

מדינת ישראל

משרד האוצר - אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

צוות חשיבה בנושא:

**”דמי ניהול בגין השקעות גופים מוסדיים
בקרנות השקעה והעברת כספים לניהול
חיצוני”**

הצגת הבעיות וחלופות לפתרון

פורום השקעות אגף שוק ההון

ינואר 2004

מדינת ישראל

משרד האוצר - אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון

ד' באדר התשס"ד

26 בפברואר 2004

שה. 2004-3227

תוכן העניינים

3	הקדמה ותמצית המסמך	1.
5	רקע	2.
7	מצב קיים	3.
7	חברות ביטוח	3.1.
8	קופות גמל	3.2.
9	קרנות פנסיה	3.3.
11	טיעוני הגופים המוסדיים וקרנות ההשקעה כנגד מדיניות דמי הניהול הקיימת וההשלכות הבעייתיות הנובעות ממנה	4.
11	התמחות	4.1.
11	גיוון ופיזור תיק ההשקעות	4.2.
12	הבחנה בין סוגי דמי הניהול	4.3.
13	מה שמעניין הוא התשואה נטו	4.4.
13	סוגיית הגילוי הנאות	4.5.
14	פגיעה בענף ההייטק	4.6.
14	חילוץ וזיהוי דמי הניהול	4.7.
15	התייחסות לטיעוני הגופים המוסדיים וקרנות ההשקעה	5.
15	התמחות	5.1.
16	גיוון ופיזור תיק ההשקעות	5.2.
17	תהליך יקר של בחירת השקעות בגוף המוסדי	5.3.
17	תשואה נטו	5.4.
18	סוגיית הגילוי הנאות	5.5.
19	פגיעה בענף ההייטק	5.6.
19	הבחנה בין סוגי דמי ניהול	5.7.
20	חילוץ וזיהוי דמי הניהול	5.8.
21	חלופות אפשריות לפתרון סוגיית דמי הניהול	6.
22	חלופה א	6.1.
23	חלופה ב'	6.2.
24	חלופה ג'	6.3.
26	חלופה ד'	6.4.
27	סיכום	7.
29	סוגייה נוספת: שערך השקעות בקרנות הון סיכון	8.
31	החלטת הממונה	9.
32	נספח	10.

1. הקדמה ותמצית המסמך

בחודש מרץ 2003 מינה הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר צוות חשיבה לדיון בסוגיות דמי הניהול שמשלמים הגופים המוסדיים בשל השקעתם בקרנות הון סיכון ושיערוך השקעות אלו.

בארבעה מפגשים בהם דן הצוות בסוגיות אלו וסוגיות נוספות אחרות שעלו עקב הדיון גיבש הצוות חלופות לפתרון. מסמך זה יסקור את הרקע להקמת הצוות, המדיניות הקיימת, והמדיניות המוצעת.

הסוגיה המרכזית שנדונה: כיצד יש להתייחס לכספים המשולמים למנהלי כספים חיצוניים (דרך הוצאה ישירה של השקעות הגוף המוסדי למנהל תיקים חיצוני, דרך קרנות נאמנות, דרך קרנות השקעה, דרך קרנות הון סיכון)?

האם להכליל תשלומים אלו במסגרת דמי הניהול שגובים הגופים המוסדיים מחשבונות העמיתים/מבוטחים או להכלילם במסגרת עמלות קנייה ומכירה או בקיזוז ישיר מהנכס? ישנה חשיבות גבוהה לקביעת סוגי ההשקעות לדין תועלה שאלת סיווג התשלומים. קביעה לצד זה או אחר משליכה על הגילוי לעמיתים במישור התשואה ברוטו ובמישור דמי הניהול.

לאחר סקירת הטיעונים וההתייחסות להם, נקבע תיחום הגדרתי של סוגי ההשקעות (כונו "מכשירים כלולים") לגביהם מועלות מספר חלופות לפתרון. השמרנית שבחלופות קובעת כי יש לבודד את מרכיב הוצאות דמי הניהול מהמכשירים הכלולים ולכלול אותם במסגרת דמי הניהול הנגבים מחשבונות העמיתים/מבוטחים. ההיגיון העומד בבסיס החלופה הזו הוא חשיבות הגילוי של דמי הניהול. חלופה מרכזית נוספת מאפשרת לגופים המוסדיים "רצועת השקעה" במכשירים הכלולים של 5% עד 10%, מבלי שיהיה צורך לבודד את הוצאות דמי הניהול מהם, ולכן אלו לא יכללו במסגרת דמי הניהול הנגבים מחשבונות העמיתים/מבוטחים, אלא במסגרת עמלות קנייה ומכירה. ההיגיון העומד בבסיס החלופה הזו מתייחס לטענות הרבות שנשמעו לפיהן הדרישה לכלול במסגרת דמי הניהול גם את דמי הניהול במסגרת קרנות נאמנות, מנהלי תיקים והשקעות מתמחות אחרות "נוגסת בכיסו של הגוף המוסדי" ועל כן מהווה חסם כניסה להשקעות מתמחות ומיוחדות אשר מחד גיסא אינן נמצאות בתחום מומחיותו של הגוף המוסדי ובדין הוא שלא יבצען בעצמו, ומגוונות את תיק ההשקעות של הגוף המוסדי ותורמות לפיזור הסיכון מאידך. טענה זו אינה נתמכת בנתונים שנאספו ע"י אגף שוק ההון לעניין התנהגותן של קופות הגמל בכל הקשור להשקעותיהן בקרנות נאמנות (זרות ומקומיות) בתקופה שמתחילה בינואר 2002 ומסתיימת באוקטובר 2003. בראשית השנה עמד סך ההשקעות על כ 0.75 מיליארד ₪ לעומת סוף התקופה בו סך ההשקעה עומד על כ 1.9 מיליארד ₪. עיקר הגידול הוא דווקא בהשקעות בקרנות נאמנות זרות. באוקטובר 2002, נכנסה לתוקף תקנה 1441 לתקנות הגמל הקובעת כי דמי ניהול המשולמים בשל השקעה בקרן נאמנות יכללו במסגרת דמי הניהול שגובה קופת הגמל מעמיתה.

לאחר מס' דיונים בנושא החליט הממונה כי:

1. דמי ניהול בגין קרנות נאמנות בארץ ובחו"ל, ניהול תיקים בארץ ובחו"ל ומכשירי השקעה ה"מחקים" מדדי ניירות ערך או שערי מטבעות ידווחו בנפרד אך ייכללו במסגרת דמי הניהול שרשאי הגוף המוסדי לגבות מהחוסכים בו.

2. דמי הניהול בגין השקעה של הגופים המוסדיים בקרנות השקעה על סוגיהן השונים יסווגו כעמלות ניהול חיצוני ואלו תסווגנה במסגרת סעיף עמלות ניירות ערך לא סחירים.

3. לא תיקבע כל מגבלה כמותית להשקעה בקרנות ההשקעה אשר לגביה יסווגו דמי הניהול כעמלות ניהול חיצוני.

סוגיה נוספת שנדונה נגעה לעניין אופן השערוך של קרנות הון סיכון. על פי ההסדרה הקיימת נדרשו קופות הגמל לשערך את השקעתם בקרן הון סיכון באמצעות מומחה בלתי תלוי. לטענת נציגי הגופים המוסדיים ונציגי קרנות הון סיכון, מדובר בדרישה בעייתית הן ביישומה באופן כללי והן בעלויות הכבדות שנגזרות ממנה. החלופה המרכזית שגובשה, ליישום מידי הייתה לוותר על דרישת האי תלות ולהסתפק בשערוך ההשקעות בהתבסס על הערכת הנהלת קרן ההון סיכון כפי שנעשתה על בסיס עקרונות חשבונאיים אמריקאיים מקובלים.

- לא נדונו סוגיות נוספות הקשורות לדמי הניהול, שראוי לדון בהם בהזדמנות אחרת, כמו:
 - מידת התערבות הרצויה, אם בכלל, של המחוקק בגובה דמי הניהול ובקביעת תעריפים.
 - שונות מנגנוני גביית דמי הניהול בין קופות הגמל, קופות ביטוח וקרנות פנסיה.
 - שעור דמי ניהול שונה לעמיתים באותה קופת גמל; אפליה או אבחנה לגיטימית?
 - מנגנון גבייה של דמי ניהול על סמך ביצועי המנהל.

חברי צוות החשיבה

נציגי אגף שוק ההון ביטוח וחסכון

- רו"ח ידין ענתבי – סגן בכיר לממונה על שוק ההון
- מר נסים כהן – מנהל תחום בכיר קופות גמל ותוכניות חיסכון
- גב' מגי בראום – מנהלת מחלקת הסדרה
- רו"ח אפי סנדרוב – מנהל מחלקת יציבות
- רו"ח אריק פרץ – מנהל מחלקת קופות גמל

נציגי הגופים המוסדיים וקרנות הון סיכון

- מר ברק סורני – גמולות, בנק הפועלים
- גב' דורית בן סימון – גמולות, בנק הפועלים
- ד"ר אריה עובדיה – "הפניקס – חברה לביטוח"
- מר שמעון קלמן – "מגדל – חברה לביטוח"
- מר דודי נתנאל – "מבטחים"
- מר דוד כהן – ג'ינימי – קרן הון סיכון
- מר עמית - נציג משרד קוסט פורר את גבאי רו"ח

2. רקע

בשנת 1999 הוחל בהסדרת סוגיית ההוצאות בכלל (ישירות ועקיפות) בקופות גמל, ודמי ניהול (הוצאות עקיפות) בפרט. אז נקבע, באמצעות תקנה 41 לתקנות מס הכנסה כללים לאישור ולניהול קופות גמל (להלן "תקנות הגמל") וחוזר 1/99, מהן ההוצאות שתכללנה במסגרת דמי הניהול ומהן ההוצאות שתכללנה במסגרת העמלות (הוצאות ישירות). כן נקבע אופן החישוב של דמי הניהול. הסדרה זו נעשתה לאור החשיבות הרבה המיוחסת לנושא דמי הניהול כפרמטר תחרותי וככזה הנותן מידע אמין ומהימן לתשלום שמשלמים עמיתי קופות הגמל לנאמן על כספם, בתמורה לביצועיו. עד להסדרה זו לא הייתה כל משמעות לשיעור דמי הניהול שפרסמה קופת הגמל, לאור הבחירה החופשית של קופת הגמל בדבר סוג ההוצאות שייכללו במסגרת סעיף דמי הניהול (למשל חלק מהקופות בחרו לכלול תשלום לרואה חשבון חלק בחרו שלא ועוד דוגמאות רבות ומגוונות). סיבה נוספת להיות פרמטר זה בעייתי מבחינה תחרותית היא אופן גביית דמי הניהול ואופן חישובו, בשני אופנים אילו, נמצא כי אין כלל אחידות בין הקופות השונות. באוקטובר 2002 נכנסו לתוקף תקנות השקעה חדשות לקופות הגמל וקרנות הפנסיה (במסגרת תקנות הגמל), אשר בעיקרן התוו להן כללי השקעה ליברלים, אך גם קבעו כי במקרה בו קופת גמל או קרן פנסיה משקיעה ביחידות של קרן נאמנות, דמי הניהול ושכר נאמן שישולמו בשל ההשקעה זו, ישולמו מתוך דמי הניהול שגבתה הקופה ויראו אותם כדמי ניהול לפי תקנה 41 לתקנות הגמל. עוד נקבע כי במקרה של התקשרות הקופה עם מנהל תיקים מורשה, תשלומים ששולמו בהתאם להתקשרות כאמור ישולמו גם הם מתוך דמי הניהול שגבתה הקופה ויראו אותם כדמי ניהול לפי תקנה 41 לתקנות הגמל.

תקנות הגמל מאוקטובר 2002 מתייחסות להשקעה בקרנות נאמנות (ישראליות וזרות) וניהול השקעות באמצעות מנהל תיקים אך אינן מתייחסות להשקעה בקרנות השקעה. לענין זה, "קרן השקעה" - לרבות קרן הון סיכון, קרן גידור, fund of funds, קרן נדל"ן.

בעוד שלגבי השקעה בקרנות נאמנות והעברת כספים למנהל תיקים נקבע מפורשות בתקנות הגמל, כי דמי הניהול בגין השקעות אלו ישולמו מדמי הניהול שניכה המשקיע המוסדי מנכסי העמיתים, לא נקבעו הוראות דומות ביחס להשקעה בקרנות השקעה.

בשונה מתקנות הגמל, תקנות ההשקעה החלות על חברות ביטוח מחייבות קבלת אישור מראש בגין השקעה בנכס בבעלות משותפת¹. מרבית הבקשות לקבלת אישורי ההשקעה אשר נתקבלו באגף שוק ההון נוגעות להשקעה בקרנות השקעה. במסגרת קביעת מדיניות המפקח על הביטוח בסוגית מתן אישורים כאמור, הוחלט לאחרונה כי דמי ניהול ששילמה חברת הביטוח לשותף הכללי בקרנות השקעה, ישולמו מתוך דמי הניהול שרשאי המבטח לגבות מכספי התיק המשתתף ברווחים.

עם החלתם של כללי המדיניות החדשים בסוגית דמי ניהול שלקביעתם צורפו כללים חדשים לשערוך השקעות בקרנות הון סיכון שפורסמו מספר חודשים לאחר מכן, נתקבלו במשרד המפקח השגות רבות מצד גופים מפוקחים ומנהלי קרנות השקעה אשר ביקשו לפעול לשינוי המדיניות מטעמים שונים אשר יובאו להלן.

¹ לרוב, מבנה ההתאגדות המשפטי של קרנות השקעה הוא שותפות.

לנוכח האמור, מינה המפקח על הביטוח והממונה על שוק ההון צוות חשיבה המורכב מנציגי אגף שוק ההון, נציגי המשקיעים המוסדיים ונציגי קרנות השקעה. על צוות החשיבה הוטלה המלאכה לבחון את סוגיית דמי הניהול על כל היבטיה ולהציע חלופות לפתרון. במסגרת דיוני הצוות נדונו שתי סוגיות מרכזיות:

1. שאלת הכללת תשלומים למנהלי השקעות חיצוניים במסגרת דמי ניהול או עמלות קנייה ומכירה.
2. אופן השערוך של השקעת הגופים המוסדיים בקרנות הון סיכון.

מסמך זה משקף את העמדות השונות אשר הוצגו בפגישות שהתקיימו ואת הגישות השונות שעלו במסגרת צוות החשיבה. בפרק "חלופות אפשריות לפתרון סוגיית דמי הניהול" של המסמך מובאות החלופות כפי שגובשו בדיונים שנערכו.

3. מצב קיים

3.1. חברות ביטוח

תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (תנאים בחוזה ביטוח) התשמ"ב-1981, קובעות כי מבטח המנפיק פוליסות ביטוח חיים משתתף ברווחים, רשאי לגבות דמי ניהול בעד ניהול תיק השקעות **באחת משתי דרכים** – דמי ניהול בשיעור קבוע שלא יעלה על 0.07% לחודש מהשווי המשווער של תיק ההשקעות, או דמי ניהול קבועים בשיעור שלא יעלה על 0.05% לחודש מהשווי המשווער של תיק ההשקעות, בתוספת סכום שלא יעלה על 15% מהתשואה הריאלית של תיק ההשקעות, לאחר ניכוי דמי הניהול הקבועים. מבדיקת מחלקת ביטוח חיים באגף שוק ההון עולה כי כל חברות הביטוח גובות דמי ניהול ע"פ השיטה השנייה ובגובה התקרה המקסימאלית.

בנוסף, משלמים מבוטחים דמי ניהול נוספים גם מהפרמיה בשיעורים של עד עשרות אחוזים מגובה הפרמיה המשולמת בביטוחי פרט ובתוכניות מסוג מעורב. החל משנת 2004, ישתנה לחלוטין מבנה דמי הניהול ויתבסס בעיקרו על שני מסלולים עיקריים – שיעור הוצאות ממוצע מהפרמיה או שיעור מקסימאלי מסכום הנכסים.

תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח (דרכי השקעת ההון והקרנות של מבטח וניהול התחייבויות) התשמ"א-2001 (להלן – 'תקנות הביטוח'), מגבילות את ההשקעה הכוללת של מבטח בקרנות נאמנות ישראליות ל-5% מתוך נכסי התיק המשתתף ברווחים. ולמעשה, אינן מגבילות כמותית השקעה בקרנות אחרות (לבד ממגבלות כלליות החלות על כל קרן בנפרד – כמו מגבלת מנפיק בודד²). בשונה מתקנות הגמל (ראה להלן), תקנות הביטוח אינן אוסרות במפורש גביה נוספת של דמי ניהול בגין דמי הניהול המשולמים בשל השקעה בקרנות נאמנות או ניהול תיקים חיצוני ומאפשרות השקעה בשיעור של 5% מנכסי התיק המשתתף בקרנות נאמנות כך שלגבי שיעור זה דמי הניהול בגין השקעות אלו לא נכללים במסגרת דמי הניהול שרשאיות חברות הביטוח לגבות.

באשר לשותפויות (הכוללות קרנות השקעה) - תקנות הביטוח מחייבות קבלת אישורו מראש של המפקח, בתנאים שיקבע. בנוסף, נדרש הסכם בין הצדדים ואפשרות לחברת הביטוח לממש את חלקה בכל עת (לענין זה, תנאי יציאה כמו זכות סירוב ראשונה או tag along אינן נחשבות מבחינת אגף שוק ההון כמגבלת יציאה³).

נתונים מספריים

היקף ההשקעה הנוכחי של חברות הביטוח בקרנות הוא כלהלן: קרנות נאמנות בארץ – 541 מליון ₪; קרנות הון סיכון בארץ - 53 מליון ₪; קרנות השקעה בארץ – 56 מליון ₪.

² טרם ניתנה התייחסות האגף לאופן מדידת מגבלת מנפיק בודד בקרנות השקעה.
³ Tag-along – זכותו של הצד השני לעסוק להצטרף לגוף המוסדי בתהליך המכירה.

3.2. קופות גמל

תקנה 41 לתקנות הגמל, מגדירה את סוגי הוצאות שרשאית קופת גמל לנכות - (1) דמי ניהול בשיעור שלא יעלה על הקבוע בתקנון הקופה כפי שאושר בידי הנציב ובכפוף לקבוע בתקנת משנה 41(ב) (אשר קובעת כי: "דמי ניהול בקופות, למעט המסלול הרגיל בקרנות השתלמות למורים, שלא אושר להן לגבות דמי ניהול על בסיס הוצאות שהוציאו בפועל... יגבו בתשלומים חודשיים רצופים, ושיעורם החודשי לא יעלה על החלק ה-12 של 2% מסך כל הנכסים שבחשבונו של כל עמית בסוף כל חודש);

הוצאות אחרות שרשאית קופת הגמל לנכות ע"פ תקנה 41 ואשר אינם נכללים במסגרת "דמי הניהול" כוללים:

(2) החוזרי הלוואה שהקופה רשאית לנכות בהתאם להוראות תקנה 30;

(3) דמי ביטוח הנגבים לפי תקנה 31;

(4) עמלות קניה ומכירה של ניירות ערך סחירים ועמלות הנובעות באופן ישיר מקניה או ממכירה של נכסים שאינם ניירות ערך סחירים, ועמלות ישירות אחרות בעד החזקת נכסי הקופה.

(5) מסים החלים על הקופה, על נכסיה, על הכנסותיה ועל עסקאות שנעשו בנכסיה.

במסגרת חוזר גמל 1/99 הוגדרו רכיבי ההוצאות הנכללים במסגרת "דמי ניהול" שרשאית קופת גמל לגבות מעמיתיה. הגדרה זו התבססה על חלוקה בין הוצאות ישירות הקשורות לניהול הקופה לבין עלויות הנובעות אגב עסקאות בניירות ערך או בנכסים אחרים שמבצעת הקופה. ההוצאות שנכללו במסגרת דמי הניהול הן: שכר ומשכורות, שכר דירקטורים, דמי ניהול תיק ההשקעות (ללא הבחנה בין ניהול פנימי – עצמי לבין ניהול חיצוני), ייעוץ השקעות, שכר דירה ואחזקת משרד, שירותי מחשוב והנהח"ש, פרסום ושיווק, הוצאות משפטיות, ביקורת חשבונו ותשלומים אחרים.

כאמור לעיל, קובעת תקנה 41 לתקנות הגמל כי דמי הניהול ושכר הנאמן שישולמו בשל השקעה ביחידות בקרן נאמנות ובקרן חוץ יופחתו מדמי הניהול שגבתה הקופה, ויראו אותם כדמי ניהול שנגבו מהעמיתים. בנוסף, שיעור ההוספה שישולם לקרן לא יעלה על שיעור עמלת קניה ומכירה המשולם על ידי הקופה עבור ניירות ערך סחירים.

בנוגע לניהול תיקים חיצוני קובעת תקנה 41 לתקנות הגמל, כי קופה רשאית להתקשר, על פי החלטה של הדירקטוריון, עם יחיד או עם חברה בעלי רישיון ניהול תיקי השקעות לשם ניהול ההשקעות של הקופה, בכפוף להחלטות ועדת ההשקעות ולמדיניות שקבעה, ובלבד שעסקאות בניירות ערך יבוצעו ישירות בחשבון הקופה או החברה המנהלת; תשלומים ששולמו בהתאם להתקשרות כאמור ישולמו מתוך דמי הניהול שגבתה הקופה, ויראו אותם כדמי ניהול שנגבו מהעמיתים לכל דבר ועניין. בנוסף, האחריות כלפי העמיתים לאופן ניהול ההשקעות בידי היחיד או החברה מוטלת על הקופה.

עם זאת, בתקנות הגמל אין התייחסות לסוגית דמי הניהול הנגבים בידי מנהלי קרנות השקעה (שאינן קרנות נאמנות) בהן מושקעות קופות הגמל. בפועל לא מקוזזים כיום דמי הניהול בגין השקעות בקרנות הון סיכון מתוך דמי הניהול שרשאיות הקופות לגבות וככל הנראה הדבר דומה גם בקרנות השקעה אחרות (נדל"ן, גידור ועוד).

נתונים מספריים

היקף ההשקעה הנוכחי של קופות גמל בקרנות הוא כלהלן: קרנות נאמנות בארץ – 312 מליון ₪, קרנות נאמנות בחו"ל – 404 מליון ₪, קרנות השקעה בארץ – 4 מליון ₪, קרנות השקעה בחו"ל – 1.4 מליון ₪, קרנות הון סיכון בארץ – 403 מליון ₪.

3.3. קרנות פנסיה

קרן חדשה מקיפה (קרן חדשה הזכאית לרכוש אג"ח מיועדות מסוג ערד), רשאית לנכות דמי ניהול רק מתוך התשלומים המועברים בשל העמיתים לקופה ובשיעור שלא יעלה על 8% מהם (בנוסף רשאית הקרן לגבות דמי ניהול בשל עמיתים שהפסיקו את תשלומיהם אליה, בשיעור שלא יעלה על 0.25% משווי יתרת זכויותיהם בקופה, החל מתום שנה ממועד הפסקת התשלומים כאמור). קרן חדשה כללית (קרן חדשה שאינה זכאית לרכוש אג"ח מיועדות) רשאית לנכות דמי ניהול באחד משני אופנים:

(1) עד 3% מהתשלומים המועברים לקרן בשל העמיתים, בתוספת שיעור שלא יעלה על 0.5% משווי יתרת זכויות העמיתים ובתוספת שיעור של עד 2% מתשלומי הקופה לעמיתים (עד תקרה של 40 ₪).

(2) שיעור של עד 2% משווי יתרת הזכויות הצבורות של העמיתים בהן.

קרנות ותיקות רשאיות לגבות דמי ניהול באופן הבא:

קרן ותיקה עם מנגנון איזון אקטוארי: בהתאם לשיעורים פרטניים שאושרו לכל קרן בעבר על-ידי הממונה על שוק ההון.

קרן ותיקה ללא מנגנון איזון אקטוארי: 3.5% - 4% מדמי הגמולים המופקדים לקרן (מנגנון דיפרנציאלי בהתאם לגודל הקרן – כל שהקרן גדולה יותר השיעורים נמוכים יותר) בתוספת 1.5%-2% מתשלומי הפנסיה לעמיתים. כמו כן עמית מוקפא משלם 25 שקלים לשנה.

כללי ההשקעה החלים על ההשקעות החופשיות של קרנות הפנסיה (השקעות שאינן באג"ח מיועדות) זהים לכללים החלים על קופות גמל בכלל, ולרבות בהתייחסות למגבלת השקעות בקרנות נאמנות, מנהלי תיקים וקרנות השקעה בפרט.

נתונים מספריים

היקף ההשקעה הנוכחי של קרנות הפנסיה בקרנות השקעה הוא כלהלן:

ותיקות

קרנות נאמנות בארץ – 9.8 מליון ₪, קרנות הון סיכון בארץ – 5.8 מליון ₪.

חדשות

קרנות נאמנות בארץ – 33 מליון ₪, קרנות הון סיכון בארץ – 3.3 מליון ₪.

עולה מהאמור לעיל: לא קיימת אחידות בכללים החלים על חברות הביטוח (לרבות בהתאם לאישורי השקעה של המפקח על הביטוח) ועל קופות הגמל בסוגית גביית דמי ניהול בשל השקעותיהן בקרנות השקעה שונות או בקרנות נאמנות.

התפיסה אשר עמדה בבסיס קביעת הכללים לקופות הגמל ולקרנות הפנסיה אשר נקבעו כרונולוגית בתקופה מאוחרת יותר מן הכללים לחברות הביטוח היא כי העמית משלם דמי ניהול אשר נקבעים מראש בעת הצטרפותו לקופה או לאחר מכן, ואלו כוללים כל הוצאה הקשורה לניהול נכסיו לרבות קרנות נאמנות והתקשרות עם מנהל תיק חיצוני שהם למעשה מקרה פרטי של ניהול נכסים). לא נכללות בהם הוצאות שלא קשורות לניהול ישיר, כמו עמלות קנייה ומכירה, האחרונות מוגדרות בנפרד כעמלות קנייה ומכירה ובמהותן שונות מהראשונות, והיכולת להקטינן גמישה פחות מדמי הניהול.

4. טיעוני הגופים המוסדיים וקרנות ההשקעה כנגד מדיניות דמי הניהול הקיימת וההשלכות הבעייתיות הנובעות ממנה

4.1. התמחות

דרישה לתשלום דמי ניהול מתוך הכספים ששילמו העמיתים/מבוטחים, יוצאת מתוך הנחה שהגוף המוסדי יכול היה לבצע את ההשקעה באופן ישיר ולפיכך עולה טענה לדמי ניהול "כפולים". אולם, הנחה זו מתעלמת מעובדה בסיסית, לפיה לגוף מוסדי אין יכולת לרכוש התמחות בכל אפיק השקעה באופן ישיר. כך לדוגמא, בחלק מקרנות ההשקעה נדרשת לא רק מומחיות בבחירת נכסים פיננסיים (asset selection) כי אם גם ידע ביסוד ובניהול של חברות, ידע מקצועי ספציפי בתחום פעילות הקרן (טכנולוגיה, מדעי החיים וכו') וצורך בניהול ובמעקב יומיומי שוטף אחר פעילות החברות בהן משקיעה הקרן.

בהתייחסות ספציפית לתחום הון סיכון, מתרכז זה בפטנטים ותהליכים חדשניים (שלעיתים קרובות הם הנכס העיקרי של חברות ההון סיכון). תחום זה, סובל מחוסר זמינות ו"מיסוך" מידע ("מידע השמור לבעליו"). בהתאם לכך, מידע פיננסי, הכרת התחום לעומקו והבנה טכנולוגית מהווים תנאי כניסה להשקעה בתחום זה. בעת הזאת, גופים מוסדיים בישראל, נעדרים יכולות אלה ולכן אינם יכולים להשקיע באופן ישיר בהשקעות אלו. הראיה הגדולה לכך היא העובדה כי רב מוחלט של השקעות קופות הגמל בשנה האחרונה בחו"ל נעשו באמצעות קרנות נאמנות זרות ולא באופן ישיר על ידי עובדי הקופה. שכן, השקעה ישירה כזו מחייבת הכרה לעומק של השוק המקומי בחו"ל, מעקב מקצועי אחרי סיקורי אנאליסטים, היכרות החברות הנסחרות וכללי המסחר המקומיים. לא ניתן לצפות כי קופת גמל בישראל תשקיע משאבים להיכרות כל השווקים הפיננסיים באסיה, אירופה, אמריקה כדי שתוכל להשקיע שם ולכן מהווה התחליף של השקעה באמצעות מנהלי תיקים מקומיים ומקצועיים חלופה הולמת להשקעה בסוגי השקעות אלו.

4.2. גיוון ופיזור תיק ההשקעות

השקעה בקרנות השקעה, קרנות נאמנות מתמחות והוצאה של כספים לניהול חיצוני אשר לדעת הגוף המוסדי אינם בנמצא אצלו, מספקת לתיק הנכסים של הגופים המוסדיים גיוון, פיזור סיכונים ומאפשרת למנהלי ההשקעות למידה של שווקים ומכשירים פיננסיים חדשים נוסף על כלי ההשקעה הסטנדרטים והמקומיים בשוק הסחיר והלא סחיר. כך למשל השקעה בקרנות הון סיכון מאפשרת לגופים המוסדיים נגישות לחברות שהשקעה ישירה בהן על-ידי הגופים, כמעט בלתי אפשרית.

אין לצפות ובוודאי לא לדרוש מהגופים המוסדיים לרכוש ידע בכל אפיק השקעה קיים. ומשלא ניתן לדרוש, אין גם לצפות כי דמי הניהול באפיקים בהם אין לגופים המוסדיים מומחיות ישולמו על חשבון הגוף המוסדי. משמעות קביעה זו היא ריכוזיות בהשקעות שכן הגופים המוסדיים יתרכזו באפיקי השקעה סטנדרטים ומקומיים ולא יפעלו לגיוון ופיזור השקעותיהם שכן כל העברה לניהול חיצוני תפגע בשכרם האישי. השקעה ישירה של הגופים המוסדיים באפיקי השקעה, שבהם אין להם התמחות במיוחד בשווקים בינלאומיים ובאפיקי השקעה ייחודיים, רק תגרום נזק לעמיתים בדמות תשואה נמוכה יותר שנובעת מאי הכרות אפיק ההשקעה – למרות שדמי הניהול במקרה זה ייגבו במסגרת התחייבות הגופים לחוסכים בהם. כמובן, שמצב זה אינו עדיף על השקעה באמצעות גוף המתמחה בניהול השקעות כאמור, לו משולמים דמי ניהול בהתאם למקובל על ידי החוסכים בנוסף לאלו שנגבים על ידי הגוף המוסדי. מעבר לכך, השקעה ישירה עולה אפילו כדי רשלנות של הגוף המוסדי כלפי החוסכים בו. כיצד אמור גוף מוסדי הרוצה להשקיע בשוק המניות במזרח אסיה ולהשיא את תשואת ההשקעה למלא את חובת הנאמנות המוטלת עליו כלפי החוסכים? האם הקצאת שני אנליסטים על ידי גוף מוסדי ש"למדו" ו"יעקבו" אחרי שוק מתפתח זה זהה או דומה הן מבחינת המקצועיות והן מבחינת התוצאות הפוטנציאליות הצפויות להשקעה בשוק זה באמצעות מנהל תיקים ש"נושם" וחי שוק זה? בהקשר זה חשוב לציין את הרפורמה שביצע האגף בכל הקשור לפתיחת אפשרויות ההשקעה של הגופים המוסדיים תוך הסרת מרבית המגבלות שהיו קיימות בתקנות ההשקעה הישנות עד כדי מתן אפשרות להשקעה של 100% מנכסי הגוף המוסדי בחו"ל או באפיק השקעה מסוים. עם זאת, מדיניות האגף כפי שבאה לידי ביטוי בהוראות התקנות ובאישורי ההשקעה קושרת במודע או שלא במודע את ידיהם של הגופים המוסדיים בכל הקשור לגיוון ופיזור תיקי ההשקעות מעבר לשוק האג"ח והמניות המקומי. גם אם כוונת מדיניות זו היא למנוע "כפל" דמי ניהול הרי שבפועל הם גורמים לריכוזיות בהשקעות, במיוחד לאלו בשוק האג"ח הממשלתי ובשוק מניות המעו"ף בישראל, מה שלבטח אינו מדיניותו המוצהרת של אגף שוק ההון. הנתונים המספריים של השקעות הגופים המוסדיים מאששים טענה זו.

4.3. הבחנה בין סוגי דמי הניהול

אם מקבלים את הטענה ולפיה לגוף המוסדי אין יכולות ניהול בכל אפיק השקעה, אין גם לדרוש כי דמי הניהול בגין העברת כספים לגורם חיצוני יקוזזו משכרו של הגוף המוסדי. דמי הניהול שמשלמים החוסכים לגוף המוסדי נועדו כדי שזה יבחן ויבחר את אפיקי ההשקעה הטובים ביותר עבור החוסכים ואת הגורם המנהל כדי להשיא את תשואתו האישית נטו של העמית. יש לצפות, כי גוף מוסדי לא יוציא כספים לניהול חיצוני בידיעה מראש כי עלות הניהול החיצונית של כספים אלו עולה על התועלת (תשואה נטו) שתצמח לחוסכים מצעד זה. דמי הניהול שמשלם החוסך בגין ניהול הכספים על ידי גורם חיצוני אינם "כפולים" מאחר שכל סוג דמי ניהול משרת

מטרה שונה. **הסוג הראשון של דמי הניהול** - בחינת חלופות השקעה, העסקת מומחים חיצוניים לבחירת חלופות ההשקעה, יועצים משפטיים ואנשי מקצוע פנימיים, איתור ובחירת ההשקעה בעלת התשואה נטו הגבוהה ביותר, מעקב, פיקוח ובקרה על הכספים המנוהלים על ידי גופים חיצוניים – על כל אלה אמור העמית לקבל **שירות ותמורה מלאים** מצד הגוף המוסדי כנגד דמי הניהול שנגבים ממנו בגין הניהול של הגוף המוסדי. **הסוג השני של דמי הניהול** - הניהול עצמו של הכספים על ידי הגוף החיצוני משלם העמית עלות נוספת בשל בחירתו של הגוף המוסדי בגוף החיצוני אשר **לדעתו**⁴ ימקסם את תועלתו האישית של העמית.

4.4. מה שמעניין הוא התשואה נטו

בהמשך לאמור בסעיף 4.3 אין להתעלם מהעובדה כי מה שאמור לעניין כל משקיע ובעיקר משקיע באפיקים פיננסיים (להבדיל מגוף מפקח או גוף שנועד לבחון את איכויות הניהול) הוא הסכום שיוותר בחשבון ההשקעה שלו במועד בו ירצה למשוך את כספו. האם מעניין מישהו כמה כסף מצליח הבנק להשיג על נכסיו וכמה הוא גובה על תוכנית חיסכון שהוא מנהל? כמה עולה מניה ללא עמלת הניהול שלה על ידי מנהל תיקים? כמה עולה מוצר ללא המס המוטל עליו? כמה עולה כרטיס טיסה ללא מיסי נמל וביטחון?

אין ספק כי כאשר הגוף המוסדי מעביר כספים לניהול חיצוני, הוא עושה זאת על דעת שעלויות הניהול, העמלות וכל ההוצאות הנוספות תהיינה קטנות מהתשואה אשר תשיג ההשקעה על ידי אותו גורם חיצוני שאם לא כן, לשם מה הוא עושה זאת? בהתאם לגישה זו, אין ספק כי הוצאת כספים לידי ניהול חיצוני אשר לדעת הגוף המוסדי אין לו מומחיות בו או אשר הוא סבור כי לגוף החיצוני מומחיות רבה יותר מזו הקיימת אצלו יש בה כדי לשפר את מצבו של החוסך ובוודאי לא לפגוע בו על ידי גביית דמי ניהול "כפולים".

4.5. סוגיית הגילוי הנאות

בדיוני הצוות העלו חלק מהמשתתפים את החשש כי גילוי בדו"ח לעמית, בדבר דמי ניהול ששולמו בשל השקעה בקרנות השקעה, עלול ליצור בעיה משפטית בשל החריגה לכאורה משיעור דמי הניהול עליו הוסכם בהסכם עימו. יודגש, כי קופות גמל אינן יכולות לחייב עמית בדמי ניהול מעבר לשיעור שנקבע בתקנון וכן מעבר למסוכם עם העמית, המוגבל אמנם בתקרה של עד 2% מנכסיהן. ובהקשר זה, האם ישנה הצדקה לגילוי נאות על דמי ניהול בגין השקעות בקרנות השקעה, כאשר מדובר בשיעורים זניחים? מאחר ומדובר בשיעורי השקעה זניחים (כמותית), גם אם יוחלט על דיווח לחוסך על דמי הניהול הללו, כיצד ניתן לעשות זאת בפועל? הרי דמי הניהול הללו ייגבו מעבר לדמי הניהול שהתחייב הגוף המוסדי כלפי החוסך שאם לא כן, מה הטעם בגילוי

⁴ בהקשר זה, יש להטיל מגבלות על העברה של כספים על ידי גוף מוסדי לניהול על ידי גוף חיצוני הקשור אליו.

זה? ואם כך הדבר, הגילוי רק יבלבל את החוסך ויגרום לטענות כלפי הגוף המוסדי שעיקרן אי מילוי התחייבות לשיעור דמי ניהול שייגבה מחשבונו. התוצאה הסופית, תהיה העלאה בפועל של שיעור דמי הניהול הנגבים מחשבונו של החוסך ובשוק חיסכון הנשלט על ידי גופים אשר מובילים את השוק לתחרות על בסיס דמי ניהול, התוצאה תהיה, הדרת רגליהם של הגופים המוסדיים מהשקעות אלו שתצגנה אותם כגופים אשר גובים דמי ניהול גבוהים יותר וזאת רק בשל העובדה שהם משקיעים באפיקי השקעה מגוונים ולא מתרכזים רק באפיקי ההשקעה הקלאסיים דוגמת שוקי האג"ח והמניות המקומיים. כך תתקבל התוצאה שגופים אשר לא משקיעים באפיקי השקעה מגוונים ובשווקים נוספים מעבר למקומיים "ייתפסו" כאלו הגובים דמי ניהול נמוכים יותר ובשל כך כאטרקטיביים יותר עבור ציבור החוסכים בשל אופי התחרות בענף.

4.6. פגיעה בענף ההייטק

חיוב גופים מוסדיים לשלם דמי ניהול בשל השקעות בקרנות השקעה מתוך דמי הניהול שקיבלו מהעמיתים/מבוטחים, יפחית את העניין שלהם, בהשקעות אלה. אין לשכוח שמדובר בגופי ההשקעה הגדולים במשק ולפיכך העדר עניין מצידם עלול לפגוע במידה מסוימת בחברות סטארט אפ ובענף ההייטק בכלל.

4.7. חילוץ וזיהוי דמי הניהול

בהרבה מנגנונים אין שקיפות מלאה, דמי הניהול נבלעים בעלויות העסקה ואי אפשר לזהותם ולחלצם בנפרד.

5. התייחסות לטיעוני הגופים המוסדיים וקרנות ההשקעה

תפקידו של אגף שוק ההון בפקחו על הגופים המוסדיים הוא לדאוג כי אלו ידאגו להשאת תועלתם של החוסכים בגופים אלו וכי זכויותיהם של החוסכים תשמרנה. מעבר לכך, אין באפשרות הרשות המפקחת לענות על מלוא מרחב הטעמים והציפיות של הפרטים, ובמיוחד ככל שהדבר נוגע לתשואות או הלימות דמי הניהול לתוצאות העסקיות. במובן זה, אין באפשרות הרשות המפקחת להשיא את התועלת לעמית או המבוטח הספציפי, הנגזרת כאמור, ממערכת טעמים שונה של כל פרט. ברי, כי תמיד ימצאו פרטים שיעדיפו תשלום דמי ניהול גבוהים יותר תמורת פוטנציאל לתשואה גבוהה יותר.

יחד עם זאת, לא ניתן להתעלם מהעובדה כי בחירת ובחינת גופים המנהלים חסכון פנסיוני על ידי חוסכים נעשית ברובה המוחלט על ידי בחינת שיעור דמי הניהול הנגבה על ניהול הכספים ופחות על התשואה שמשגי מנהל ההשקעות. בבחינת: "דמי הניהול בטוחים וידועים, והתשואה...". בפרק זה נסקור את התייחסותנו לטענות שהועלו על ידי הגופים המפוקחים, בהקשר לניהול כספי החיסכון בקשת רחבה של אספקטים ולא רק באספקט של שיעור דמי הניהול הנגבה על ידי הגופים המוסדיים.

5.1. התמחות

ההסדרה הקיימת בנושא דמי ניהול (גמל/פנסיה/ביטוח), לא נבנתה כלל על ההנחה שישנו קשר כלשהו בין המנגנון שנקבע לבין נגישותו של משקיע מוסדי להשקעות מתמחות יותר או פחות. לגוף המוסדי יש את האורגנים המתאימים (דירקטוריון, ועדת השקעות) אשר יחליטו משיקולים רלוונטיים באיזה אופן (ישיר/באמצעות גוף מתמחה) יבצעו את ההשקעה. דמי הניהול שנגבים מכספי העמיתים על כל השקעה אם הייתה באופן ישיר או באמצעות גוף מתמחה ידווחו לעמיתים באופן מלא כנדרש מחובת הגילוי הנאות, חובה שעומדת בפני עצמה ללא קשר למידת התמחותו של הגוף המוסדי. כללי ההשקעה שנקבעו, אפשרו ליברליות רחבה בפרופיל ההשקעות של הגופים המוסדיים ולא הגבילו/אסרו העברת ניהול תיק או חלקו לגוף מתמחה כלשהו גם אם מדובר בתחומים בהם אך טבעי שזהו תחום פעילות בסיסי עבור הגוף המוסדי, והשאירו זאת להחלטת האורגנים המתאימים עליהם רובצת חובת הנאמנות באופן כללי וחובות נוספות פרטניות יותר. הכללים שנקבעו בתקנות קופות הגמל בנוגע להשקעה בקרנות נאמנות (להבדיל מהשקעה בקרנות השקעה אחרות) ולהשקעה באמצעות מנהלי תיקים, מקורם בתפיסה כי הידע, המומחיות ותנאי הכשירות הנדרשים לניהול השקעות בקופות גמל הם לפחות כמו אלו הנדרשים ממנהלי קרנות הנאמנות/מנהלי תיקים. מנהלי ההשקעות של קופות הגמל חייבים להתמחות בניהול השקעות סחירות בשוק ההון הישראלי, המהווה את "ליבת ההתמחות" של גופים אלו. לפיכך, העברת כספים לניהול בקרן נאמנות/באמצעות מנהל תיקים הינה אך

תחליפית להשקעה ישירה של הקופות בשוק ההון, השקעה אשר בגינה גובה כבר קופת הגמל דמי ניהול. מטעם זה אין מקום לתשלום דמי ניהול נוספים על חשבון העמיתים לניהול אותה ההשקעה עצמה.

זאת ועוד, בהתייחס למקרים ספציפיים אלה, לא ייתכן שנאמן יבצע מיקור חוץ לעבודתו (המצויה בתחום מומחיותו), יגרוף דמי ניהול וישלם דמי ניהול נוספים על חשבון המבוטחים בעבור הניהול החיצוני.

יחד עם זאת, ברור הוא, כי קיימים אפיקי השקעה בקרב קרנות נאמנות ומנהלי תיקים, אשר אינם בנמצא כיום אצל חלק ניכר מהגופים המוסדיים, ובהם בעיקר השקעה בנכסים סחירים ולא סחירים מחוץ לישראל. כך לדוגמה, ניהול השקעות באמצעות מנהלי תיקים זרים גדולים ומוכרים עשוי להקנות לגוף המוסדי הישראלי יתרונות החסרים לו, במקרה בו היה מנהל את ההשקעות בעצמו, יתרונות הנובעים בעיקר מ"ביתיות" – היכרות והתמחות בשוק המקומי ויתרונות לגודל. ניהול באמצעות גורמים אלה כרוך כמובן בתשלום דמי ניהול.

גם בנוגע לקרנות הון סיכון, BUY OUT, נדל"ן ו-FUND OF FUND נדמה כי לפחות בשלב זה, אין במרבית הגופים במוסדיים לא את הידע ולא את היכולת לבצע את ההשקעות ישירות.

על אף האמור לעיל, בנושא הנתק התפיסתי המוחלט בין סוגיית דמי הניהול לסוגיית ההתמחות, אפשר לחשוב על התוצאה האפשרית הקיצונית והלא סבירה שעלולה הייתה להתקבל דווקא מחיבור תפיסתי מוחלט בין שתי הנקודות. נניח לדוגמה, שקופת גמל תחליט על ניהול כל השקעותיה באמצעות בית השקעות/מנהל עסקים (כפי שקורה היום בחלק מקופות הגמל המפעליות) (המצב אפשרי לפי תקנות ההשקעה); התשלום לבית השקעות/מנהל העסקים יסווג כעמלות קנייה, ובלי שום קשר לתשלום זה תגבה קופת הגמל מעמיתיה תשלום נוסף שיסווג כדמי ניהול. האם ייתכן שעמיתיה ישלמו דמי ניהול "כפולים" על כל כספם? אם כן, מהו תפקידה כגוף שמהותו ניהול השקעות? האם אנו מוכנים לקבל את הגישה ולפיה הגוף המוסדי הוא כלי לניהול כספים אשר החוסך משאיר לשיקול דעתו את בחירת אפיקי ההשקעה הטובים ביותר תחת פונקציית המטרה של השגת תשואה נטו הגבוהה ביותר לחוסך?

5.2. גיוון ופיזור תיק ההשקעות

הוצאת כספים לניהול חיצוני יכולה לגוון את הרכב תיק ההשקעות של הגוף המוסדי ולתרום לפיזור לסיכונים וליכולת למקסם תשואה ברמת סיכון נתונה. עם זאת, אין במדיניות הקיימת לגבי דמי הניהול כשלעצמה בכדי למנוע השקעות והעברת כספים לניהול חיצוני אלמלא העובדה כי הגופים המוסדיים השונים מתחרים ביניהם ובינם לבין עצמם על צירוף חוסכים במלחמת "דמי ניהול". יודגש שוב כי בכל מקרה לא הייתה כוונה בהסדרה כי דמי הניהול לגופים החיצוניים ישולמו על חשבון הגוף המנהל, אלא מתוך דמי הניהול שגובה הגוף המוסדי מכספי העמיתים. כאשר חובת הדיווח והגילוי לעמית רובצת על הגוף המנהל. הגופים המוסדיים יכולים להעלות את

שעור דמי הניהול (חברות ביטוח בפוליסות החדשות וקופות גמל לאלתר) בכדי להשקיע בהשקעות מתוחכמות ומגוונות יותר ולכן אין חסם אמיתי בהסדרה, אלא בעובדה כי הגופים המוסדיים מסתכלים על דמי הניהול כפרמטר מרכזי ותשואה כפרמטר משני אם בכלל. כך לדוגמא, גוף בנקאי גדול מבטיח לחוסך בעל יתרה של חצי מיליון שק' ומעלה פטור מדמי ניהול ל-5 שנים ללא כל אמירה לגבי התשואה. דוגמא אחרת היא עריכת מכרזים ע"י וועדי עובדים לבחירת קופות גמל אשר הפרט העיקרי והמרכזי שביניהם היה שיעור דמי הניהול שייגבה מהעמיתים שיבחרו לחסוך במסגרת הגוף המציע.

מציאות זו, שמשמעה תחרות על דמי ניהול ולא על התשואה, הקיימת בקרב הגופים המוסדיים, מצמצמת מאוד את יכולתם לגוון את תיק ההשקעות של החוסכים שלהם ולהשיג עבורם תשואות טובות יותר, שכן גיוון "אמיתי" של תיק ההשקעות "עולה כסף". פה נשאלת השאלה האם "ללכת" עם השוק ולהנציח מציאות זו ולו באופן חלקי, או דווקא ההיפך מכך, להסיר כל מכשול אשר יוביל את מנהלי הגופים ואת העמיתים לבסס התנהלות נכונה של השוק על סמך פרמטרים יותר רלוונטיים, קרי תשואה ודמי ניהול.

חשוב לציין כי על אף האמור לעיל, בעניין גוון ההשקעות אשר סוגיית דמי הניהול מהווה חסם לכאורה עבורו, למנהלי קופות הגמל ישנם שיקולים נוספים ומכריעים בבואם לבצע השקעה כל שהיא כמו כדאיות של סיכון מול תשואה, והצגת סוגיית דמי הניהול כחסם אינה חזות הכול כלל ועיקר.

5.3. תהליך יקר של בחירת השקעות בגוף המוסדי

אכן תהליכי המיון, הבחירה, ההשקעה והמעקב השוטף כרוכים בהוצאות גבוהות, אם כי חלק ניכר מהעלויות הן חד פעמיות ומשולמות טרם ביצוע ההשקעה. דמי הניהול הנגבים על-ידי המשקיע המוסדי צריכים לשמש אותו למימון כל הפעולות הנוגעות לניהול ההשקעות לרבות התהליכים הבאים: בדיקה, אנליזה, פיקוח, מעקב ובקרה. דמי הניהול נועדו גם לתשלום הוצאות שכר ומשכורות המיועדים לממלאי תפקידים אלו.

זאת ועוד, גם לביצוע השקעות אחרות, לרבות ניירות ערך סחירים, נדרשת אנליזה. במקרה זה, ההוצאות משולמות מתוך דמי הניהול ואינן מועמסות על העמיתים/מבוטחים בנוסף. עם זאת, ולאור האמור לעיל, בדבר אופן התחרות בשוק החיסכון הפנסיוני אנו סבורים כי יש אמת בטענה ולפיה מהווה נושא דמי הניהול בגין השקעת הגופים המוסדיים בקרנות השקעה חסם עיקרי או לפחות משמעותי.

5.4. תשואה נטו

בטענה זו, ישנה למעשה השגה על עקרונות בסיסיים אשר קשורים לניהול כספים במשותף של ציבור ע"י נאמן, בכלל ובכל הנוגע לדיווח המתחייב מניהול זה בפרט. לא יעלה על הדעת שלא לגלות לעמיתים כמה שילמו בעבור ה"מוצר" (תשואה) ש"ייצר" עבורם הגוף המוסדי כגילוי מאוד בסיסי. יש לזכור כי העמית/המבוטח, הוא אשר

משלם את דמי הניהול מתוך הפקדונות והגופים המוסדיים משמשים כנאמן עבורו, ולהם זכות מליאה לדעת כמה הם משלמים, אף מדובר בצורה עקיפה, בגין ניהול השקעותיהם. לא בכדי פעל אגף שוק ההון בשנים האחרונות להגברת השקיפות בנושא זה, כאשר הנהיג מדיניות לפיה ידווחו קופות הגמל לעמיתיהן את התשואה ברוטו ("המוצר") לצד שיעור דמי הניהול. בדיווח השנתי המוגש לעמית, נדרשו קופות הגמל אף לציין את דמי הניהול בשקלים. ניכר כי במהלך השנים האחרונות התפוגג הערפל שאפף את סוגיית העלות בניהול קופת גמל והיווה שיקול בבחירת קופת גמל (עד אז פורסמה תשואה נטו בלבד). אכן חשוב כמה מקבל העמית בסופו של יום, אך מכאן ועד לטענה כי אין חשיבות לגילוי על דמי הניהול, ולהשפעתו הזניחה על יתרת השקעתו של העמית המרחק רב. ייתכן שטענה זו מתאימה למשקיעים בודדים ומתוחכמים בודאי לא בקופות גמל או קופות ביטוח, ענפים בהם הציבור לא מצוי דיו באינפורמציה הרלוונטית (וזאת בלשון המעטה). **ההשפעות מגילוי דמי הניהול בנפרד, משמעותיות לאין ערוך מתשואה נטו בלבד המגלמת גילוי של דמי הניהול.** עד כאן הוצגה החשיבות של גילוי ברור על דמי הניהול מצד העמיתים. חשיבות נוספת לגילוי עולה מכוון נוסף, והוא יכולת המיקוח של הגוף המוסדי אל מול הגופים החיצוניים. במקרה בו התשלום לגופים חיצוניים יחשב כהוצאות עסקה ולא כדמי ניהול, יהא בכך משום תמריץ שלילי לגוף המוסדי להקטין את דמי הניהול, כי במילא אין דווח על כך. נקודה זו נכונה לטיעונים העולים לעניין סיווג התשלום (הוצאות ישירות או הוצאות עקיפות), אך צוינה גם כאן להדגשת חשיבות נושא דמי הניהול.

5.5. סוגיית הגילוי הנאות

ביחס לקופות הביטוח אכן קיימת לחלק מהן בעיה להכליל דיווח מלא של דמי הניהול לאור ההסכמים החתומים והתקרה המקסימאלית בה נגבים דמי הניהול. לגבי חלק אחר מהן לא קיימת בעיה כזו (לא הגיעו עדיין לתקרה), מה גם שמדובר בשיעורים מאוד זניחים. יש לציין כי מעבר לשיעור דמי הניהול הקבוע שגובות קופות הביטוח ישנה האופציה לגביית 15% מהרווחים. מכל מקום החל מינואר 2004 תונהג שיטה חדשה בקופות הביטוח אשר בין השאר תגדיל את התקרה המקסימאלית לשיעור של 1%, כך שלגבי ההפקדות החדשות לא קיימת בעיה כלל.

ביחס לקופות הגמל אין מגבלה ריגולאטורית כאמור, אלא הסכמים שנחתמו בין הקופות לבין העמיתים על גובה מסוים של שיעור דמי הניהול, אשר לטענתם כובל אותם, וכדי לא להפר את ההסכמים, ייאלצו לספוג צמצום ברווחים שלהן. שוב יאמר, כי מאחר ומדובר בשיעורי השקעה זניחים ההשפעה זניחה גם כן. הראייה, כי קופות הגמל, במהלך עסקיהן השוטף, ובמיוחד בסוף שנה מציעות הנחות משמעותיות על דמי הניהול שהן גובות, אשר לא מובילות לסטייה כל שהיא של דמי הניהול כלפי מעלה (במהלך השנים האחרונות ניכרת התייצבות עם נטייה כלפי מטה של שיעור דמי הניהול), וזאת מבלי "שיסתכנו" בהפרת הסכמים עם חלק מקבוצות העמיתים. מעבר לאמור, קופות הגמל יכולות לחתום על הסכמים חדשים, על אף ההבנה כי יש פה קושי

מבחינתן. אין ספק, כי במצב של גילוי מלא, שיעור דמי הניהול יעלה (אם כי בשיעורים זניחים), אבל מדובר בהסדרה כלל ענפית, כך שאין מצב בו מפלים גוף אחד ביחס לאחר.

הטענה לפיה, לפיה גופים שמרנים ייתפסו אטרקטיביים ביחס לגופים אשר מגוונים את ההשקעות שלהם (אם בכלל, גילוי על דמי ניהול מהווה חסם כניסה קריטי להשקעות – הנחה שנראית חזקה מדי), נראית מוקדמת מדי. לאור העובדה כי לגוון ההשקעות יש שכר בצידו, בדמות תשואה עודפת משמעותית, לא נראה בלתי סביר, שלא יהיה משקל לנושא התשואה. וזאת על אף העובדה שדמי ניהול הם ודאיים ותשואה לא. אם מנהלי ההשקעות מאמינים בהשקעה מסוימת נושא הגילוי כחסם הוא למעשה שיקול זר.

5.6. פגיעה בענף ההייטק

החלטות השקעה של גופים מוסדיים מתקבלות בראש ובראשונה במישור תשואה – סיכון ועל בסיס טעמי המשקיע והתאמת מכשיר ההשקעה לפרופיל ההשקעות של הקרן. אנו סבורים כי גם אם היה ניתן שלא לקזז את דמי הניהול שגובות קרנות ההון סיכון מהגופים המוסדיים הרי שזו לא הייתה משחררת מיידיית מיליארדים להשקעות אלו. ההחלטה האם להשקיע באפיק זה טמונה בראש ובראשונה בטעמיו של המשקיע הראייה לכך, הם סכומי ההשקעה הזניחים בהשקעות אלו אצל חברות הביטוח, קרנות הפנסיה וקופות הגמל, גם בטרם פרסומן של תקנות ההשקעה בשנת 2002. מעבר לכך, יש לבחון את סוגיית ההשקעה בקרנות ההשקעה לאור טובתם של החוסכים בגופים המוסדיים ולא לאור מצבו העגום של ענף ההיי-טק, חשוב ככל שיהיה להשבת הצמיחה למשק הישראלי.

5.7. הבחנה בין סוגי דמי ניהול

אנו מקבלים את הטענה כי יש להפריד בין מטרת דמי הניהול שגובה הגוף המוסדי לבין מטרת דמי הניהול שגובה הגוף החיצוני. כאמור לעיל, מבדיקה מדגמית ולא מקיפה שנערכה על ידי משרד עו"ד הרצוג פוקס נאמן עולה כי בחו"ל לא קיימת מגבלה דומה לזו הנהוגה בישראל וההתייחסות שם לדמי ניהול אלו היא כחלק מהוצאות הכרוכות בהשקעת ובניהול הגוף המוסדי ("It is cost of doing business") מבדיקת ההתייחסות בארה"ב ע"י מר איתן פיש, מתברר כי בארה"ב מתמקד הפיקוח בכללי פיזור ונזילות, מבלי להתייחס לדמי הניהול, שכן השאלה העקרונית לשיטתם היא שאלת התשואה נטו לחוסך. בהקשר זה כדאי לציין כי גם בחו"ל מעבירות קרנות הפנסיה המנוהלות באופן שונה מהקיים בישראל חלק מכספי החוסכים לניהול חיצוני ואכן כ-7% מנכסי קרנות הפנסיה בחו"ל מושקעים בקרנות השקעה ובין 15% ל-25% מנוהלים שלא על ידי המנהל הראשי של כספי החוסכים אלא מועברים לניהול חיצוני בהתאם לשיקול דעתו של הגוף המנהל. על אף כל זאת, מהמידע שהצלחנו להשיג,

מדווחים הגופים בחו"ל על התשואה נטו בלבד תוך פירוט רחב יותר על אפיקי ההשקעה השונים של הקרן וביצועיהם בשנה, שלוש וחמש השנים האחרונות.

5.8. חילוץ וזיהוי דמי הניהול

לא ניתן מצד אחד לטעון כי דמי ניהול שגובה גוף חיצוני מהגוף המוסדי אינם "כפל" דמי ניהול מפני שהחוסך מקבל תמורה לכספו על ידי מעקב, פיקוח ובקרה על השקעות הגוף החיצוני על ידי האורגנים בגוף המוסדי ומצד שני לטעון כי בקרה ומעקב אלו בלתי אפשריים בנסיבות העניין. עם זאת, שוב עולה הטענה בדבר התייחסות לתשואה נטו ולא לתשואה ברוטו אם כי גם בהתייחסות זו כדי לדעת את התשואה נטו יש צורך לדעת את שיעור דמי הניהול.

6. חלופות אפשריות לפתרון סוגיית דמי הניהול

בחלק זה תועלינה חלופות לפתרון הסוגיה הראשונה, היינו הכללת תשלומים למנהלי השקעות חיצוניים במסגרת דמי ניהול או עמלות קנייה ומכירה? ומדיניות הדיווח הראויה בגין התשלום של הגוף המוסדי לגוף חיצוני עבור ניהול השקעות מתוך הכספים הנגבים מחשבונות העמיתים/מבוטחים.

תקנה 41ח לתקנות הגמל וחוזר גמל 1/99 קבעו את האבחנה בין "דמי ניהול" לבין "הוצאות ישירות". לדוגמא, בדיקת השקעה לשם רכישת נייר ערך כלשהו תהיה במסגרת דמי הניהול ולא במסגרת עמלות ניירות ערך סחירים או לא סחירים וכנ"ל לגבי הערכת שמאי של נכס מסוים (באנלוגיה לרו"ח). עם זאת, רישום טאבו של נכס יכלול במסגרת עמלות ניירות ערך לא סחירים כפי שקורה בגין עמלת רישום פעולות בבנק. האבחנה שנקבעה אין בה די בכדי לפתור את סוגיית דמי הניהול הכפולים, לאור העובדה כי למעשה בכל מכשיר השקעה גלום מרכיב של דמי ניהול (הוצאות הנהלה), אלא שבמכשירים סחירים אין מבודדים את הכספים שהחברה המוחזקת משלמת למנהליה ואילו בהעברת כספים לניהולו של גוף חיצוני כן מבודדים, משיקולים פרקטיים את התשלום שמשולם למנהלי הגוף החיצוני (לצורך ההמחשה צוינו שתי דוגמאות קיצוניות). על כן, לפני הצגת החלופות יש לתחם ולהגדיר עד כמה שניתן מהם מכשירי ההשקעה מתוכם יבודד מרכיב התשלום למנהלים ויכלול במסגרת "דמי הניהול". הייתה הסכמה כללית בין חברי הצוות בדבר הצורך בתיחום שכזה, אך לא הועלתה הגדרה ברורה למעט התייחסות פרטנית לדוגמאות. למשל, לגבי קרנות נאמנות המשקיעות באג"ח ממשלתי וני"ע תאלי הגיוני לבודד את התשלום למנהלים ואילו לגבי קרנות הון סיכון סחירות או חברות אחזקה לא סביר לעשות זאת. בכל החלופות המוצעות להלן, אין התייחסות לדמי הניהול "החבויים" ברכישת ניירות ערך סחירים בבורסה או ניירות ערך לא סחירים, או פקדונות. אלו, לא ייחשבו כדמי ניהול משתי סיבות עיקריות. האחת מהותית והשני פרקטית. המהותית, נכסים אלו מקבלים תג מחיר וזה משקף את מחירם הכלכלי (תוך התחשבות במרכיב דמי הניהול) והפרקטית- לא ניתן להפריד את מרכיב דמי הניהול בהם. כך לדוגמא, פקדון בבנק הנותן תשואה של 6% מורכב למעשה מתשואה אמיתית של 6.5% ודמי ניהול של 0.5% בגין עמלת טיפול הבנק בפקדון ולגביו אין הפרדה של מרכיב דמי הניהול.

המשמעות היא כי הגדרת דמי ניהול כשלעצמה (מהם דמי ניהול ומהם עמלות) היא המשמעותית ביותר לעניין הדיון במסמך זה. לכן, מוצע לאמץ מדיניות ולפיה תישמר ההגדרה של דמי הניהול כפי שנקבעה בחוזר גמל 1/99 ואליה יתווספו הנכסים כפי שיוגדרו להלן. ברור, כי במכשירים בהם מרכיב דמי הניהול הוא ברור וניתן להפרדה קל יותר לדרוש כי דמי הניהול בגין השקעה במכשירים אלו ייכללו במסגרת דמי הניהול או יופרדו וידווחו בנפרד. לסיכום, החלופות הבאות מתייחסות לדמי הניהול בגין השקעות הגופים המוסדיים במכשירים הבאים (להלן "מכשירים כלולים"):

1. השקעה בקרנות השקעה על סוגיהן
2. העברת כספים לניהול חיצוני בארץ ובחוי"ל
3. השקעה בקרנות נאמנות בארץ ובחוי"ל

4. כל מכשירי ההשקעה הסחירים והלא סחירים אשר מתבססים על מדדים/שערי ני"ע

בכל שאר ההשקעות השונות, על אף שטמון בהם מרכיב דמי ניהול (כמו חברות סחירות בכלל או חברות אחזקה בפרט) לא ייכלל מרכיב זה במסגרת דמי הניהול בכלל ובמסגרת הגילוי או הדיווח לחוסך. כמובן שהוצאות קנייה ומכירה הנגזרים משאר ההשקעות האלה ייכללו במסגרת עמלות קנייה ומכירה.

6.1. חלופה א

איסור מוחלט על גביית דמי ניהול כפולים בגין המכשירים הכלולים וגילוי מלא.

כלומר, הגופים המוסדיים רשאים להשקיע בכל השקעה לרבות המכשירים הכלולים. ולצורך תשלום דמי הניהול יכללו גם התשלומים למנהלים החיצוניים אשר יבודדו מתוך המכשירים הכלולים. התשלומים למנהלים החיצוניים המבודדים מתוך המכשירים הכלולים ויכללו במסגרת דמי הניהול הקבועה בתקנון או בהסכם ההצטרפות של העמית/מבוטח ולא במסגרת עמלות קנייה ומכירה. עם זאת, לגבי קרנות הון סיכון ואחרות הפועלות על בסיס carry תיעשה ההבחנה הבאה:

- 1) דמי ניהול קבועים – יכללו במסגרת דמי הניהול.
- 2) דמי השתתפות ברווחים – לא יכללו. במצב זה יש אומנם כשל לוגי, שכן ניתן להגדיל את מרכיב ה-carry על חשבון דמי הניהול הקבועים. עם זאת, במקרה זה גביית תשלום דמי ההשתתפות למשקיע נעשית **רק לאחר** שהוחזרו כל דמי הניהול וההוצאות ששילם הגוף המוסדי בגין השקעתו בקרנות אלו.

יתרונות

- ✓ שמירה על עקרון הגילוי המלא והרלוונטי.
- ✓ שמירה על דמי ניהול כפרמטר תחרותי.
- ✓ עקרון הגילוי המלא ("אור השמש") כבקר שוק. עמיתים/מבוטחים מול הגוף המוסדי. וכוחם של הגופים המוסדיים מול הגופים החיצוניים.
- ✓ פשטות.
- ✓ דמי הניהול שנגבים מהעמיתים כוללים את כל פעילויות הניהול והשקעות הגופים ואין מקום לאפשר גבייה נוספת.

חסרונות

- ☒ הפתרון לא מכסה את סוגיית החברות וחברות האחזקה בהן דמי הניהול נגבים למעשה דרך הוצאות החברה.
- ☒ הפתרון אינו מכסה את סוגיית קרנות ההון הסיכון הסחירות בבורסה.
- ☒ קיימת טענה לפיה הוראה כאמור תהווה תמריץ שלילי למשקיעים מוסדיים והם לא ישקיעו במכשירים אלו כאשר הם יודעים כי כל שקל של דמי ניהול "נוגס" בדמי הניהול שלהם, במיוחד על רקע התחרות הקשה בנושא דמי הניהול. משיחות רבות עם

גורמים רלוונטיים ובלתי מתואמים, הוצגה טענה זו פעמים רבות וייתכן שיש בה ממש. ייתכן אף שנתוני ההשקעה בפועל (שיעורי השקעה זניחים בחלק "המתוחכם" של המכשירים הכלולים), הם השתקפות של טענה זו, אך מאחר ולא רק סוגיית דמי הניהול מהווה שיקול בהשקעה, ייתכן מאוד ששיקולים אחרים רלוונטיים מסבירים את השיעורים הזניחים.

גילוי

מוצע לשקול 2 אפשרויות:

בחלופה זו, אין צורך לשנות או להרחיב את מתכונת הדיווח הקיימת שכן כל סוגי דמי הניהול נכללים במסגרת דמי הניהול שרשאי הגוף המוסדי לגבות.

ניתן בכל זאת לדווח באופן נפרד בדיווח הכספי או בדיווח לעמית/מבוטח על היקף ההשקעות במכשירים הכלולים ובמכשירים הלא כלולים תוך ציון דמי הניהול ושיעורי התשואה שנגבו בכל מכשיר.

האפשרות הראשונה פשוטה להבנה לעמית/מבוטח, על אף שבאופן יחסי לאפשרויות הנוספות, מאופיינת ברמת גילוי נמוכה. האפשרות השנייה מאופיינת ברמת גילוי גבוהה אך יש בה משום בלבול עבור העמיתים/מבוטחים.

6.2. חלופה ב'

פיתרון ברמת הדיווח והגילוי לעמית/מבוטח

הגוף המוסדי יוכל להשקיע בהתאם להחלטותיו העסקיות בכל אפיק השקעה שרק יבחר. עם זאת, לגבי סוגי השקעות דוגמת: ניהול תיקים בחו"ל, קרנות נאמנות בחו"ל, קרנות השקעה שונות בארץ ובחו"ל, יציין הגוף המוסדי **בדיעבד** את שיעור דמי הניהול שנגבו ממנו בגין השקעות אלו ושנגבו מהחוסך מעבר לקבוע בתקנון הקופה או בהסכם בינו לבין חב' הביטוח. חלופה זו מאפשרת לגוף המוסדי לחרוג מההסכם או מהחוזה שנחתם עם החוסך בקשר לשיעור דמי הניהול אך מחייבת את הגוף המוסדי לדווח לחוסך **בדיעבד** על דמי הניהול העודפים שנגבו ממנו בגין סוגי ההשקעות דלעיל. עם זאת, דמי ניהול אלו לא יתייחסו לכל סוגי ההשקעה אלא רק להשקעות במכשירים הכלולים. חלופה זו אינה פותרת את הבעיה מן השורש וזאת מהסיבה המרכזית ולפיה בפועל דמי הניהול שייגבו מחשבונו של החוסך **יהיו גבוהים יותר** מה שכנראה יגרום לחיכוכים, שאלות משפטיות ותהיות בינו לבין הגוף המוסדי. עם זאת, חלופה זו כיוון שהיא מתייחסת לדיווח בדיעבד בבחינת "חוכמה שלאחר מעשה", הרי שהיא פותרת את הבעייתיות הקשורה בתחרות במיושר דמי הניהול שכן הגוף המוסדי יציין כדמי הניהול הרשמיים שלו (לצורך פרסום ושיווק) רק את דמי הניהול בגין השקעותיו למעט המכשירים הכלולים. דמי ניהול אלו ידווחו רק בדיעבד לעמית/מבוטח.

6.3. חלופה ג'

מגבלה כמותית

קביעת מגבלת כמותית, בשיעור של 5% עד 10%, להשקעות במכשירים הכלולים בסכום שלא יעלה על שיעור מסוים מנכסי הקופה/התיק המשתתף ובאופן שכל התשלומים למנהלים החיצוניים, למעט הוצאות קנייה ומכירה, שתגבנה בגין השקעות אלו לא יקוּזְזו מדמי הניהול שרשאי הגוף המוסדי לגבות. הוצאות קנייה ומכירה יכללו בכל מקרה במסגרת עמלות קנייה ומכירה כהגדרתם בתקנה 41 לתקנות הגמל ובחוזר גמל 1/99. תשלומים למנהלים חיצוניים על השקעה במכשירים הכלולים מעבר לשיעור זה יכללו במסגרת דמי הניהול של הגוף המוסדי. בחלופה זו שתי אפשרויות:

אפשרות א'

בתקנות יקבע כי דמי ניהול בגין השקעה בקרנות נאמנות ובאמצעות ניהול תיקים המתמחים בניירות ערך סחירים בארץ ישולמו מתוך דמי הניהול שרשאים המשקיעים המוסדיים לגבות. הרעיון הוא – לא ניתן לאפשר גבייה "כפולה" של דמי ניהול בגין פעילות שאמורה להיות "ליבת ההתמחות" של הגופים המוסדיים בישראל. כל השקעה אחרת הנמנית על רשימת המכשירים הכלולים דוגמת: ניהול תיקים בחו"ל, קרנות נאמנות בארץ המתמחות בנכסים בחו"ל, ניהול בארץ של תיקי השקעות בחו"ל, קרנות השקעה שונות בארץ ובחו"ל - כל אלו תכנסנה תחת המגבלה הכמותית שתיקבע.

אפשרות ב'

בתקנות תיקבע תקרה כמותית להשקעה במכשירים הכלולים שניתן לגבות בגין דמי ניהול נוספים, ללא הבחנה בין סוגי הנכסים (כלומר ללא הבחנה בין השקעות שהן "ליבת ההתמחות" לאלו שלא). הנימוק לגישה זו הוא כי ברגע שנקבעת מגבלה כמותית ונמנעת האפשרות להשקעה באמצעות צדדים קשורים, יש להשאיר לשיקול דעתם של מנהלי ההשקעות בגופים המוסדיים את ההחלטה בדבר סוגי ההשקעה שיחליט להוציא לניהול חיצוני. גישה זו יכולה אף לעודד ולתמרץ הוצאה של חלק מהכספים לניהול גופים חיצוניים הן כתיקי סמן והן כהחלטה אסטרטגית של מנהלי ההשקעות בדבר מומחיותו היתירה של הגוף החיצוני על פני מנהל ההשקעות של הגוף המוסדי.

מעבר לכך, ייתכנו מקרים כי גם בישראל ובתחום פעילות ה"נחשב" כפעילות בה לגופים המוסדיים יכולה וצריכה להיות מומחיות, קיימת מומחיות רבה יותר אצל גופים חיצוניים. כך למשל, קיימים מנהלי תיקים חיצוניים בישראל אשר להם עשויה לקום עדיפות מוחלטת על פני גוף מוסדי בפעילויות ספציפיות. כך לדוגמה, השקעה במניות התעשייתיות הנסחרות בבורסה כמניות "יתר" באמצעות מנהל תיקים או קרן נאמנות המתמחה בסוג פעילות זה אינה בהכרח בנמצא אצל הגופים המוסדיים אשר מרכזים את הרב המוחלט של השקעותיהם במניות 25 (אפילו לא ת"א 100). גם אם נניח כי לגוף המוסדי קיימת בוודאות מומחיות בתחום השקעות ספציפי (נניח ת"א 25) עדיין ההחלטה להוציא כספים לניהול חיצוני אמורה ואולי אף חייבת להיות על בסיס השאלה האם התשואה ששיג הגוף החיצוני בניכוי דמי הניהול שיגבה (במילים אחרות:

"התשואה נטו") גבוהה יותר מזו המושגת על ידי הגוף המוסדי עצמו. כאמור, דמי הניהול שנגבו מהחוסך על ידי הגוף המוסדי שימשו לבחינה, בדיקה ומעקב אחרי הגוף החיצוני שנבחר ע"י הגוף החיצוני לצורך השקעת כספי הגוף המוסדי.

יתרונות

- ✓ מתן אפשרות לגופים להשקיע באפיקים בהם לא קיימת התמחות השקעה אצלם וזאת על ידי מניעת חסמים בדמות אי הקיזוז של דמי הניהול. על אף אי הודאות הקיימת לגבי היות סוגיית דמי הניהול חסם קריטי.
- ✓ גיוון תיק ההשקעות של הגופים הנ"ל וסיוע באופטימיזציה של התשואה מול הסיכון.
- ✓ חסם עליון לגבי דמי ניהול כפולים אשר אינו קיים כיום בשל האפשרות להשקיע בקרנות הון סיכון ללא מגבלה כל שהיא על דמי הניהול (כי לא נקבע כלל מה עושים במקרים אילו).

חסרונות

- ☒ פועל אפשרי יוצא, שקופת גמל/תיק משתתף יוציא עד 10% משווי נכסיו לניהול בארץ בנכסים הכי בסיסיים. דבר לא סביר. בתקנות הגמל פועל כזה לא אפשרי כלל.
 - ☒ בפועל העמית משלם "דמי ניהול הגבוהים" מאלה שסוכמו איתו. מבלי שאלה ידווחו לו (לגבי ההשקעות במכשירים הכלולים עד התקרה הכמותית שתקבע).
 - ☒ זהו פתח ל"שחיקה" בפרמטר דמי הניהול והמשתמע מכך, לרבות היות דמי הניהול מידע לציבור, פרמטר תחרותי ובקר.
 - ☒ המגבלה מתייחסת להשקעה בקרן השקעות אולם אינה מגבילה את גובה דמי הניהול שמוותר לקרן השקעות לגבות. עם זאת, ניתן לתחום גם את אחוז דמי הניהול המקסימאלי של קרן השקעות הנכנסת לתחולת ההוראה, אם כי יש שיראו בכך התערבות מוגזמת בביצוע השקעות של מוסדיים אשר נדרשים גם מבלי זאת לבחון עצמאית את הסוגיה.
- בין אם יוחלט על אפשרות א' או ב' יש לקבוע את גובהו של הרף המקסימאלי על אף העובדה שכיום מדובר בשיעורי השקעה זניחים, כדי להעניק לגופים המוסדיים מרחב פעולה, גמישות ויכולת תמרון. קביעת רף כמותי של 5% עד 7.5% מנכסי הגוף המוסדי יכולה בהחלט לענות על צרכי הגופים המוסדיים ולהשיג את פיזור וגיוון תיקי ההשקעות בצורה סבירה. כאשר בכל מקרה על השקעה בקרן השקעה אחת, קרן נאמנות אחת או מנהל תיקים אחד תחול מגבלה מקסימאלית של 2.5% עד 5% מסך נכסי גופים המוסדיים.
- במידה ונבחרת חלופה זו, מוצע לעגנה בדרך של התקנת תקנות זמניות לשנתיים אשר בסיומן תיבחן הסוגיה בשנית על ידי אגף שוק ההון במשרד האוצר.

סוגיית הגילוי לחוסך

דיווח על דמי ניהול ללא התייחסות לדמי הניהול שנגבו בגין המכשירים הכלולים – השארת מתכונת הדיווח הקיימת היום על כנה.

דיווח נפרד בדיווח הכספי או בדיווח לעמית על היקף ההשקעה במכשירים הכלולים ודמי הניהול שנגבו בגינם.

6.4. חלופה ד'

אישור מראש של המפקח לפי נוהל קבוע מראש (מתן סמכות למפקח בתקנות)

פתרון שהוא יציר כלאיים בין חלופה א' לחלופה ב', ולמעשה מדובר בשימור חלקי של המצב הקיים בתקנות הביטוח. לפי פתרון זה, ידון כל מקרה לגופו, אך במסגרת נוהל כללי קבוע מראש של המפקח. כאשר למפקח תינתן סמכות לקבוע סוגי מקרים בהם יהיו רשאים הגופים המוסדיים לשלם דמי ניהול בגין השקעה בקרנות השקעה מעבר לדמי הניהול שקיבלו מהעמיתים/מבוטחים. תחת חלופה זו, הפתרון הסביר ביותר הינו חלוקת קרנות ההשקעה לשתי קבוצות כאשר גבית דמי ניהול כפולים תהא מותרת רק באחת מן הקבוצות. הקרנות יחולקו לקבוצות לאחר פילוח תחומי פעילותן. יצוין עם זאת כי פילוח כאמור אינו פשוט שכן יש להחליט מהם הפרמטרים שיעמדו בבסיסו. פרמטרים אלה עשויים להיות:

- ❖ הבחנה בין קרנות המבצעות השקעות פיננסיות לבין קרנות המבצעות השקעות ריאליות קרי מנהלות תאגידים. (לדוגמא קרן נאמנות מול קרן הון סיכון)
- ❖ רמת ההתמחות הנדרשת לביצוע השקעות אלו.
- ❖ מיקומן הפיזי של ההשקעות (חו"ל או ישראל).
- ❖ רמת הסיכון של השקעות אלו.
- ❖ שילוב של מס' פרמטרים.

פתרון כאמור יהיה קשה ליישום שכן לא ניתן לקבוע מראש את כל הפרמטרים לפיהם יתבצע הפילוח באשר השוק הוא דינאמי ועשוי להתאים את מתארי הקרנות והסכמי ההשקעה להוראות שיקבע המפקח. בהעדר אפשרות לקבוע כללים מקדמיים אשר יכילו את כל עולם ניהול ההשקעות אנו עשויים להידרש לבחון כל קרן השקעות לגופה על מנת לסווגה לקבוצה הראויה. ספק אם ברצוננו לעמוד בפני מצעד של גופים אשר יבקשו את אישורנו לכל השקעה בודדת, בפרט לנוכח הקשיים העשויים לעלות בסיווג בין הקבוצות וגם לנוח התשומות הרבות שיש להקצות לנושא מניסיוננו בענף הביטוח.

בכל מקרה, ובכל אחת מהחלופות למעט הראשונה, לא יינתן אישור לתשלום דמי ניהול נוספים בגין השקעה בצדדים קשורים.
לחלופין, ניתן לאסור בכלל השקעה של גופים מוסדיים בקרנות נאמנות או מכשירי השקעה של צדדים קשורים להם (דוגמת ק.ס.מ, הדס, תבור ועוד)

7. סיכום

קביעת רף מקסימאלי לדמי הניהול אותם רשאי גוף מוסדי לגבות, נועדה בראש ובראשונה להגן על העמיתים/מבוטחים, למנוע ולהפחית פוטנציאל לפגיעה בזכויותיהם על-ידי גוף המנהל את חסכוניותיהם אשר פועל לרוב⁵ כנאמן. כאשר גם המכניזם שנקבע לגביית דמי הניהול, מסייע למניעת פוטנציאל זה, ובמרבית המקרים אף יוצר זהות אינטרסים בין העמיתים/מבוטחים לגוף המנהל⁶.

ניכר כי באמצעות הצבת רף לשכר ולהוצאות אותם רשאי הגוף המנהל לגבות, השיג מחוקק המשנה את מטרתו. אולם, כפי העולה ממסמך זה, לעיתים עלול חיבוקו של מחוקק המשנה להפוך לחיבוק דוב עבור העמיתים/מבוטחים ובפרספקטיבה רחבה יותר אף לפגוע במידת מה **במדיניותו הוא** ובתהליכים אותם הוא מנסה להוביל כמו - פיזור וגיוון תיקי ההשקעות של הגופים המוסדיים מעבר להשקעה בשוק האג"ח המקומי (שלא לומר ממשלתי) ובשוק המניות המקומי, העלאת רף המקצועיות וצבירת ניסיון והיכרות של הגופים המוסדיים עם שווקים ומכשירים פיננסיים חדשים אשר יובילו בהמשך לגיוון ופיזור נכונים יותר של השקעות הגופים המוסדיים וממילא לתשואות טובות יותר עבור החוסכים – מדיניות זו לא תושג, אם כל השקעה במכשיר פיננסי חדש אשר לגופים המוסדיים אין מומחיות בו "תנגוס" בדמי הניהול שהם גובים או רשאים לגבות. שכן, המשמעות היא "ויתור" על שכר הניהול שלהם והעברתו לגורם חיצוני – דבר אשר יגרום להם שלא להוציא כספים לניהול חיצוני. כלומר, ויתור על פוטנציאל לתשואה נטו טובה יותר בשל שיקולים לא ענייניים.

מבלי להיכנס לדיון בסוגיה האם ההתמקדות בדמי הניהול מסיטה את התחרות מרובד של תשואות לרובד של עלויות ניהול וכדי להימנע עד כמה שניתן מפריצת מסגרת דמי הניהול שנקבעה, אך לאפשר עם זאת מרחב פעולה לגופים המוסדיים באפיקי השקעה שאין להם התמחות מספקת, ובאפיקים בהם מקובל לבצע השקעות באמצעות גופים מתמחים והיכן שאין לגופים המוסדיים יתרון "ביתיות", הוצעו מס' חלופות לפתרון הבעיה שתיים מהוות פיתרון קצה ושתיים מנסות לאזן בין אינטרסים שונים.

במסגרת דיוני צוות החשיבה בסוגיית דמי הניהול, לא יכולנו להתעלם מסוג התחרות בשוק החיסכון הישראלי. יותר ויותר חוסכים מקבלים את החלטות החיסכון שלהם ובחרים את הגופים או המכשירים באמצעותם יחסכו תוך התייחסות כמעט בלעדית לשיעור דמי הניהול שייגבה מהם ופחות לבחינת השאלה מה התשואה או רמת המקצועיות וההישגים שהשיג הגוף המוסדי בו הם רוצים לחסוך. התנהגות זו מוסברת, בוודאות שיש לחוסכים בשיעור דמי הניהול על פני אי הוודאות ששללהם בתשואה העתידית. באופן אבסורדי, מצב זה הממקד את תשומת הלב בדמי הניהול מעמעם את הצורך של הגופים המוסדיים בהתייעלות והתמקצעות בכל הקשור להישגיהם כמנהלי השקעות וממקד אותם ביעילות התפעולית המתאימה יותר לגופים ריאליים

⁵ בדרך כלל לא רואים ניהול כספי משתתף ברווחים בחברות ביטוח כנאמנות.

⁶ דוגמא לפוטנציאל לניגוד עניינים - נניח כי תיק ההשקעות המנוהל על-ידי גוף מוסדי הניב תשואות שליליות. כדי להבטיח הכנסות בסכום דומה לעבר, די בהעלאת שיעור דמי הניהול.

ופחות לגופי חיסכון והשקעה. זאת בשל העובדה, שהמבחן העיקרי הוא מבחן העלויות, ולמרות שדמי הניהול האבסולוטיים מושפעים באופן מהותי מהתשואות ששיגו. מעבר לכך, סוג זה של תחרות נותן יתרונות עצומים לגופים גדולים בעלי תשתיות ומשאבים נרחבים באופן שכל החלטה על הנחה או הטבה בדמי ניהול מתבצעת על בסיס העלות השולית שלהם ולא על בסיס העלות הממוצעת כפי שמתקבלת על ידי גופים קטנים. בראיה ארוכת טווח, מומלץ לבחון מנגנונים שיסיטו את תשומת לב המשקיעים והשוק מתחרות ברובד של דמי ניהול לתחרות ברובד של תשואות. גם אם לא נרצה לפרוץ בעתיד את מסגרת דמי הניהול, עידוד התחרותיות ושינוי דפוסי חשיבה בשוק, יסייעו לנו להשיג את המטרה – העלאת רף המקצועיות ואולי אף השאת התועלת לעמיתים/מבוטחים. אין עוררין כי מצב זה אנומלי, וכדי לשנותו יש לנסות ולהשפיע על דפוסי החשיבה של החוסכים. מעבר למתכונת דיווח, פרסום ושיווק על בסיס תשואה נטו, תסייע במידת מה בשינוי דפוסי החשיבה של החוסכים וכערך מוסף תנטרל אף בעיות הכרוכות בהתמקדות בדמי הניהול, כמו הסוגיות בהן דן מסמך זה. שינוי זה יאנוס את הגופים להתחרות יותר במישור ה-preformance ופחות במישור העלויות. הדבר יתרום לשכלול השוק, וליכולתם של גופים קטנים ומקצועיים להתפתח ביתר קלות ולגייס חוסכים חדשים אשר מוקסמים ומתפתים לשיעור דמי הניהול שמציעים הגופים הגדולים וזאת על אף התשואות הנמוכות שלהם.

8. סוגייה נוספת: שיערוך השקעות בקרנות הון סיכון

בתיקון לתקנות הגמל נקבע כי בדומה למנייה בלתי סחירה שיערוך קרן הון סיכון יעשה לפי שווי הוגן. בחוזר ממונה מאוקטובר 2002 נקבע אופן חישוב השווי ההוגן לפי שלוש חלופות:

(א) אם היה שינוי מבנה הבעלות בקרן, בששת החודשים שקדמו למועד השיערוך – שיערוך בהתאם לסכום ששולם בגין שינוי הבעלות;

(ב) אם לא היה שינוי בעלות בששת החודשים שקדמו למועד השיערוך – בהתאם לחשיפת ערך (גיוס הון) אחרונה של כל השקעת הון סיכון בנפרד, ובלבד שגם היא התרחשה בתקופה זו.

(ג) אם (א') ו(ב') לא התקיימו – הערכת מומחה חיצוני של כל השקעות ההון סיכון תוך שימת לב להשקעות בהן הייתה חשיפת ערך.

מטרת הוראות חוזר זה הייתה לקבל הערכה **מהימנה ואובייקטיבית** לשווי ההשקעה של גופים מוסדיים בקרנות הון סיכון. לכן, נקבע כי ההערכה תיעשה על ידי מומחה שייבחר לצורך כך על ידי וועדת ההשקעות של הגוף המוסדי. מומחה זה לא יהיה רו"ח של קרן ההשקעות ולא רו"ח של הגוף המוסדי ובכך תושג האובייקטיביות שבהערכה

בשל בקשות רבות מצד גופים מוסדיים נדחתה יישומה של הוראת חוזר זה לדוחות הכספיים של שנת 2003 וזאת כדי לבחון שוב את משמעותה של הוראה זו ואת ישימותה על השקעות הגופים המוסדיים.

במסגרת הדיונים בצוות החשיבה בנושא שיערוך השקעות הגופים המוסדיים בקרנות השקעה וקרנות הון סיכון הועלו הטענות הבאות:

שערוכה של השקעת גוף מוסדי בקרן הון סיכון מחייב הערכה ספציפית של כל השקעה והשקעה בה מחזיקה קרן הון הסיכון – כלומר, בדיקה ובחינה מעמיקים של מצבה הפיננסי וההיתכנות הטכנולוגית של כל השקעה והשקעה של קרן הון הסיכון. פעולות אלו דורשות בראש ובראשונה רמת ידע גבוהה מאוד בתחום ההשקעות של קרן ההון סיכון שלעיתים מגוונות ואינן בתחום השקעות יחיד. אשר על כן, קשה ואולי אף בלתי אפשרי למצוא מומחה אשר יענה לדרישות אלו ויהיה בעלות סבירה לגופים המוסדיים (גם בהנחה שמספר גופים יכולים למנות מומחה משותף לבחינת השקעותיהם).

הוראות החוזר ולפיהן במידה ובוצע שינוי במבנה הבעלות בקרן ההון סיכון יש לאמוד מעיסקה זו את שווייה של קרן ההון סיכון. אולם, הוראה זו מתעלמת מהעובדה כי שווין של עסקאות אלו אינו משקף בהכרח את השווי הכלכלי – אמיתי של הקרן ולכן אין לאמוד מכך את שווייה של הקרן שכן עסקאות אלו מתבצעות לעיתים בשל קשיים כלכליים או קשיי נזילות של השותפים ולכן אלו מעוניינים לצאת מהתחייבותם להשקעת כספים נוספים בקרן ולעיתים אף מוכנים למכור את התחייבויותיהם במחיר אפס.

שיערוך ההשקעות בקרנות הון סיכון מתבצע על בסיס הערכת המנהלים את שווין של ההשקעות בהתאם לכללים חשבונאיים מקובלים באירופה ובארה"ב. שווין של השקעות אשר מוחזקות על ידי מספר קרנות הון סיכון דומה פחות או יותר בדוחות הקרנות השונות בנקודת זמן מוגדרת או לכל היותר באיחור של רבעון.

המומחיות הרבה הנדרשת בהערכת ההשקעות קיימת רק אצל מנהלי הקרנות ואצל מי שחשף לסודות המסחריים והדוחות הכספיים של חברות אלו. מנהלי קרנות ההשקעה טוענים כי רק הם

יודעים להעריך את שוויין של החברות בהן הם משקיעים הן מבחינת הערכה טכנולוגית והן מבחינת שוויים הכספי של המוצרים הטכנולוגיים או האחרים שהחברות מייצרות. הערכה זו נבדקת על ידי רוי"ח של הקרן אשר בודק את סבירות ההערכה ובכך מושגת אובייקטיביות מספקת להערכת ההשקעות במיוחד לאור האמור בסעיף 3.

שיעורי ההשקעה הזניחים של הגופים המוסדיים כאחוז מתיק הנכסים שלהם בקרנות הון סיכון וקרנות השקעה אחרות לא מצריכים דרישות אלו. השקעות הגופים המוסדיים בקרנות האמורות אינן מהותיות ביחס לתיק הנכסים שלהם ולכן לא תיווצר הטיה גדולה, אם בכלל, בשווי ההשקעות של הגופים המוסדיים בקרנות האמורות.

מנהל השקעות אשר ירצה להגדיל את שווי השקעות החברות שבהן משקיעה הקרן שהוא מנהל רק כדי ל"ייפות" את ביצועי הקרן, ימצא את עצמו מהר מאוד ללא משקיעים. שכן אלו אולי יתרשמו משווי מנופח זמני אך בוודאי לא ישקיעו שוב בקרן כאשר זו תרצה לגייס כספים בעתיד.

השקעות קרנות הון סיכון מפוזרות במספר רב של חברות אשר חלקן הן חברות זרות אשר בראש ובראשונה לא תסכמנה לחשיפת הסודות הנתונים הכספיים שלהם למשקיעים המוסדיים הישראלים, במיוחד לאור שיעורי ההשקעה הזניחים שלהם וכן גם אם תינתן הסכמה כזו, המומחה אשר ימונה לצורך הערכת קרן ההון סיכון יידרש לשייט ולשוטט ברחבי הגלובוס כדי להגיע לכל חברה וחברה בה משקיעה קרן ההון סיכון דבר אשר יוסיף עלויות רבות לגופים המוסדיים ויהווה תמריץ שלילי להשקעותיהם בקרנות הון סיכון.

מטבען, השקעות הון סיכון (הסטארט אפ) מגייס כספים בסבבים. כל סבב נערך לאחר כשנתיים עד שלוש מהסבב הקודם. בסבב חדש יש חשיפת ערך חדשה להשקעה. לפיכך אין להיחפז ולערוך הערכה כל שנה. במידה ואין סבב חדש או שההשקעה קרסה ואז שוויה אפס או שתיערך הערכת שווי רק לחברות מן הסוג הזה.

לאחר ששקלנו את טענותיהם של הגופים המפוקחים בענין אנו סבורים כי יש לאמץ את הצעתם ולפיה השקעות גופים מוסדיים בקרן הון סיכון תשווערכנה בהתאם להערכת מנהל הקרן לאחר שסבירות ההערכה נבחנה על ידי רוי"ח של הקרן. בכך אמנם פוחתת מעט האובייקטיביות של ההערכה שכן זו מבוצעת על ידי מנהל הקרן באישור רוי"ח של הקרן אך איננו מוצאים חלופה ריאליית אחרת. כמו כן, אנו סבורים כי יש לאמץ מנגנון דומה של שיערוך בקרנות השקעה האחרות תחת אישור רוי"ח לשווי ההשקעה המוצגת. לדוגמא, קרנות נדל"ן תידרשנה להציג אישור רוי"ח לשווי הקרן וכנגזרת לשווי השקעת הגוף המוסדי בקרן.

בכבוד רב,

פורום השקעות אגף שוק ההון

העתק:

הנהלת אגף שוק ההון

מדינת ישראל

משרד האוצר - אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון

9. החלטת הממונה

בעקבות הכנת מסמך זה, התקיימו 4 דיונים בנוגע לקביעת מדיניות הממונה בנושא. בדיונים הוצגו החלופות השונות המובאות במסמך על יתרונותיהן וחסרונותיהן.

להלן החלטת הממונה:

4. דמי ניהול בגין קרנות נאמנות בארץ ובח"ל, ניהול תיקים בארץ ובח"ל ומכשירי השקעה ה"מחקים" מדדי ניירות ערך או שערי מטבעות ידווחו בנפרד אך ייכללו במסגרת דמי הניהול שרשאי הגוף המוסדי לגבות מהחוסכים בו.

5. דמי הניהול בגין השקעה של הגופים המוסדיים בקרנות השקעה על סוגיהן השונים יסווגו כעמלות ניהול חיצוני ואלו תסווגנה במסגרת סעיף עמלות ניירות ערך לא סחירים.

6. לא תיקבע כל מגבלה כמותית להשקעה בקרנות ההשקעה אשר לגביה יסווגו דמי הניהול כעמלות ניהול חיצוני.

7. דיווח בדוח הכספי

במסגרת סעיף עמלות ניירות ערך לא סחירים יינתן פירוט בגין עמלות בגין השקעה בקרנות השקעה (עמלות ניהול חיצוני).

8. דיווח לחוסך

יסווג במסגרת עמלות ניירות ערך לא סחירים ללא הצגה נפרדת – גם בשל חוסר מהותיות וגם בשל הרצון לשמר את המונחים והמושגים הקיימים ולא לייצר מושגים חדשים.

9. טיפול חשבונאי

א. בעת ביצוע ההשקעה הראשונית תירשם פקודת יומן:

ח' השקעה – XXX

ז' מזומן XXX

ב. בגין דמי הניהול בהשקעות אלו תירשם פקודת יומן:

ח' הוצאות עמלות ניהול חיצוני XXX

ז' השקעה XXX

בפועל, תוצג ההשקעה בקרנות השקעה אלו בניכוי דמי הניהול.

10. השקעות בצדדים קשורים

דמי ניהול בגין השקעה של גוף מוסדי במכשירים המוזכרים בסעיף 1 לעיל ובקרנות השקעה לסוגיהן של צדדים קשורים, בכפוף למגבלות הקיימות בתקנות הגמל והביטוח לגבי סוג זה של השקעה, יסווגו כדמי ניהול ולא כעמלות.

10. נספח

מנגנוני גביית דמי ניהול בקרנות השקעה וקרנות נאמנות

דמי הניהול בקרנות השקעה משולמים לבד או במצטבר באופנים הבאים:

1. דמי ניהול שנתיים בשיעור קבוע **מסכום ההתחייבות**⁷ של הגוף המוסדי להשקעה בקרן ההשקעות (להבדיל מסך הנכסים שהושקעו בפועל בקרן ההשקעות)⁸. עם זאת, קיימים הסכמים בהם גובה קרן ההשקעה דמי ניהול בשיעור קבוע מסכומי ההשקעה בפועל אף שלרוב המנגנון המקובל הוא כאחוז מההתחייבות.
2. **דמי השתתפות ברווחים** – כספים אלה משולמים בדרך כלל לאחר שקרן ההשקעה השיבה למשקיע את סכום ההשקעה הראשוני (לרבות דמי ניהול קבועים והוצאות ניהול נוספות שגבתה הקרן מהכספים שהושקעו). מנגנון מקובל אחר הוא שדמי ההשתתפות משולמים רק לאחר שהוחזר סכום ההשקעה בתוספת ריבית מינימאלית מסוימת על סכום ההשקעה (hurdle).
3. קרנות נאמנות ישראליות גובות דמי ניהול בשיעור קבוע מיתרת הנכסים (המורכב מדמי ניהול למנהל ושכר נאמן) וכן שיעור הוספה בקניה המשמש גם לעמלת הפצה.

7 בדרך כלל הסכום בגינו משולמים דמי הניהול הולך וקטן לאורך השנים (השיעור קבוע אך גובה ההתחייבות יורד עקב ביצוע השקעות או מימושן).

8 כמו כן בחלק מהקרנות משולמים מתוך סך ההתחייבות הוצאות נוספות בנוסף לדמי הניהול. הוצאות אלה כוללות שכר עו"ד, ביקורת חשבונות, דיו דייליגנסיס בגין השקעות שלא יצאו לפועל, הוצאות בגין תביעות ומעל הכל הוצאות הקמה.