ובנוסף לדומיננטיות בשוק ההון המקומי, אנחנו עדים לשני ממצאים נוספים-עלייה בשיעורי החשיפה לחול וגם בשיעורי החשיפה לנכסים לא סחירים.

כפועל יוצא מכך ששוק ההון המקומי לא גדל באותו הקצב, אז באמת אם בוחנים את ההשקעות של הגופים המוסדיים בשוק ההון המקומי- אין שונות מאוד גבוהה. קיימת נטייה טבעית של גופים מוסדיים להשקיע בתאגידים יציבים, בני-קיימא, מאופיינים באיתנות פיננסית, כפי שהולם ומצופה ממי שמשקיע כספי לטווחים ארוכים. ההשקעות מתמקדות בפלח ההשקעות הנ"ל, ומה לעשות שלא כל מנייה בשוק הסחיר רלוונטית למשקיע המוסדי. היינו גם עדים בשנים האחרונות למחיקות ממסחר של לא מעט חברות ציבוריות, דבר שעוד יותר מחזק את המוטיבציה והנטייה של הגוף המוסדי להשקיע בחברות הגדולות והיציבות יותר.

ולגבי חו"ל- ומידת הדמיון שאמנם פחות גבוהה מבישראל אבל גבוהה יותר משל גופים אמריקאים- כפי שראינו כעת- מידת הדמיון בקרב תיקי ההשקעות של הגופים המוסדיים יורדת באופן משמעותי

כשמושא הבחינה הוא הרכב ההשקעות בחו"ל. וברור שכאשר מושא ההשוואה הוא מידת דמיון פורטפוליו ההשקעות בארה"ב, בין מוסדיים ישראלים דמיון רב יותר מאשר בין מוסדיים אמריקאים. לגוף אמריקאי באופן טבעי יותר כלים להכיר לעומק את שוק ההון האמריקאי- המקומי מראייתו- שהוא כמובן שוק גדול יותר, וכפועל יוצא בהשוואה למשקיע הישראלי, האמריקאי ישקיע ביותר חברות, דבר שיביא למידת דמיון נמוכה יותר.

כמי שאכפת לו מהמערכת הפנסיונית, ולכל הנוכחים בדיון המערכת מאד חשובה, אני חושב שהדמיון הגבוה יותר של תיקי המוסדיים הישראליים בארה"ב בהשוואה למידת הדמיון (הנמוכה יותר) של מוסדיים אמריקאיים (ביחס להשקעותיהם בארה"ב)- זה לא דבר שאמור מבחינתנו לעורר דאגה.

אני כן סבור שמידת הדמיון הנמוכה משמעותית בחו"ל (בהשוואה למידת הדמיון בשוק המקומי כאן בישראל), דווקא מעידה שמידת הדמיון בישראל לא נובעת מאיזה "חטא קדמון", בדמותה של מונוליתיות מובנית, או מאפייני השקעות שמעידים על חוסר תחרותיות. מידת הדמיון לגבי השקעות בישראל נובעת מכך שהיצע השקעות בחברות שהן איתנות ויציבות הוא מאד מצומצם. רשות שוק ההון אמונה על הפיקוח והרגולציה בכל תהליכי ההשקעה, לרבות תהליכים של גיבוש מדיניות ההצבעה, הקמת מסלולי השקעה מתמחים, גיבוש מדיניות גידור ועוד. אנחנו רואים את השונות בין הגופים בהעדפות השונות, כלומר- התנהגות שאינה מונוליתית. למשל- מסלולי השקעה מתמחים- ניכרת שונות גבוהה בבקשות שאנחנו מקבלים, לעניין הבחירה של הגוף המוסדי איזה מסלול השקעה מתמחה ברצונו להנגיש עבור ציבור החוסכים, קיימת גם שונות במדיניות ההצבעות של הגופים המוסדיים, מדיניות שהיא כמובן זמינה פומבית באתרי הגופים.

אני סבור שהאתגר שניצב לפתחנו הוא הגדלת היצע בשוק המקומי, דבר שכמובן יביא לירידה במידת הדמיון שקיימת לגבי התיקים המקומיים.

לעניין האחזקות צולבות- מדובר בנושא מאוד חשוב שדנו בו תוך בחינת הנעשה בעולם. יצא מאמר מקיף מהשנים האחרונות של אוניברסיטת Yale - אשר עוסק בנושא של אחזקות צולבות, ודן בחשש שכאשר למנהלי השקעה החזקות בשני גופים מתחרים, ניצב איום פוטנציאלי שבכובעם כמנהלי השקעות בשני הגופים המתחרים- הם ישאפו למקסם את הרווח על בסיס כולל של שני הגופים, כלומר הרווח המצטבר, ולא של כל חברה standalone. הדבר כמובן עלול לפגוע בתחרותיות. דובר במחקר הנ"ל על מאפייני ההשקעה של הגופים המוסדיים, ככאלה שאינם נוקטים בפעולות מסוג 'השתלטות עוינת', ובהיותם מחזיקים המאופיינים כמשקיעים פסיביים, החשש מהשתלטות עוינת על כל חברה ומקסום הרווח על בסיס מצטבר חלף standalone הוא לא כל כך רלוונטי. במקרה הזה "הריקוד" לא מתאים "לרקדן".

רוני טלמור

משרד המשפטים לקח חלק בעבודת הצוות שהתייחס לפרק ד' בדוח הריכוזיות, ואנחנו שותפים לחששות שהעלה הצוות ולצורך שהעלה להמשיך ולבחון את השלכות ריכוזיות הגופים המוסדיים,

שיש לה פנים פוטנציאליות שונות שנוגעות למבנה הענף, למדיניות ההשקעות ולסחירות, וגם לממשל התאגידי בשוק ההון. הצוות עמד על החשש שהמבנה של הגופים המוסדיים עלול לגרום לניגודי עניינים שיתבטאו גם בהיבטי ממשל תאגידי, לרבות בהשתתפות באסיפות.

כמה מילים לגבי ממשל תאגידי. חוק החברות קובע כללי ממשל תאגידי טובים ומתקדמים, ומעמיד כלים רבים לבעלי המניות, אבל כדי שיהיו אפקטיביים צריך שיעשה בהם שימוש. במהלך השנים יש מגמה של גידול בנוכחות של המוסדיים בבורסה, גם באמצעות השקעות אינדקס – בדומה למה שקורה בשווקים מערביים אחרים. לצד זאת אנחנו רואים קיטון בגרעיני השליטה ועלייה במספר ובנתח של חברות שאין בהן בעל שליטה, כך שיש חשיבות הולכת וגוברת לנוכחות פעילה ומושכלת של המוסדיים בהיבטי ממשל התאגידי. זה נכון לגבי השתתפות והצבעה באסיפות ולגבי stewardship בכלל. חלק מהחשש שהריכוזיות יוצרת הוא שנראה התנהגות פחות חכמה ופחות עצמאית של המוסדיים בהיבטים אלה, באופן שבסופו של דבר יפגע בהגנה על משקיעים ובהגינות של שוק ההון. חששות אלה עלו כבר בדוח ועדת חמדני משנת 2008 ונכונים ביתר שאת כיום.

מעבר לעצם ההצבעה באסיפות ו-stewardship, חשוב לציין גם את החשיבות של הגברת שקיפות ההצבעות, המעורבות בממשל התאגידי ושיתופי הפעולה בין מוסדיים, כמו גם חסרונם של גופי הייעוץ למוסדיים שבשנים האחרונות נדחקו מהשוק בשונה מהמקובל בעולם. כל אלה מאוד חשובים לטיוב ההגנה על משקיעים בשוק ההון.

אילן גילדין

רק שתי הערות קטנות - ריכוזיות דרך החזקות משותפות היא עובדה. כלומר ההשלכות של הסוגיה זה משהו שנתון לוויכוח.

דבר שני אפשר להקשות והקשינו גם עם עצמנו בדיון שעשינו, אז בשביל מה צריכים כל כך גופים? אז אם הם נראים כולם אותו דבר ובתוחלת הם פחות או יותר משיגים את אותן תוצאות אז בשביל מה?

יהודה בן אסאייג

בוקר טוב לכולם, אני חושב שסוגיית הריכוזיות או אי התחרות בשוק ההון קצת מועצמת לטעמי בכדי שתהיה גורם באמת דומיננטי בדיון הזה ותהווה משקל בקבלת החלטות עתידיות של הרגולטור בשנים הבאות.

כפי שאנחנו רואים את הנושא הנדון ואני מדבר כאחד הגופים המוסדיים. האפיק שצמח. באופן מרשים ביותר בשנים האחרונות במסלולי ההשקעות שאנו מנהלים, היה האפיק הלא סחיר, זה מאפשר לנו לפתח מגוון רחב של השקעות מסוגים שונים, אגב תחרותיות רבה בין היצרנים המוסדיים. בלית-ברירה נקלענו למהלך הזה כי השוק הסחיר, לפחות בארץ היה קטן ומצומצם לגודל ההשקעות שנדרשנו אליהן. הנושא יצר אפשרויות השקעה חדשות עם פתח מאוד רחב לגיוון שמגדיל את השוני

בין תיק השקעות המוסדיים ויוצר תחרות על אפיקי ומטרות ההשקעה, אגב, לא רק באקוויטי אלא גם באגרות חוב לא סחירות או ההלוואות שאנחנו נותנים. נוצר פה מגוון עצום של השקעות חדשות, לא רק בארץ, אלא גם בחו"ל, כך שאנו הולכים ומתרחקים מאילוצי השוק הסחיר הקטן יחסית בארץ..

גיא מני

לא נוצרת בעיית תמחור בכול הסיפור הזה?

שלומי שוב

אני מאמין שאנחנו נעסוק בזה השנה.

יהודה בן אסאייג

לגבי נושא הממשל התאגידי ואני יכול להעיד, לפחות מטעמנו, שהקפדה בכל מה שקשור להפרדה של הנוסטרו והעמיתים נשמרת באופן מלא. שתי ועדות השקעה שונות, נפרדות לחלוטין, חברי וועדות שמקבלים החלטות נפרדות בכל אחת מההצעות שבאות לידי דיון. בעניין הזה אני יכול להרגיע את כל מי שדואג בסוגיות האלה. דבר נוסף שעומד בסתירה לרצון או לרוח הדיון פה הייתה הגבלה שהושתה עלינו בכל הקשור להוצאות הישירות בניהול השקעות המוסדיים. ההשקעה בקרנות חיצוניות אפשרה לנו להכניס שחקנים נוספים למערך השקעות המוסדי שלנו עם מגוון יכולות ודעות אחר לחלוטין, אם זה בקרנות הגידור או קרנות חוב, או קרנות אקוויטי פרטיות. אפשרויות חדשות שפחות נתונות לנו בתחומים שבהם לא יכולנו להתמחות בהם. לך תמצא את המומחה לסייבר, לביו-טכנולוגיה, לתעשיית התרופות ודווקא כאן נוצרה לאחרונה המגבלה שמצרה ולא בצדק את האפשרויות. נושא אחר שהולך ומתפתח וחשוב מאוד להבין זו סוגיית הניוד בין היצרנים בתחום המוסדי, אתה קצת נגעת בזה. הניוד הגדול שקורה בימים אלה במערך הפנסיוני, ואני כולל את הגמל ואת הפנסיה, יכול להוות סכנה אדירה. למגוון ולתחרות בשוק - ולמה אני מתכוון? תסתכלו על מגמת הניוד בשנים האחרונות שקורות בשוק הפנסיה ותראו מיליארדים זה מתחיל כבר להגיע לעשרות מיליארדים שנעים מיצרן ליצרן, אגב, לא תמיד משיקולי טובת הלקוח

אמיר ברנע

סוכן ביטוח.

יהודה בן אסאייג

אתה אמרת.

אמיר ברנע

אני אמרתי כן.

יהודה בן אסאייג

לא משיקולי טובת הלקוח, לפעמים גם העמלה היא זו שמכוונת את הדברים, והדבר יוצר מוביליות ואי וודאות אדירה שמקשה עלינו, בחלק מהמסלולים לנהל את המסלול עם שיקולים ארוכי טווח, מספיק כדי להפיק את המקסימום שאנחנו יכולים עבור הלקוחות שלנו, אנחנו מתמודדים עם הסוגיה הזו מנסים יחד נציגי הרשויות גם כן לגבש תפיסת עולם איך מתמודדים עם התופעה הזו, אבל בהחלט תופעה לא בריאה לשוק, במיוחד שלא נעשית מטעמי טובת הלקוח אלא משיקולים אחרים.

אמיר ברנע

זאת אומרת אתה תתמוך במגבלות על הניוד למשל אחת לחודש או אחת לשלושה חודשים, זאת אומרת מתי צריך להיות פער הזמן בין ההודעה לבין הביצוע?

יהודה בן אסאייג

עוד לפני הטלת מגבלות על הניוד בטיימינג שאתה מתכוון אליו, הייתי מנסה לזהות טוב טוב את התמריץ שעומד מאחורי הניוד הזה.

אמיר ברנע

זאת אומרת שמישהו מרוויח מניוד שאיננו העמית.

שלומי שוב

זה החשש מעיוות.

יהודה בן אסאייג

אם מישהו פה אחראי על טובת הלקוח שיבדוק את הנושא הזה ויחליט מה הדרך הנכונה להתמודד עם הסוגיה הזו.

גיא מני

רציתי להתייחס קודם כל לנושא של מה היה קורה אם היו יוצאים כספים בצורה אגרסיבית של חוסכים מקופות הגמל בהמשך להערות האחרונות.

אז קודם כל לדעתי, בניגוד ל 2008 החוסכים בשוק ההון מאוד התבגרו. ראינו זאת בירידות החדות בשווקי ההון גם בקורונה וגם בשנה האחרונה שכמעט ולא הייתה יציאה של כספים, להיפך – כיוון שמי שיצא ב 2008 הפסיד הרבה מאד כסף והחוסכים הבינו זאת, ופה יש את היתרון בגופים לחסכון ארוך טווח. הגופים המוסדיים בתקופות של משבר בגלל הכספים שהם מקבלים, הם אלה שעומדים וקונים רוכשים סחורה/מניות/אג"חים בשוויים הרבה יותר אטרקטיביים וכלכליים בניגוד דווקא אולי לא ציינתם את זה לקרנות הנאמנות ששם יש איזשהו אפקט של עדר. בדרך כלל בעלויות נכנס הרבה כסף, והם מחויבים לקנות מניות ואג"חים בשוויים גבוהים, ודווקא מתי שהשוק נופל הם מקבלים פדיונות ונאלצים למכור סחורה.

גיא מני

אז להערכתך נקודה זו שציינתי מקנה פה יתרון לגופים המוסדיים.

כעת להשוואה והדמיון בין גופים מוסדיים, אני חושב ש צריך לשים את הדברים בפרופורציות. הגופים המוסדיים ב 5-6 השנים האחרונות גדלו מאוד כמו שיהודה ציין באפיק הלא סחיר. יש לנו החזקות של מעל 20% באפיק הלא סחיר, שמורכב מרכיבים שונים כדוגמת רכיב אשראי עם עשרות הלוואות שונות ומגוונות, רכיב תשתיות עם השקעות בפרויקטים מפוזרים בתחומים ובסקטורים שונים בתשתיות הן בחו"ל והן בישראל, בנדל"ן בתחומים מסקטורים שונים לגמרי כמו לוגיסטיקה, מולטי פמילי, משרדים וחוב, ומפרייבט אקוויטי בה ישנה אחזקה בקרנות מפוזרות שי לנו עם מנהלים מהטובים והאיכותיים בחו"ל ובישראל. ההשקעה בקרנות נכון, שמשלמים עליהן דמי ניהול אך היא חושפת אותנו לעסקים בינוניים וגדולים, באירופה ובארה"ב כלומר, יש פה השקעות בהרבה יותר חברות מאשר המספר 400. מניות או אג"חים שנציג בנק ישראל ציין במחקר, תוך פיזור עצום של הגופים המוסדיים ויש שוני מאוד משמעותי בין גוף לגוף.

אמיר ברנע

זאת אומרת שקיים צפי לפער בתשואות כי באמת האחידות שבתשואות מטרידה. כולם בין 6%-7% בחמש שנים האחרונות, להוציא את אלטשולר שחם 4%.

גיא מני

כן, נוצרות כיום גם הזדמנויות. אם יהיה מיתון וגם במידה ולא נראה מיתון אתה יכול למצוא הזדמנויות נוספות בחול שהחוסכים הישראלים יכולים לגעת בהם.

מעבר לזה שיש גם ברכיב האג"חים בחול ובישראל נמעד שונה של אחזקות בין הגופים וגם בהיבט של המח"מ וההצמדה – צמוד/שקלי/מט"ח קיימת שונות בין הגופים.

אני חושב שיש פה הרבה מאוד שוני, נכון שהתיק במניות בישראל הוא יותר מרוכז, כי לצערנו אין הרבה מניות בישראל ואין מה לעשות כרגע.

שלומי שוב

יש משהו שהטריד אותי בדברים של בארי כספי שהוא אמר שלמעשה לגופים המוסדיים הישראלים אין את המשאבים או את היכולת להיכנס לעומק בהשקעות בחו"ל ופה אמרת משהו כזה נכון?

בארי כספי

באופן יחסי למשקיעים האמריקאים.

שלומי שוב

זה עוד פעם מחזיר אותנו לסיפור שדיברנו יחד על ועדת יפה וכו'. אז כשאתם משקיעים בחו"ל אתם עובדים עם מנהלים?

גיא מני

הרוב הגדול שלנו זה בהשקעה דרך מדדים, אבל עדיין יש לנו סדר גודל של בין 10 – 15% במניות בודדות גם בחו"ל, בעיקר במניות הגדולות.

שלומי שוב

ומה היכולת שלכם באמת להשקיע פרטנית במניות?

גיא מני

יש לנו מחלקת מחקר BYSIDE גדולה המורכבת מאנליסטים ברובם הגדול בוחן את החברות/מניות בישראל וגם אנליסטים לחו"ל.

שלומי שוב

אבל אני מניח שיש מגמה לאור מה שקורה עם הכסף שיוצא ל חו"ל וכל הרפורמות וכו' שאומרת שאתם צריכים לחזק את התחום הזה.

גיא מני

נכון בגלל זה גייסנו אנליסטים ומנהלי השקעות שהתמחותם היא בחינת השקעות בחול במניות ובאג'יחים, אבל בכל זאת, צריך לזכור שליבת ההשקעות שלנו היא דרך מדדים שהחלק הארי הוא מדד ה- S&P 500 שמורכב מ-500 המניות הגדולות והבינלאומיות וזה גם נותן יותר פיזור, מה שכאן

נלקח כאחזקה בנייר בודד, אבל בסופו של דבר זה הממדד הגדול והאינדקס הגדול בעולם לצד זה, יש לנו השקעות בסקטורים בארה"ב וגם יש לנו השקעות במדדים אחרים בעולם, והשקעה בקרנות נאמנות ומניות בודדות.

אמיר ברנע

לסיכון המטבעי אתם עושים הגנה נפרדת, או כחלק מהתמורה?

גיא מני

אני מסתכל על כל הפול של ההשקעות בחו"ל אשר עומד, נגיד סדר גודל של 40 עד 50% וקובע כמה לגדר וכמה לא לגדר, בהתאם גם לשיקולי מאקרו, בהתאם לעלויות הגידור השונות ובהתאם למצב הכלכלה בישראל ישראל.

נועם מיכלסון

קודם כל מבחינתנו כרגולטורים שאלת היציבות והמהירות של העברת זעזועים חשובה. אולי זה פחות מעסיק אתכם. עבורנו זו שאלה מאוד מטרידה לאור העובדה שמדד הדמיון, אפשר להגיד, קרוב מאוד ל 100% אם לוקחים בחשבון גם את זהות המנפיק. מבחינתנו זה מטריד. ועדיין, למרות היציאה לחו"ל, הכל זה עדיין 600 מיליארד שקלים. זה דבר אחד. דבר שני, לגבי חו"ל: יכול להיות שזה באמת עניין של מגמות, אבל עדיין מדובר על 400 מניות ואג"ח בלבד בהן מושקע רוב הכסף. אפילו S&P 500 זה 500 מניות ופה אנחנו מדברים על 500 מניות ואג"ח.

אמיר ברנע

אבל יש חלק לא סחיר בנפרד.

נועם מיכלסון

בנפרד. אנחנו מודדים את המניות והאג"ח, אבל גם את התיק של התעודות סל ואנחנו רואים שגם שמה הם משקיעים באותן תעודות סל.

לגבי האשראי, הרבה פעמים האשראי ניתן לאותן חברות שבהן משקיעים בתיק הסחיר, כלומר שגם פה זה לא לגמרי אורתוגונלי. זה לא חברות אחרות לגמרי. אז אני אומר שצריך לזכור גם את הדברים האלה.

נטלי ג'ייקובס

אני מטפלת בעסקאות רבות בנגזרים, השאלות, הגנות ניהול סיכונים מהזווית המשפטית. רציתי לשאול איפה במחקרים שלכם באה לידי ביטוי הפעילות ההגנתית השוטפת שמבצעים המוסדיים בניהול הסיכונים שלהם ובגידור החשיפות בהשקעות? זאת שאלה אחת.

ושאלה שנייה, מתבצעים כיום צעדים המשמעותיים לפתוח את מאגר השאלות של מסלקת הבורסה לגופים המוסדיים. אנחנו מעורבים בתהליכים האלה. אנחנו רואים בזה משהו מבורך, כיצד והיכן התייחסתם לניירות מושאלים, ואם בכלל או איך צריך להתייחס במחקרים להגנות, השאלות ונגזרים לעניינו.

אמיר ברנע

השאלות אלה מכירות חסר בעיקר?

נטלי גייקובס

לאו דווקא. יכולות להיות עסקאות השאלה לצורך השאלה בלבד וקבלת דמי השאלה. אתה מוסדי שמחזיק בתיק לזמן ארוך, אתה בעצם יכול להשאל את הניירות שמוחזקים אצלך לזמן ארוך רק כדי לקבל דמי השאלה בלי עסקה בחסר. אתה בעצם מעמיד את התיק שלך לשימוש במאגר השאלות, דיבדנדים הצבעות, נזילות של הניירות ההלו וכל שימוש שהוא.

נועם מיכלסון

(בתשובה לשאלה על נגזרים והשקעות במט"ח): אנחנו מסתכלים על זה בבנק בעיקר מכיוון מאקרו. לא התייחסו לזה בניתוח של הדמיון פשוט בגלל מגבלות טכניות שמקשות על הזיהוי של הנכסים האלה.

אילן גילדין

בנוגע למאגר השאלות גם אנו רואים את היוזמה בצורה חיובית. שואפים לעבוד עם הבורסה כדי לראות אילו חסמים ניתן להסיר על מנת להפוך את המאגר לפעיל יותר.

יעל רגב

רציתי להוסיף כמה נקודות קטנות שאני מרגישה שלא לגמרי התייחסו אליהם. קודם כול כל הזמן אנחנו מדברים על זה, שהעובדה שיש איזשהו תיק שוק שגורם לדמיון זה רע כי זה גורם לדמיון גבוהה אז הטענות נגד דמיון ברורות, אבל מצד שני כן קיים בתאוריה תיק שוק אופטימלי ולאור זאת הציפיה בסופו של דבר היא שהמוסדיים לא יחרגו בצורה מאוד מאוד בולטת מאיזשהו תיק שוק אופטימלי, כי בסוף אנחנו רוצים למקסם את תשואת העמיתים.

צריך לזכור שהחיסכון הפנסיוני בא קודם כל לשרת את תשואת העמיתים לטווח ארוך. ברור שצריך לגוון ולפזר, אבל כן יש איזשהו תיק שוק אופטימלי. כלומר, אנחנו לא מצפים שכל אחד ישקיע במקום שונה לגמרי, אבל שוב זה דבר שולי ביחס לזה שבארץ כנראה פשוט אין היצע מספיק רחב. עובדה שכשאנחנו מסתכלים על חו"ל אנחנו כן רואים שונות הרבה יותר גבוהה בהשקעות של המוסדיים וכך גם בחלק הלא סחיר של התיק. והדבר העיקרי שרציתי להגיד, הוא באמת כמו שגיא פה אמר וזרקתי

פה חצי הערה בדרך אגב כשגיא דיבר, שכאשר מסתכלים על המונוליתיות שיכולה להוביל למשבר אי אפשר להפריד את הדיון על המוסדיים מדיון על קרנות נאמנות, כלומר בסוף הנתח שוק של הקרנות נאמנות הוא מאוד דומה אם אנחנו משווים את הסחיר של המוסדיים 590 מיליארד לעומת 450 מיליארד בקרנות נאמנות.

אמיר ברנע

זה גם פסיבי את מדברת רק על האקטיבי, האקטיבי זה 200 מיליארד שקל.

יעל רגב

סחיר וסחיר אתה משווה פה ושם ובסוף מדובר בסדרי גודל דומים.

אמיר ברנע

פסיבי זה לא בניהול, אין פה ניהול יחסי כשאת קונה קרן פסיבית

יעל רגב

נכון, בסוף מדברים על ההשפעה על השוק הסחיר שוק ההון הישראלי? יש לך קרנות נאמנות בסדר גודל לא מאוד שונה מסדר גודל של החלק הסחיר בישראל של המוסדיים.

וצריך לנתח גם את ההשפעה של קרנות הנאמנות. עכשיו הסתכלנו קצת על הנתונים במשבר של 2020, במשבר הקורונה הייתה תנודתיות מאוד מאוד גבוהה בקרנות נאמנות, היו הרבה משיכות. לעומת זאת דווקא המוסדיים במשבר הזה היו גורם מייצב בקושי זהו, אז כשמנתחים את ההשפעה על כלל שוק ההון הישראלי, אי אפשר לנטרל את קרנות הנאמנות וחייבים לבחון גם אותן כחלק מהגורמים המשפיעים על השוק.

שלומי שוב

אבל יש פה משהו מאוד פרדוקסלי אשר מאוד מתחבר כפי שאמרתי לדיון שלנו על ועדת יפה. מצד אחד יש לכאורה חסמי כניסה ומצד שני אנחנו באים ואומרים מדדים פסיביים, איך זה מתיישב?

בארי כספי

חשוב לדעתנו לוודא הנגשה של מסלול עוקב מדד לכל מי שחשקה נפשו בהשקעה שהיא יותר זולה ו/או מאמין בהשקעות מסוג זה. אבל זה לא בא ואומר להעביר את כולם להשקעות פסיביות. רק לוודא שהחלופה הזאת קיימת. הכוונה אינה לוותר כליל על ניהול אקטיבי, אלא רק לוודא שיש הנגשה

של האלטרנטיבה של הפסיבי. יש ויכוח ארוך שנים שניטש באקדמיה ובמחקרים לגבי פסיבי vs אקטיבי, גם בפרקטיקה רואים שלאורך שנים מי שהשקיע ב S&P 500, בעקביות חוצה עשורים, עשה תשואה טובה ויפה, ולכן פעלנו להנגיש מסלולים עוקבי מדד.

שלומי שוב

אבל עדיין הניהול האקטיבי מחזיק את הלקוחות?

בארי כספי

כעת שהחלנו את החובה להנגיש את המסלולים הפסיביים, נראה איך פני המציאות יתגבשו, ואם בסופו של יום ידם של המסלולים הפסיביים תהיה על העליונה- אז מתוך העדפה נגלית וכנייל לגבי המצב ההופכי שיעדיפו את האקטיבי. אנחנו מוודאים שהחלופה הזאת זמינה.

שלומי שוב

אבל השאלה אם אין פה מלכוד בדרך שבה הלקוחות רואים את זה?

רוני עפר

המשחק הזה כבר הוכרע. הנתונים מראים, לדוגמה, שארצות הברית החלק הפסיבי של ניהול ההון גדל יותר מהר מההון המנוהל האקטיבי. אתה יכול לראות שתי עקומות שהולכות ככה, זה הפאסיבי, וזה האקטיבי. ואני חושב שאם תסתכל על 15 שנים קדימה, הפאסיבי, יעקוף את האקטיבי ואין ספק שזה יקרה.

לשאלה זו יש תשובה מאד מעניינת. הרי אם אבל, מה שיקרה בסופו של דבר יהיה שיווי משקל מסוים שמי שינהל אקטיבי ירוויח הרבה ומי שינהל פסיבי ירוויח פחות. כך שלמנהלים שטובים בניהול אקטיבי יהיה תמריץ לעשות זאת.

ואתה צריך להיות קרוב לשוק כדי להיות אקטיבי, אבל זה הפתרון בסופו של דבר ובסופו של דבר החלק הפאסיבי יהיה החלק המהותי.

שלומי שוב

הצרכנים מבינים את זה?

רוני עפר

בוודאי, תסתכל מה קורה פשוט על הזרימה של הכספים. כבר היום הזרמת כספים לניהול הפאסיבי, יותר גדולה, אני מדבר על ארה"ב, מאשר ההזרמה לניהול האקטיבי.

מני נאמן

תודה על הדיון אני חושב שזה דיון מרתק ויש לי הרבה מה להגיד אבל אני אתחיל בזה שאני אסכים עם כול מילה שיהודה אמר, אני רק שלא יגידו שיש פה תאימות.

אני חושב שיש פה הרבה מאוד רבדים שאני חושב שאי אפשר להכיל אותן בדיון כזה של שעתיים ולכן אני מבקש להתייחס לשתי נקודות בלבד. הראשונה, יש קשר מאוד מאוד ישיר בין איכות ההשקעה לבין הוצאות ההשקעה. אתה אומר את זה כל הזמן ואתה צודק 100%, ואני רוצה לתקוף את זה בנקודה אחת. כל המחקרים מראים וזה הסכמה בשולחן של כולם שההיצע בישראל קטן ויציאה לחו"ל תלך ותגדל כבר בפניקס היום בנכסים הסחירים יש יותר מ 50% בחו"ל.

עכשיו, כדי שהמוסדיים יעלו את תיקם בחו"ל, גם בנכסים הסחירים, אבל בוודאי בנכסים הלא סחירים. בהשקעות הלא סחירות, גם בנגישות וגם באיכות הם צריכים לפתוח משרדים בחו"ל.

בדיוק כמו שהמקבילים בעולם יש קרן בקנדה יש לה משרד בלונדון ובניו יורק ובעוד מקומות בעולם. אותו דבר המוסדיים בישראל, בוודאי הגדולים הגיעו לגודל שצריכים לפתוח משרדים בחוץ, לאפשר נגישות הרבה יותר טובה לעסקאות. on the ground הבעיה המרכזית בזה, שהשיטה, העלויות המאוד מאוד יקרות על חול, היא רק על הנוסטרו ואין אפשרות להשית את העלויות הגבוהות הללו כרגע על העמיתים.

אמיר ברנע

ועל כפל דמי הניהול.

מני נאמן

לא, לא רק בגלל כפל דמי הניהול בגלל העובדה שזה לא הוצאה שקשורה באופן ישיר לעסקה אלא קשורה באופן כללי של ניהול השקעות ולכן אתה לא יכול לשים את זה על העמיתים להבדיל מהוצאה שאתה כורך אותה לעסקה ספציפית ולכן אני חושב שזה טעות אם לא נתקן את הדבר הזה, משום שהקפיצה הבאה של המוסדיים והאיכות של ההשקעות וגם הפיזור סיכונים יבוא מחו"ל כדי שזה יקרה חייבים להיות on ground. זה קורה בכל העולם, כל משרד השקעות גדול יש לו נוכחות בערים מרכזיות בחו"ל וחייב להיות גם במוסדיים, אני חושב שזה צריך להיות דחיפה ודרישה של רשות שוק ההון. אתם צריכים לדחוף את הגופים המוסדיים להקים משרדים וכו'.

הערה שנייה זה לגבי מה שמרים הציגה במחקר שלכאורה החזקה צולבת גורמת לתחרות מרוככת, קודם כול כמשפטן אני קראתי את החומר, אני לא יודע אם כולם פה קראו אני דווקא קראתי זה עניין אותי אז המחקר שהצגת הוא מחקר מ 2018 מאוד שנוי במחלוקת ומחקרים מאוחרים לו מראים ממש הפוך, אבל אני שם את זה רגע בצד.

מה שיוצר תחרות זה התמרוץ שיש למנהל לקחת סיכונים. איפה פגענו בזה? הגזמנו בנושאי התגמול, אני יודע שעכשיו תגידו אבל אין מה לעשות, אבל מה שבסוף גורם להנהלה לקחת סיכונים, לחשוב

רגע אחרת לחשוב מחוץ לקופסה זה שיש לו תמריץ ובסוף תגמול. אני חושב שבמטוטלת של התגמול מדינת ישראל הלכה לכיוון שמקשה על התחרות ולכן זאת הבעיה. אלה שתי הערות שהייתי רוצה להעיר.

עמירם גיל

אני רוצה להצטרף בכמה מילים על נושא המעורבות. האקטיביזם של המוסדיים ואיך כל מה שאנחנו מדברים עליו משפיע על העולם הזה. קודם כל אני חושב שצריך לזכור שבגדול התופעה הזו, שנקראת מעורבות מוסדית זו תופעה מבורכת, אנחנו במשך שנים ייחלנו ליותר מעורבות ואנחנו הגענו למצב היום שאנחנו יכולים לנתח כיצד המעורבות הזו באה לידי ביטוי. אולי צריך לתקן אותה, לתת יותר שקיפות וכו'. אבל קודם כל בואו נזכור שזה דבר שאנחנו ייחלנו אליו, הוא דבר חיובי ככלל.

אנחנו רואים שהמעורבות הזו מאוד גדלה בשנים האחרונות, ככל שגם המשקל של המוסדיים גדל, במיוחד בנושאים כמו מינוי דח"צים ושכר הבכירים. אני חושב שאנחנו נמצאים היום בנקודה בזמן שבה מתבקש לשאול, לאחר שהוועדה באמת הניחה את התשתית לזה, מה הלאה? לאן זה הולך? ברור שיש כאן איזושהי סוגיה שעלולה להתהוות כבעיה. ובמובן הזה אני חושב שצריך להתחיל לחשוב על פתרונות כדי להגדיל גם שקיפות, גם בקרה, גם פיקוח על האופן שבו המוסדיים מעורבים.

אני חושב שבגדול מדובר על שני סוגים רצויים של פתרונות ששווה להתחיל לחשוב עליהם. אחד, נקרא לזה - אני מרשה לעצמי לומר - סוג של פתרון טכני, אם זה הגדרה של שקיפות, במובן של פרסום דוחות, כפי שנהוג בארצות הברית בצורה יותר מפורטת ויותר מעמיקה לגבי המעורבות המוסדית. אנחנו לא נמצאים שם וחבל שאנחנו לא נמצאים שם.

פתרון נוסף יכול להיות שהמוסדיים עצמם - עוד לפני רגולציה - יבטיחו העדר זיקה בין המועמדים שהם מציעים לתפקיד הדח"צ לבין המוסדי הממנה, דבר שיש היום כבר את האפשרות לעשות אותו כהוראה מומלצת בחוק החברות. מוסדיים יכולים ליזום דבר כזה, ולהבטיח היעדר זיקה כזו, באופן אקטיבי. הסוג השני הוא הסוג הייתי אומר יותר מבני ונוגע לאופן שבו המוסדיים מגבשים את מדיניות המעורבות שלהם. אני חושב שהזכרה מקודם הבעיה של היעדר גוף ייעוץ רשמי מאז שאנטרופי יצאה מהשוק, או בעצם הייתי אומר "הוצאה" מהשוק הזה.

ההוצאה הזו של אנטרופי מהשוק בעיני זה דבר ששווה לחשוב אם זה היה מהלך נכון או לא נכון, אני לא בטוח שהיה נכון, אבל לטווח ארוך אני חושב שהגיע הזמן לבחון מנגנונים דומים של גוף בלתי תלוי ועצמאי, שיוכל לכוון את המוסדיים ולסייע למוסדיים. מעין אנטרופי כגוף ציבורי. בארצות הברית למשל, קיימת מועצה, מועצת הגופים המוסדיים שעושה את זה באופן בלתי תלוי ועצמאי, כגוף של הגופים המוסדיים.

אמיר ברנע

אני חשבתי בהמשך למה שאתה אומר על הנושא של הצבעה ב"כללי" ביטוח שיש לה השלכות על ההשקעה במקס, מה אנחנו מצפים לראות שיצביעו המוסדיים? יש פה שאלות מורכבות, האם זה מחליש את כלל ביטוח? נניח שיצביעו נגד ההצעה הזאת. יש לזה השלכות על ניהול כלל ביטוח, על העוצמה של כלל ביטוח, אפשר לראות את זה מכל מיני צדדים יש מתחרים לכלל ביטוח, השאלה של הצבעה פה האם אנחנו נראה הצבעה שהיא טהורה לטובת העמיתים או שנראה הצבעה שמעורבת בכל מיני שיקולים בנוסף כלל ביטוח מצביעה במקומות האחרים, אני לא יודע איך ההחלפות יסתדרו.

ארז ברק

אני יועץ חיצוני של אלטשולר שחם מה שאני אומר הוא דעתי בלבד ולא בהכרח משקף את דעתם. אני רוצה להתחבר לדברים שנאמרו על כלל ביטוח, 15% מבעלי המניות צועקים ואת 85% האחרים לא שומעים בכלל, זו מידת האקטיביזם המוסדי.

הפלטפורמה שיצרו הרגולטורים בנושא ההצבעות באסיפות הכלליות לא מצדיקה את עצמה, היא לא מסוגלת לספק את הסחורה. לא לחינם הקימו את ועדת חמדני, כי המוסדיים ישמחו אם יהיה מי שישחרר אותם מלהשתתף באסיפות הכלליות. מי שישחרר אותם יזכה בהרבה אהבה מצידם. אין להם מוטיבציה להשתתף באסיפות הכלליות. הם מתחפשים לאקטיביסטים, בלית ברירה, רק אחרי שהסוסים בורחים מהארווה. כך בשופרסל או בכל מיני מקרים אחרים. אבל כשרוצים לעשות את הדברים, לשפר ממשל תאגידי הפלטפורמה לא מאפשרת את זה. רשות שוק ההון פרסמה לפני שנה נייר עמדה מאוד חכם בנושא ועדת השקעות עמיתים. הנוסח יצא עם לא ברור אך הכוונה היתה להפריד בגופים המוסדיים את מי שמעורב בהחלטת השקעה ממי שמעורב באיך מצביעים באסיפות כלליות. זה פותר את כל הבעיות כי אז זה לא משנה אם גוף מוסדי מחזיק ביוחננו ובשופרסל כי מי שקובע איך מצביעים באסיפה הכללית יהיו אנשים שבכלל לא היו שותפים להשקעה הזאת. הם קובעים איך מצביעים באסיפה הכללית אז מתייחר כל הסוגיה הזאת.

לצערי הרב, יש תהום בין מה שקורה במציאות לבין מה שהרגולטורים חווים. פניות לרגולטורים לא נענות. לצערי זה גם רשות שוק ההון, רשות לניירות ערך ובנק ישראל בקשר עם כולם ניסיתי, זה לא עובד, אין כל כך מוטיבציה לעשות את הדברים האלה ודברים בסיסיים ביותר לא מוסדרים, לדוגמה, הפרדת רשויות תאגידית. זה דבר בסיסי בממשל תאגידי, אבל פה יש תמיכה בכך שיש יו"ר פעיל שמעורב בעסקים. אף אחד מהרגולטורים לא מגלה את דעתו בנושאים האלה. בנק ישראל נתן דעתו בנוגע ליושבי ראש של הבנקים לקבל תגמול משתנה מה שנמצא בכיוון הנכון, אך מצד שני שותק כשבנק לאומי העבירו את האפשרות לתת אופציות לדירקטורים.

שלומי שוב

מה ההצעה שלך?

ארז ברק

ההצעה שלי זה שרגולטורים ימלאו תוכן סביב ממשל תאגידי, שיגידו מה זה כללים של ממשל תאגידי תקין. רשות לניירות ערך הציעה לפני 15 שנים לצרף שאלון ממשל תאגידי והיום זה משהו בהתנדבות ועוד כל מיני דברים כאלה. מדברים על להציע מועמדים לדירקטורים, אז לכל דבר ממציאים פטנטים, היום המוסדיים מציעים דירקטורים אבל לוועדה פנימית של הדירקטוריון, זה לא נקרא להציע דירקטורים. הצעת דירקטורים על ידי מוסדיים היא ישירות לאספה הכללית. יש אין סוף דברים, זה לא יצליח להחזיק את עצמו עד שלא תעבור רביזיה, הסתכלות מחודשת על הכללים של התוויה באסיפות כלליות.

משה קאשי

יש דבר אחד שאני מסכים עם אמיר, המתאם עצמו הוא לא הבעיה הגדולה.

אמיר ברנע

לא המתאם – הדמיון.

משה קאשי

הבעיה הגדולה שיש מספר מאוד מצומצם של אנשים ששולטים ומכוונים השקעות בסכומים אסטרונומיים של כספים. בגוף מוסדי אחד הסכום זה יכול להגיע עד רמה של תקציב המדינה, ואנחנו לא יודעים מי אלה האנשים האלה, רק ברמת השמות וגם כאשר אנחנו בודקים, לצורך הדוגמה יש גוף מוסדי שיו"ר ועדת ההשקעות שלו הוא בעל שליטה בחברת תשתית, הוא מנהל הליכים משפטיים מול חברות בפורטפוליו שעליו הוא אחראי, הוא מנהל עסקים עם בעל שליטה שאותו גוף עומד מולו, עוד חבר בוועדת השקעות באותו גוף הוא שכיר בכיר אצל בעל הון מאוד גדול, הניגודי אינטרסים האלה לא יכולים להתקיים ואי אפשר להגיד שהחלטות שמתקבלות שם הם לטובת העמיתים בלי שום ניגודי עניינים.

לגבי פתרונות צריך לצמצם את הריכוזיות על ידי הורדת חסמים מבתי ההשקעות, לאפשר לבתי השקעות קטנים להתחיל להיכנס אל השוק, אם על ידי תשתיות תפעוליות משותפות לכולם אולי אפילו לאפשר לבנקים קטנים, הדיגיטליים להתחיל להיכנס לתחום הפנסיה והגמל מה שאסור לבנקים הגדולים. אפשר לחשוב לעודד את הבעלות של עמיתים על קופות הפנסיה, לא חייב לניהול כספי פנסיה תחת מודל עסקי. צעדים הרבה יותר אגרסיביים שיכולים להיות ואנחנו תומכים בהם, הם להפריד בין פנסיה לגמל, חברת ביטוח לא יכולה לנהל גם פנסיה וגם גמל צריך יותר שחקנים בשוק.

אמיר ברנע

למה?

משה קאשי

מהסיבה שגוף אחד לא יכול לשלוט ב-300-400 מיליארד ש"ח. לסכום יש משמעות, כאשר אתה שולט ב-300-400 מיליארד שקל ואתה שולט בתשתיות

אמיר ברנע

אז לתת תקרה על הסכום, מה זה שייך לגמל ופנסיה

משה קאשי

אז שים תקרה על הסכום זה לא משנה צריך לבזר את הניהול של הכספים האלה.

אמיר ברנע

ולוותר על יתרונות לגודל למשל.

משה קאשי

יתרונות לגודל אני לא יודע אם זה נעצר ב-100 מיליארד, 200 מיליארד. ב-300 מיליארד אין כבר יתרון לגודל - התוספת השולית היא מינורית. כל הבעיות של ממשל תאגידי שהגופים המוסדיים לא נוקטים את הצעדים ההכרחיים, זה נובע מאותן הבעיות שכל האנשים שיושבים בוועדות ההשקעה ומקבלים את ההחלטות הם אפופים בניגודי עניינים, גם עם בעלי השליטה וגם עם העסקים האישיים שלהם.

אמיר הסל

רק לגבי האמירה האחרונה שנאמרה, כל חבר בוועדת ההשקעות צריך לעבור את אישור אגף שוק ההון באוצר, תהליך מאוד ארוך ומקיף הכולל מדידת ניגודי העניינים הפוטנציאליים או הקיימים ויש לא מעט מועמדים שנפסלים. לגבי הסוגיה של הדמיון, הדמיון נוצר כתוצאה מהתחרותיות הרבה בין גופים גדולים מאוד, יש כעשרה גופים כאלה, שהחשש הכי גדול שלהם הוא להיות אחרון ולקבל את גל הפדיונות הגדול. זכורה בהיסטוריה פריזמה שהייתה גוף בלי טראק רקורד מספיק שחוסלה כתוצאה מזה שפגרה בתשואות, ואלטשולר עכשיו, לאחר 10 שנים של הובלה, מספיק כמה שנים של פיגור בכדי להביא לגל פדיונות. לכן יש דמיון רב, בין תיקי ההשקעה של גופים מוסדיים גדולים. ניהול הסיכונים של הגוף, הוא מביא אותם לדמיון בתיקים כלליים. עכשיו אני חייב להשוות את זה, לעולם קרנות הנאמנות. שם - בקרנות הנאמנות, ניהול הסיכונים והסיכויים של קרנות הנאמנות בישראל מביא אותם למבנה שונה במטרה להקטין סיכונים, על ידי פיזור מטורף, בין מספר עצום של קרנות לכל גוף.

הסתכלתי בנתונים: יש בישראל 2327 קרנות נאמנות שמנהלות 367 מיליארד שקל. למה? זה נקרא מודל הכוכבית, הקרנות רוצות להיות במצב שבו, בכל קטגוריה יש להם תיק אגרסיבי, תיק סולידי

ותיק באמצע. כך, אין סיכון לגוף שכל הקרנות יהיו בפיגור כמו אצלך המוסדיים, בגלל הפיזור הגדול. כל אחד מתישהו יהיה טוב. האם יש ייחודיות לבית ההשקעות? האם השיטה הזאת יותר טובה מהדימיון בין גופי ההשקעה המוסדיים, אני חושב שלא. כאשר הייתה רפורמת בכר וגופי חברות ניהול ההשקעות שבאו מעולם הקרנות כמו פסגות נכנסו לעולם המוסדי, התחלנו לראות את התופעה הזאת מגיעה גם לעולם הגמל.

כל גוף כזה הוא מיזוג של כמה וכמה גופים, התחילו להגיד אוקיי יש לי גוף א', ב', ג', שזה דרך אגב המודל בחו"ל לכל ענק בינלאומי גדול יש לו כמה בוטיקים בתוך הבית ותמיד אפשר, אם יש תקופה רעה לגוף אחד, לשווק את השני. אגף שוק ההון בחר שלא ללכת למודל הזה ואסר על ניהול של כמה קופות באותה קטגוריה כדי להימנע ממה שקורה בענף קרנות הנאמנות ואני חושב שהבחירה שלהם היא נכונה. התוצאה היא שניהול הסיכונים והחשש לפגור בתשואות ולהיות אחרון, מביא לכך שיש דמיון מסוים לא קטן באפיקי ההשקעה. לא ברמת הנייר הבודד.

השאלה היא האם זה יוצר איזה שהוא סיכון? לדעתי לא. כי רמת הפיזור היא של כל תיק היא גדולה – פיזור גיאוגרפי, פיזור בין אפיקי השקעה שונים, פיזור בין סחיר ללא סחיר וכו'. בנוסף, יש את המודל הצייליאני - מודל ההתאמה של פרופיל התיק על פני גיל, וכתוצאה מכך, בתוך גוף מוסדי ענק אחד יש תיקים שונים. חוץ מזה, עליית המשקל של הגופים המוסדיים מורידה את הסיכון הסיסטמטי של שוק ההון הישראלי. בעבר הבורסה בתל אביב הייתה תנודתית משמעותית יותר מהשווקים בעולם. קחו את משבר 2008 זה בכלל לא היה משבר של ישראל, הבורסה בתל אביב ירדה יותר מאשר הבורסה האמריקאית, למה?

בגלל שהגוף העיקרי בשוק, היה קרנות הנאמנות והציבור מושפע על ידי הפאניקה. היום התנודתיות בשוק הישראלי יורדת באופן משמעותי, כתוצאה מהדומיננטיות של הגופים המוסדיים, ואני לא חושב שזה תופעה רעה. אני חושב שזה בסך הכל תופעה בריאה. השורה התחתונה שלי בקצרה - אני לא מצליח לראות איזה בעיה נוצרת כתוצאה מהדמיון, אני חושב שאי אפשר לעצור את הדמיון הזה כתוצאה מתחרותיות אלא להפך, והניסיון מראה שהדבר הזה לא יוצר שום בעיה.

אמיר ברנע

אני מסכים איתך שהייתה קצת הגזמה בצורה שבנק ישראל מציג את בעיית הדמיון כבעיה יציבותית. אתה אומר שאין לנו בעיה יציבותית ואפשר להמשיך עם הדמיון בתיקי ההשקעה ללא חשש יציבותי. אתה גם אומר שניוד לא משפיע מה שמשיע הן המשיכות. למשיכות מהמוסדיים יש עלות גבוהה לעמית. אדם לא יכול סתם ככה למשוך מזומן מקופת פנסיה בגיל 38, יש עלות מיסוית, מה הוא יעשה בהמשך החיים? שאלתי את השאלה הזאת, האם קרה שהיו משיכות מהותיות מקרנות פנסיה או מקופות גמל.

אמיר הסל

ב-2008 היתה משיכה משמעותית בקופות הגמל, אבל זה לא יצר שום ביה. בגלל הפיזור בין סוגי הכספים שמנהלים המוסדיים. העובדה שאותם גופים מנהלים גם פנסיה, גמל, השתלמות, צעירים וותיקים מקטינה את הסיכון של משיכת כספים במקביל למשיכות בגמל, נמשכו ההפקדות המשמעותיות של כסף בפנסיה ובביטוח, ולכן לא נוצרה בעיית נזילות ב-2008.

אמיר ברנע

אז יש פה בעיה של ניוד לפי מה שאתה אומר.

אמיר הסל

יכול להיות שיהיה משיכות גדולות בגמל אבל הפנסיה צומחת כי היא בגיל אחר. מדובר פה על ניוד פנימי וגם בין גופים. אין היגיון שצעירים ימשכו את כל כספי הפנסיה שלהם.

נועם מיכלסון

גם אם לא היה משהו כזה בעבר, השאלה אם אתם לא רואים איזושהו מצב שבו יש זעזוע מספיק משמעותי שגורם למשיכה מסיבית ואז מימוש מסיבי וכולם פועלים באותה צורה. כלומר שאם עכשיו ירד המחיר של איזושהי מניה וכולם יפעלו באופן דומה כיוון שכולם מפזרים באותה צורה.

אמיר ברנע

יש איזה תרחיש קיצון של משיכות, כשמגיעים לגשר הזה, אז יכול להיות שמפסיקים את המסחר לתקופה מסוימת, או מונעים ולפחות משהים את המשיכות האלה אם מדובר על מצב קיצוני מאוד.

נמרוד ספיר

אני אגיד כמה דברים בקשר למה שנאמר פה. קודם כל, כמו שאמרת בדברי הפתיחה שלך שלומי, בשנים האחרונות, בתי ההשקעות הכניסו תחרות לשוק ההון. מיום שבתי ההשקעות נכנסו לפעול בתחום הפנסיוני דמי הניהול פחתו והתחרות גברה, וניתן לראות את זה גם בירידה במדדי הריכוזיות בפנסיה. את תרומת בתי ההשקעות לתחרות ניתן לראות גם בשווקים פיננסיים אחרים מקבילים, אם זה בברוקראז' שאנחנו רואים את התחרות שהכניסו בתי ההשקעות מול הבנקים וגם בתחום האשראי החוץ בנקאי. לכן, מה שאנחנו אומרים לרגולטורים באופן שוטף הוא "בואו ניצור את התנאים לכניסה של בתי ההשקעות לתחומים נוספים, באופן שיגדיל את התחרות ויצמצם את הריכוזיות במגזר הפיננסי".

אני חושב שגם הרגולטורים וגם הממשלה לא נותנים מספיק דגש לעלויות התפעול והרגולציה. לפי המחקר של הרשות לניירות ערך, שבוצע לפני שנתיים, הגענו למצב שבו חלה ירידה משמעותית במספר הגופים/החברות המנהלות הפועלות בשוק, בין היתר כתוצאה מהעלייה בעלויות אלו.

השאלה היא, מתי תתחיל להיות חשיבה מרוכזת על הנושא הזה. אנחנו רואים שהשיקולים האלו – של עלויות תפעול ועלויות הרגולציה לא זוכות להתייחסות והן מכבידות מאוד על הגופים וייתכן שאף יצרו סוג של חסם כניסה לתחום הזה. במקום לראות כניסה של חברות נוספות, אנחנו רואים יציאה של בתי השקעות מעולם של חברות מנהלות וקופות גמל ואני לא יודע אם המגמה הזו לא תמשיך בעתיד אם לא יחול שינוי של 180 מעלות. לדוגמא:

אחת מהוראות הרגולציה האחרונות של רשות שוק ההון, כתוצאה מהרפורמה בנושא ההוצאות ישירות, חייבה שם הקמה של מסלולים חדשים. ובאנו בשם בתי ההשקעות היותר קטנים ואמרנו לרשות - "אל תחייבו חברות להקים מסלולים שלתפיסת החברות הם הפסדיים, צריך גם לשקול את עלות הרגולציה שהטלתם על חברה שלא מעוניינת במסלול הזה". מנהלי ההשקעות ומנהלי הגופים באים ואומרים "זה מסלול הפסדי לתפיסתי, אני לא רוצה להקים אותו". ועדיין, ולמרות שהצפנו את הנושא מחייבים אותם להקים. אני חושב שזו טעות בהיבטים אלו וגם בהיבט של עלויות רגולציה. זו דוגמא אחת מני רבות לכך שעלויות התפעול והרגולציה במגזר הפיננסי מרקיעות שחקים ואין הסתכלות הוליסטית של הממשלה על הנושא אלא כל רגולטור מטיל את העלויות שלו בנפרד – באופן שבסוף מביא ליתרונות משמעותיים לגודל ומכביד על התחרות. במקום לחשוב – כיצד לפתח את התחרות ולהביא עוד גופים, התוצאה של ריבוי הרגולציה והיעדר ההסתכלות הכוללת מביאה לצמצום התחרות בפועל.

שנית, כשמדברים על ריכוזיות במגזר הפיננסי בעולמות של קרנות פנסיה וקופות גמל אנחנו באים ואומרים "תנו לבתי ההשקעות להיכנס". וכל דיון על ריכוזיות במגזר הפיננסי לא יכול שלא להתעסק במוצרים שבתי ההשקעות מנועים מלהיכנס אליהם ואנחנו מדברים, לפחות דיברנו בעבר, גם על ביטוחי מנהלים וגם על האפשרות שבתי ההשקעות יכניסו מוצר מתחרה. והיום אנחנו מדברים גם על פוליסת חיסכון שמנהלות קרוב ל-150 מיליארד ש"ח במשק. למרות שברור שמדובר במוצר השקעה ולא במוצר ביטוחי משום מה יש שם חסם כניסה בדמות הדרישה ל"רישיון מבטח" למכירת הפוליסה. החסם הזה לא ברור ולא מוצדק ומונע תחרות מצד בתי ההשקעות.

עכשיו, אני סבור שפוליסות החסכון הן מוצר השקעה טוב מאוד לציבור. ולכן אנחנו אומרים בואו ותנו גם לבתי ההשקעות להיכנס ולהתחרות במוצר הזה באופן שיוריד גם את הריכוזיות וגם בראש ובראשונה, את דמי הניהול והעלות לציבור. וזה טוב, הסתכלות רחבה יותר שאנחנו מסתכלים ואומרים "בואו תעזרו לנו לצמצם את הריכוזיות ולהגדיל את התחרות", לא חייבים מהפכות גדולות אפשר באמצעות הסרה מיידי של חסמים להגדיל את התחרות. ולצד זאת אני חושב שגם בעניינים האלה האוזן של הרגולטורים מקשיבה לדברים אחרים אך אני חושב שבעניינים האלה ההסתכלות של הרגולטורים לא הייתה מספיק טובה בשנים האחרונות ולא סייעה לצמצום הריכוזיות אלא נהפוך הוא.

יניב פגוט

לשמוע את כל מה שנאמר פה ולא להתפוצץ זה התנסות בריסון עצמי. אני אגיד כמה דברים. ראשית, הבעיה המרכזית היא לא הדמיון במבנה תיקי ההשקעה. מה היינו רוצים שיהיה? תיקי השקעות שהם גיונגל? שכל אחד יתפוס פינה אחרת בפנסיה שלנו? יש Benchmark, יש תיק שוק שמהווה את ליבת תיק ההשקעות ושאר הנכסים בתיק הם נכסי לוויין וטוב שכך. מעבר לכך בתקופות משבר המתאם בין הנכסים מאוד גדול ולפיכך אני לא רואה בדימיון בין תיקי ההשקעה מכפיל סיכון.

הבעיה של שוק ההון הישראלי הוא שלשוק ההון אין אבא ואין אמא. למעשה יש פה רגולטורים מכל מיני כיוונים, שעושים רגולציות וטלאים אין היגיון בין רגולציה אחת לאחרת. אני אתן פה דוגמא הוזכר פה קודם בדיון מאגר השאלות של הבורסה. למאגר השאלות מפותח יש תרומה ניכרת לנזילות וסחירות מכיוון שכאשר שואלים נייר לא שואלים אותו "לשם שמים", שואלים אותו כדי למכור אותו בחסר. כאשר מגיעים לקדם מהלך כזה - צריך שיתוף פעולה מלא של הבנקים. הבנקים הם גם אלו שמנהלים את שוק ההשאלות היום ואין להם עניין לפתוח שוק זה לתחרות, ולפיכך הם במשך שנים לא בדיוק מושיטים את היד כדי לסייע לבורסה לפתח את מאגר ההשאלות שאמור להגדיל באופן דרמטי את שוק ההשאלות, להשקיף את עלות ההשאלה, להוזיל את עלות ההשאלה ולתרום לנזילות.

נוצר מצב, שהנכס המושאל בישראל הוא כ- 30 מיליארד שקל הוא על כ- 3 טריליון ₪ נכס בסיס סחיר הכולל מניות וחוב. הרגולטורים השונים חייבים להיות אקטיביים יותר ולהנחות את המפוקחים להתחבר למאגר ההשאלות של הבורסה לתועלת הכלל ואולם עד היום התמיכה הרגולטורית במאגר הייתה מין הפה החוצה והתוצאה בהתאם.

אביא דוגמא נוספת לרגולציה עקומה אשר פוגמת בסחירות ובנזילות בשוק ההון הישראלי. הפיקוח על שוק ההון קבע לפני מספר שנים שאסור לגוף המוסדי לשלם דמי ניהול מאמצעי העמיתים בעבור קרן סל על מדד בורסה מרכזיים דוגמת ת"א 125, ת"א 90 או מדד ת"א 35 מתוך הנחה מנותקת כי הגוף המוסדי יכול בעצמו לייצר את הסל ולנהל אותו. מנהלי ההשקעות מזמן לא סוחרים, הם עובדים עם ברוקרים, הברוקרים לא מנהלים סלים הם קונים מניות. הם לא מנהלים סלים ולא עוקבים אחרי מדדים. בנתונים אלו הרגולציה גוררת השקעת חסר במדדי הדגל של בורסת תל אביב וגוררת הסטה של כספים לחו"ל במקום לממן חברות ישראליות במניות ובחוב.

העיוותים הרגולטורים שפוגעים בנזילות ובסחירות מתקיימים גם בהכבדה הרגולטורית על עולם ההשקעות הסחיר והרפיסות אל מול עולם ההשקעות הלא סחיר. לדוגמא כאשר המוסדי רוכש מוצרי OTC העלות הגלומה בעסקה אינה שקופה לעמיתים בניגוד למצב כאשר רוכשים נכס סחיר אזי העמלה מופרדת ושקופה. אביא כדוגמא נוספת לאריבטראז הרגולטורי הפוגע בסחירות ובנזילות את שוק הנגזרים הסחיר ביחס לנגזרים הלא סחירים. בשוק הנגזרים הסחיר קיימת מגבלת פוזיציות הרגולטור בעוד בשוק הלא סחיר אין מגבלה שכזו. דובר פה על קרנות נאמנות.. מדובר פה "בילד המוכה של תעשיית ניהול הכסף" בהשוואה לילד המועדף שהוא החיסכון ארוך הטווח. בעוד מוצרי החיסכון ארוך הטווח נהנים מהעדפות מס למרות שהם משמשות גם להשקעות לטווח קצר ובינוני אזי

קרנות הנאמנות וניהול תיקי ההשקעות סובלים מחיסרון מיסוי ומגבלה על השקעה בנכסים לא סחירים.

אם לא די בכאוס הרגולטורי שפוגע בנזילות ובסחירות בשוק ההון המקומי אזי אנו נמצאים גם בנסיגה חדה ברמת התחרות בשוק המקומי, עקב מיזוגים סדרתיים.

רק בשנתיים האחרונות מוזגו להם צמד חברות הגמל: פסגות והלמן אלדובי. לאיפה הכסף הזה מוזג? להפניקס ואלטשולר שחם שגם כך הם גופי ענק במונחים מקומיים. הגופים שמוזגו היו גופים גדולים יחסית ובעלי תשתיות ויכולות לניהול כספים ואלו נעלמו ביום אחד בהיר. בנוסף ממש לאחרונה שני מנהלי קרנות נאמנות מוגזו אף הם - רוטשילד ואפסילון. אמנם מדובר בגופים קטנים יחסית אבל גופים אלו מייצרים נזילות. ריבוי גופים פיננסיים הוא בהכרח ריבוי דעות התורם לירידה בדימיון בתיק ההשקעות וביכולת מוגברת להזיז סחורה בשוק ההון. במציאות הנוכחית בה הגופים הפיננסיים מתמזגים חדשות לבקרים וצומחים אזי אין להם יכולת אפקטיבית לסחור ולמעשה אם הם לא קונים בבורסה המקומית אזי הלכה למעשה הם מדללים אחזקות בשוק הישראלי בשל הצבירה הגדולה. נדרשת בחינה מעמיקה ותכנון של מבנה שוק ההון העתידי ותכלול רגולטורי של אוסף היוזמות הרגולטוריות האקלקטיות שמוטרות על ראשו של שוק ההון שכן המציאות הקיימת מאיימת על חוסנו של שוק ההון הישראלי שהוא נשמת אפם של הפירמות הישראליות.

בנתונים הנוכחיים הציבור מגביר השקעות בחו"ל, שם אין רגולציה, אין פיקוח אפשר לקנות כל מה שרוצים - אופציות, מניות, כל מה שרוצים ואנחנו נשארים פה כדי לריב על הרגולציה. על אותה בריכה מיובשת. דרך אגב, ה-230% שצויין בחומר הרקע כיחס בין שווי הנכסים המנוהלים של המוסדיים לשווי השוק של המניות בבורסה הוא פחות רלוונטי והוא גם מתעלם משוק החוב הסחיר בבורסה. צריך להסתכל על ה Market Cap של שוק המניות אל מול התמ"ג. משם יש לנו הרבה לאן לצמוח בהשוואה לבורסות גלובליות אחרות.

אמיר ברנע

אז מה הטענה שלך בעצם? המשקל המצומצם של הבורסה הסחירה נובע מרגולציה עודפת?

יניב פגוט

קודם כל בוא נתחיל מזה שאנחנו כבורסה לא מייצרים חברות. אנחנו תמונה של הכלכלה הישראלית. מדינת ישראל מחמיצה משך שנים את ההזדמנות להפריט חברות דרך הבורסה. בנוסף אם אותם חברות דואליות שנסחרות בארה"ב בוחרות לא להיסחר פה ואנחנו כגופים מוסדיים יכולנו לבוא ולהגיד להם "אנחנו לא נשקיע בכם בחו"ל אם אתם לא תסחרו פה בארץ". בסופו של יום שווי השוק של החברות הציבוריות בתל אביב עומד על כטריליון שקל ויכול היה להיות כפול לו הייתה ראייה מערכתית שמעודדת את הצמיחה של השוק הזה. הראייה הזאת לא קיימת.

שלומי שוב

בגדול, מה שאתה אומר יניב - זה שאין לנו הסתכלות מערכתית על הרגולציה הפיננסית.

גיא רוטקוף

אני רוצה להגיד כמה מילים, ממש כמה נקודות צדדיות. יש פה פיל בחדר והוא ניגוד העניינים בין הרגולטורים לצרכן? כן אנטרופי לא אנטרופי כן מפקח על קרנות נאמנות, לא מפקח על קרנות נאמנות, רבים ביניהם. קודם כל, כמו שאמרת הרגולטורים צריכים לקחת צעד אחורה ולהסתכל לא פחות מאיתנו על טובת החוסך. להסתכל על טובת החוסך משמעותו לקחת את העניינים האישיים שלהם ואת הסמכויות שלהם ולשים אותם בצד ולעסוק רק בטובת החוסך. מי שיושב פה, מטעם חברות הביטוח, הגופים המוסדיים ועוד, יושבים יום ויום במורא גדול והדבר היחיד שמעניין אותם זה טובת החוסך. יותר מזה, זה הדבר היחיד שגורם לי ללכת אליהם.

מה שגורם לי לבחור איפה לשים את הכסף שלי זה מי יודע לשמור לי יותר על הכסף ולהשיג לי תשואות, במיוחד בתקופות כמו היום. היינו בחדר הזה ולפני שנה ישב פה פרופ' יפה. כולם מחאו לו כפיים. עד כדי כך ההצעה שלו הייתה מעולה שאני יצאתי החוצה ואני אמרתי "איזה מטומטם אני. אני צריך לקחת את כל הכסף שלי ולשים ב-S&P". אם הייתי עושה את זה לפני שנה - הייתי מאבד 20%. באמת שקלתי את זה. שאלתי את עצמי "מה אני עושה בהשקעות, אנינותן כסף לכל מיני אנשים שגוזרים עליי קופונים".

דבר נוסף, הייתי לא מזמן בעבודה. היה קורונה, אף אחד לא היה ברחוב. ומולי נמצאת חברת "מנורה". ראיתי שם את גואטה מפגין וצועק למכור מהר את המניות של תשובה. הוא לא מכר. מי הרוויח מזה? לא שומעים את התשובה. הלחץ הציבורי היה כל-כך חזק ובאמת כל הכבוד לבתי ההשקעה שהן עמדו בלחץ הזה. הייתה שם ירידה מאוד משמעותית והחשש היה גדול אבל זו הייתה התאבדות לעשות את מה שהעם רוצה באותו רגע. ולכן, בהקשר הזה גם מי שבוחן את זה בדיעבד, אגב יכולת גם להישבר אבל בית ההשקעה שלך לא נשבר כי היא יודעת את ההיסטוריה, השקעות וגם יודעת איך להתגלגל וגם היא יודעת בוודאות שאם היא חותכת באותו רגע הם בוודאות מפסידים.

תשובה הזכיר לי רעיון ששמעתי בבוקר בדרך לפה. מנכ"ל חברת חשמל מאיר שפיגלר, ששוחח עם מרואיינת מסוימת נשאל על ידה "מדוע מחירי החשמל עולים?" הוא ענה לה "אני מתנצל הם עולים כי אנחנו עוד משתמשים בפחם היות ולא הספקנו להסב הכל לגז". והיא תוקפת אותו. ואז נזכרתי שאותה מראיינת חשבה שנכון להשאיר את הגז באדמה. והדבר הכי פופולרי באותה תקופה היה - שנכון להשאיר את הגז באדמה. אם מישהו ייקח עכשיו את מחירי הגז לעומת מה שקורה באירופה, עלייה של 20%-30% במחירי הדיור בגין תעריף "אנרגיה". בגלל שצריך לחמם את הבית.

דבר נוסף, אני חושב ששיח מהסוג הזה תורם להשקעות במדינת ישראל. אני ציוני. אני חושב שהשקעה בתוך מדינת ישראל היא הכרח. אני חושב שצריך לתמרץ השקעות בישראל ולא לגרום לכולנו ללכת

ולהשקיע בשווקים אחרים. אני לא מוכן לעשות את זה על חשבון התשואות בהשקעה במקומות אחרים אלא יש לעשות את זה עם תמיכה בהשקעות בארץ ישראל.

רוני עפר

לגבי הדימיון בין התיקים, אני חושב שהבעיה של הדמיון בתיקים היא קיימת אבל אי אפשר לטפל בכל הבעיות בעולם. לדעתי הפתרון של בעיית הדמיון היא יציאה להשקעות בחו"ל. היום שיעור ההשקעה בישראל בתיקים הפנסיונים הוא מחוץ לכל פרופורציה. ישראל מהווה אחוז נמוך בתיק העולמי, ההטיה לטובת השוק הישראלי (home bias) יכולה להגיע עד 10% אבל היום בתיקי השקעות חלקה של ישראל יותר גבוה. ולכן אני חושב שהרגולציה צריכה לעודד את היציאה לחול ואנחנו צריכים לעודד את הגופים החיצוניים מהעולם להשקיע בישראל. ידוע שהביצועים של תיקים מבוזרים היטב גם ברמה הגיאוגרפית, לאורך זמן, בהתעלם מה S&P שירד ב-20% בשנה האחרונה, ביצועים של תיקים מבוזרים היטב היא הרבה יותר טובה גם מבחינת התשואה לאורך זמן וגם מבחינת הסיכון.

ענת לוי¹

בכל דיון בנושא יציבות פיננסית משקית לא ניתן להתעלם מהעובדה כי תסריטים של ניתוח תיקי השקעה מוגבלים ביותר עבור החוסך הממוצע. גם בוועדות ההשקעה מדובר בתסריטים סטנדרטיים כמעט זהים.

הדוגמא הנוכחית של שינויי בסביבה הכלכלית ממחישה את הבעייתיות. הרי ברור כי עברנו למשטר כלכלי שונה הכולל העלאות ריבית שמתרכזות במיגור האינפלציה, וברור כי הנושא העיקרי קדימה יהיה עד כמה הריבית תעלה בכדי לוודא שהאינפלציה איננה דביקה ומכאן הצורך באמידת ההשפעות העדכניות על תיקי השקעות וההשלכה על מבנה החיסכון של משקי הבית.

האם בבוא חוסך X לנתח האם להעביר צבירות מגוף פיננסי אחד לאחר בישראל (להלן תחרותיות) ניתן לבצע ניתוח תסריט פשוט של השפעת עליית ריבית/אינפלציה על הרכב התיק בין הגופים ומכאן לגזור על המאזן, הכולל גם את ההתחייבויות, של אותו חוסך?

התשובה לכך מוגבלת עד לא קיימת. בעולם, יועצים שמסייעים ללקוחות לפזר את החסכונות וההשקעות שלהם חשופים למידע גרנולרי יותר שמגיע מהגופים הפיננסיים ועל כן מסוגלים להריץ, לדוגמא, תרחיש ריבית עולה ולעצב החלטה מושכלת לחוסך המבוססת על יותר מאשר תשואה 3 שנים אחרונות ורמת דמי הניהול.

הצפת תשואה גלומה, דירוג נזילות השקעות ועוד פרמטרים שיסייעו לניתוחי רגישות – נדרשת.

¹ התווסף לאחר הדיון

לא ניתן לנהל דיון על יציבות פיננסיות ללא הבנה כי יש להכיל תסריטי בסיס כמו רגישות לעליית ריבית, רגישות לאינפלציה או ניתוח תזרים, על מכלול רכיבי התיק (סחיר, לא סחיר כולל נדל"ן והלוואות לא סחירות), באופן מאוד דומה למערכת הבנקאית. רק אז יוכלו גם הרגולטורים לבצע תסריטים משולבים ברמה משקית – ובכללם התסריט החשוב של הנזילות. שקיפות כזו, במיוחד במשטר כלכלי תנודתי, תתרום גם להרכבי תיקי השקעה שונים בין הגופים.

הזווית השנייה של הדיון היא זווית הטענה (לעיתים מוזרה) המוצאת קשר בין ריכוזיות באחזקות המוסדיות במדינה מסוימת ליוקר המחיה. המחקרים הללו, שאני לא בטוחה שמסד הנתונים שלהם חזק, טוענים כי עצם הריכוזיות של האחזקות בכל ענפי המשק כולל אינטרסים צולבים, בעצם קיומם אינם לטובת התחרות והצרכן. עיין: מיקסום רווחי חברה והעברת הערך לבעלי המניות והחוב ופחות ללקוחות. אני מוצאת כי גם אם הטענה הזו בעייתית מיסודה יש לה פתרון קל שכבר רואים אותו מתגבש ומבוצע בעולם: העברת אפשרויות ההצבעה והפרוקסי למחזיקי הפוליסות והקרנות באופן ישיר (שלא דרך אופן הצבעה מרוכז על ידי הגוף המוסדי או מנהל ההשקעות).

כמובן שנדרשת הרבה מאוד השקעה בטכנולוגיה בכדי לאפשר זאת, אבל עיקור הטענה הזו הוא יחסית קל ליישום למי שמאמין (ואני לא ביניהם) כי ריכוזיות באחזקות פיננסים ואינטרסים צולבים בתיקי השקעות תורמים לאי תחרות משקית.

הזווית השלישית היא תשתיות ההשקעה: האם קיים תמריץ לגופי הניהול להשקיע בשיפור ניכר של תשתיות ההשקעה בכדי להעביר ערך כלכלי ללקוחות. לדוגמא: לפתוח אפשרות לבצע יותר השאלות, לשנות שיטת custodian ומסחר ועוד. מאחר וכאן נדרשות השקעות רוחביות נכבדות, אשר באופן נפרד קשות לכל גוף ליישום אך במרוכז יש להן יתרון לעמיתים (שיסייע גם בנקודת השקיפות), יש צורך לבחון כיצד מתגברים על הבעיה בדומה לפרקטיקה אצל גופים מוסדיים זרים.

יורם עדן²

כיו"ר וועדת ההשקעות של קופת הפנסיה של עובדי חח"י – המנהלת ב-40 מיליארד ש"ח – אני יכול להעיד כי הרכב תיק ההשקעות שלנו שונה לחלוטין מהממוצע של קופות הפנסיה האחרות. זאת גם בשל המאפיינים הייחודיים של הקרן שלנו.

² התווסף לאחר הדיון

לגבי הדמיון בתיקי ההשקעות של הגופים המוסדיים האחרים, יש לתת את הדעת לגורמים המסבירים הנוספים האלו:

עד לאחרונה, אגרות החוב הצמודות של ממשלת ישראל, נסחרו בתשואות שליליות, והריבית על האג"ח השקליות הייתה נמוכה ביותר. דבר זה הביא להגדלת המרכיב המנייתי בתיקים, ובשל מגבלות השוק בישראל, לדמיון רב בהרכב ההשקעות במניות בישראל.

קלות הניידות של העמיתים מקופה לקופה, מגדילה מאד את "סיכון המנהל" של החברות המנהלות את קופות הפנסיה, ואת הרצון שלא לחרוג לרעה בתשואות.

אמיר ברנע

עלה פה נושא הדמיון בתיקי ההשקעה המוסדית כבעיה יציבותית. בנק ישראל מודאג. אני מסכים עם רוני. לדעתי נושא הדמיון וככל שמדובר בתיקים מבוזרים, אינו בעיה ממשית. הבעיה היא תיאורטית וקיימת רק בתרחיש קיצון שסביר שלא יקרה. הוא קרה ב-2008 אך אני לא בטוח שיקרה שוב היות ומדובר במקרה חריג ביותר. בסך הכל בתיקים המוסדיים, בלי להתייחס לקרנות נאמנות, הבעיה לא קיימת. המשיכה הפיזית מקרנות פנסיה וקופות גמל עולות למשקיע מספיק כדי שהוא יהסס מלמשוך. יש לנו גופים גדולים. עברנו תקופות של משברים, אני בסך הכל חושב שיש בהצגת נושא הדמיון כנושא בעייתי הפרזה מסוימת. יש דמיון בהשקעה, אפשר לצפות שיהיה דמיון בהשקעה. עכשיו יש לנו עוד בעיות נוספות, בסך הכל מערכת הרגולציה שקבעה את ועדות ההשקעה בין הנוסטרו לבין תיק העמיתים. המערכת מתפקדת. זה לא מקרי ש-2.5 טריליון שקל, כסף מוסדי, המבוסס על כספי חיסכון של הציבור, מושקע במערכת הזאת. המערכת משרתת את צרכיהם. ראיתי את התשואות של הגופים האלה בחמש שנים האחרונות שכללו את משבר הקורונה ואת המשבר בחו"ל, מתקבלת תמונה של 6%-7% תשואה בקרנות האלה שנראית יחסית סבירה. אז אני אומר שבסך הכל יש לנו כאן מערך ענק שימשך להתפתח. אולי פעולה מסוימת בנושא החסמים שיאפשר לגופים קטנים יותר להיכנס הוא רצוי. אבל באמת שבסך הכל - המערכת מתפקדת ומתמחרת שירותים ברמה תחרותית. אני מסכם לעצמי את הדיון כאן ואומר אין לנו איזה איום קונקרטי המחייב פעולה מיידית, ממשית ומהותית. אני מקווה שזה גם מקובל עליכם.

שלומי שוב

אני לא לגמרי מסכים איתך אמיר. אני חושב שהצביעו פה על סימפטום לאו דווקא על הבעיה אבל אני חושב שכן בדיון הבעיה נמצאת לפעמים במקומות אחרים עמוקים יותר. אני חושב שהדברים של יניב ואחרים הם בהחלט רלוונטיים. אני חושב שצריכה להיות הסתכלות כוללת של מקומי אל מול יציאה לחו"ל, סחיר אל מול לא סחיר, הסתכלות לא רק של כל הרגולטור שכל אחד עושה את העבודה שלו בראיה צרה אלא הסתכלות על כל המערכת הפיננסית. הגיע הזמן שזה יקרה. הכספים של הפנסיה רק הולכים ומתרבים וזה מסוג הדברים שלא צריך לחכות לתוצאה שלא נוכל להתמודד איתה אלא דווקא עכשיו לתת לדבר הזה פתרון. אני חושב שבסופו של דבר, אינטרסים של ארגונים הם הכי חזקים שיש,

כל אחד פה מבין שהם בסוף מנצחים ולכן אני חושב שחייבת להיות פה הסתכלות כוללת, צופה פני עתיד, כדי לנטרל את הדברים האלו. אני כן בעד לחשוב ולזהות את הבעיות המבניות ושימו לב לדבריו המשמעותיים של ארז. אני ועוד רבים פה מגיעים מתחום החשבונאות, אנחנו מבינים טוב מה המשמעות של מילוי טכני של רשימות תיוג כאלה ואחרות... ואני מאמין בסוף שהמבנה צריך להיות נכון. בואו נגיד את האמת, המבנה כיום של הרגולציה הפיננסית הוא לא טוב. אז נכון שהייתה ועדה שהייתה אמורה לתת פתרון, אבל הגיעו למבוי סתום, התחלפה ממשלה והכל נתקע. אני מקווה שזה משהו שיחזור לדיון.

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (Fair Value Forum (FVF), הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות AccounTech של בית ספר אריסון למנהל עסקים באוניברסיטת רייכמן, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות AccounTech וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il