

נייר עמדה – הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות

מוגש לוועדה הציבורית לבחינת סוגיית ההוצאות הישירות של גופי ניהול החסכון הפנסיוני בישראל

בנייר עמדה זה ננסה להתייחס לסוגיות ההוצאות הישירות של ביצוע עסקאות (המוכרים בתור הוצאות ניהול השקעות, או דמי ניהול כפולים). המסקנה העיקרית שלנו היא תמיכה בהמשך המצב הקיים של תקרה של 0.25%, ושל העדפה להשקעות ריאליות כגון השקעה בהיי-טק ובתשתיות על פני השקעות פיננסיות גרידא. עם זאת אנו מצפים למידע נוסף שכיום חסר בנושא זה, ויש להגדיל את השקיפות בנושא כלפי החוסכים. נפרט כאן את הרקע לנושא, שיקולים בעד ונגד.

רקע

תקרת דמי הניהול הראשיים בקופות הגמל ובמוצרי החסכון הפנסיוני האחרים נקבעה בתקנות. דמי ניהול אלו אינם אחידים, וניתנים למיקוח על-ידי לקוחות או קבוצת לקוחות – רק התקרה נקבעה לכולם. עם זאת, קיימות השקעות שלא מנוהלות על-ידי הגופים המוסדיים באופן ישיר, אלא באמצעות גורמי השקעה אחרים – קרנות סל (בעיקר בחו"ל), קרנות נאמנות, קרנות השקעה פרטיות וקרנות גידור, קרנות השקעה בהיי-טק והון סיכון, קרנות נדל"ן וקרנות אשראי. לגופים אלו דמי ניהול משל עצמם, אשר כיום ניתן להשית אותם על תיק ההשקעות של החוסכים לפנסייה כחלק אינטגרלי מההשקעה, במקרים שאושרו לכך בתקנות. דמי ניהול אלו מוטלים באופן אחיד על כל המשקיעים באותם מסלולי חסכון ללא אפליה. יש לציין כי **דמי הניהול הנוספים אינם הולכים לאותו גוף מוסדי שמנהל את קופת הגמל, הביטוח או קרן הפנסייה, ולא לחברה אחת שלהם, אלא רק נגבים על ידו ומועברים לגופים חיצוניים (צד ג')**. לכאורה, האינטרס של הגופים המוסדיים שמנהלים את הפנסייה דומה לזה של החוסכים – גופי הפנסייה מעוניינים לשפר את התשואה שלהם, כדי לשפר את מיצובם בשוק ולהתחרות, והחוסכים מעוניינים כמובן גם במיקסום התשואה. אם יש למוסדיים שיקולים אחרים, הם נמצאים מתחת לפני השטח, למשל שיתופי פעולה עם קרנות וגופי השקעה שונים בארץ ובחו"ל, חלקם מנוהלים בידי בכירים לשעבר בגופים מוסדיים. ננסה איפוא לבחון מתי יש בכך כפילות מיותרת, ומתי יש בכך ערך מוסף שמצדיק את העלות.

בעיית השקיפות

ההוצאות שבהן מדובר נגבות לצורך ביצוע השקעות, אשר אמורות להביא ערך מוסף לתיק ההשקעות, בעיקר בנושא תשואה עודפת יחסית לסיכון, ואולי גם פיזור סיכונים מעבר לקיים כיום. לפיכך, יש לבחון את "כל החבילה" – התשואה שנוצרת בהשקעות אלה מול העלות הנוספת, ולהשוות אותה מול שאר תיק ההשקעות שרובו מבוסס נכסים בורסאיים. מכיוון שאין בידינו או בידי הציבור נתונים על התשואות שמביאים נכסים אלה, בתיקי ההשקעות של הגופים המוסדיים בישראל, ואפילו לא רשימה מלאה ומסודרת של גובה הוצאות ניהול ההשקעות בגופים אלה, אין באפשרותנו להביע עמדה מפורטת ומגובה בנושא.



כיום יש אסימטריה של מידע – החוסך יודע (בדיעבד) מה עלות הוצאות ניהול ההשקעות, אך אינו יודע מה התרומה (חיובית או שלילית) של השקעות אלה לתשואת התיק.

נימוקים בעד הגבלת עלויות

נימוק אחד הוא השקיפות והעמידה בהסכמים עם הלקוח – לקוח, או מקום עבודה, סיכם עם הגוף המוסדי על דמי ניהול מסוימים, דמי הניהול הנוספים לא הוצגו בהסכם עם הלקוח, והוא מגלה אותם רק בדיעבד ומרגיש שיש כאן קאפי' שלא הוצג בפניו. אנו קיבלנו לא מעט תלונות ושאלות בעניין זה. **כיום גם מערכות המידע של גמל-נט, פנסיה-נט וביטוח-נט אינן מציגות את המידע הזה בפני עצמו, כך שהלקוח אינו יכול להשוות אותו בין היצרנים – את זה אנו מציעים לתקן**, וכך לאפשר ללקוח לקחת אותם בחשבון, במידה ואינו סבור כי התשואות יצדיקו את העלויות לאורך זמן. נושא זה הועלה כבר במכתבו של חבר ועד הפורום, אסף סלנט, לגבי דורית סלינגר ב-3 לאוגוסט 2016.

נימוק אחר קשור להתפתחויות בשוק. בשנים האחרונות מספר מנהלים כללים ומנהלי השקעות בכירים עזבו את חברות הביטוח ובתי ההשקעות הגדולים והקימו קרנות השקעה וקרנות גידור פרטיות. בחלק מהמקרים זה נעשה תוך כדי סיכום, שהגופים המוסדיים בהם עבדו לפני כן, וגופים נוספים, יוציאו אליהם ניהול השקעות חלק מהכספים. בחלק מהמקרים, הם עושים עבודה דומה לזו שעשו לפני כן, תוך אפשרות להכנסה אישית גבוהה יותר ועקיפת המגבלה האישית של שכר שנתי של 2.5 מיליון ₪ (עלות שכר) שקיימת בגופים המוסדיים. במקרה כזה, יש כאן כפילות של דמי ניהול, שאנו הלקוחות משלמים לשני גופים בו-זמנית שעושים את אותה עבודה, וזהו המקום בו צריך להגביל את עלותם.

כמובן, קרנות הפנסיה עצמן הם גופי ניהול השקעות, בדומה לקרנות הנאמנות, ובמקרה של נכסים בורסאיים כגון אלה הקיימים בקרנות הנאמנות, ובמיוחד בארץ, אין סיבה שנממן דמי ניהול פעמיים.

עקיפת כללי השקעה

ניהול ההשקעות הוא בעיקרון בסמכותם של הגופים המוסדיים, אולם קיימים מספר כללים המטילים מגבלות. דוגמא לכך הם כללי ועדת חודק לרכישת אג"ח קונצרניות – אשר גם הם משאירים את ההשקעות בסמכות הגופים המוסדיים אולם קובעים כללים לבחינת ההשקעות. מאז משבר הקורונה ניתנו הקלות בכללים אלה, אולם בעשור האחרון היתה להם תרומה משמעותית לקידום שוק האג"ח הקונצרני וטיובו מחד, והפחתת היקף התספורות של כספי הפנסיה באג"ח קונצרניות מאידך. עולה חשש כי אותם מכשירי השקעה משמשים למעשה לגופים המוסדיים לעקיפת הכללים והשקעה בחברות בסיכון גבוה מדי אשר עלולות להוביל לתספורת.

נימוקים בעד איפשור עלויות

ראשית, נתייחס לנכסים הבורסאיים בתיק. העיקרון של פיזור השקעות מחייב גם פיזור בין מדינות, ובהנחה שהגופים המוסדיים מתקשים להתמחות בכלל השווקים הסחירים, הם נדרשים להעביר את ההשקעה בחלק



מהמדינות לניהול קרנות נאמנות או תעודות סל זרות. במקרה כזה הערך המוסף לתיק הוא של פיזור השקעות תוך הפחתת הסיכון, ואולי אף השאת תשואה גבוהה יותר, ויעד זה עשוי להצדיק דמי ניהול נוספים.

שנית, הפרמטר הקובע את הערך שנוצר ללקוח מניהול ההשקעות הוא התשואה נטו – תשואה לאחר דמי ניהול לכל סוגיהם. במידה ובתיק ההשקעות (portfolio) יש נכסים שמשיגים תשואה גבוהה יותר במובהק ולאורך זמן, ולצידה עלות גבוהה יותר, יש לבחון כמובן את התשואה נטו, וחובה זו מוטלת על מנהלי ההשקעות וועדות ההשקעה בגופים המוסדיים.

יש לציין כי למרות שהוצאות ניהול ההשקעות אינן מוצגות בנפרד בגמל-נט ובפנסייה-נט, הוצאות אלה הן חלק מהתשואה שמוצגת בעמודות התשואה. לפיכך, **כאשר לקוח מבצע השוואה בין מוצרים ע"פ תשואות**, הוא רואה תשואה בניכוי הוצאות ניהול השקעות, וכך עלויות אלה מוטמעות בביצוע ההשוואה. במאמר מוסגר נציין, כי אין בשוק כיום מספיק תמריצים להשגת תשואה גבוהה יותר בקרנות הפנסייה, אלא רק להפחתת דמי הניהול – כגון התנאים במכרז "קרנות פנסייה ברירת מחדל" האחרון. המוצרים בהם יש במובהק תמריץ להשגת תשואה גבוהה יותר, קרנות "הותיקות של ביטוחי המנהלים, שבהן דמי הניהול מבוססי-תשואה, משיגים את התשואות הגבוהות ביותר (ברוטו) בכל השוק הפנסיוני.

כעת נבחן את הנכסים הלא-בורסאיים (שמכונים גם לא-סחירים, למרות שמונח זה לא מדויק) בתיקי ההשקעות. כמובן, למוצרים אלה נזילות נמוכה יותר, אולם כאשר מדובר בתיקי השקעות בהם אופק החסכון הוא של עשרות שנים, אין ספק שחלק מתיק ההשקעות יכול להיות בעל נזילות נמוכה יותר, אם היא תומכת בתשואה גבוהה יתר בטווח הארוך.

במכתב של רועי מימרן, יו"ר הפורום לגבי דורית סלינגר מ-24 לפברואר 2014 (מצורף), שהתייחס לאותו נושא של הוצאות ניהול השקעות, עלה הצורך להפריד בין השקעות בורסאיות לבין השקעה ריאלית בנכסים לא-בורסאיים, שגם עשויה לתמוך בצמיחה במשק, ובפרט לתמוך בהשקעות בהיי-טק. לפיכך, ההוספה של קרנות ההשקעה בהיי-טק לאפשרויות ההשקעה היא אופציה מבורכת. כמו כן בירכנו על הכוונה להחריג את קרנות ההון-סיכון והשקעה בתשתיות ממגבלות אלה. עם זאת כמובן על הגופים המוסדיים יהיה מוטל לבחון את ההשקעה ותרומתה לתיק באופן שוטף.

בכל הנוגע לחברות פרטיות וחברות הזנק (Start-Up), בפרט בענפי הטכנולוגיה והתרופות, בחברות אלה בדרך-כלל לא ניתן להשקיע בשיעור נמוך, נניח במאות אלפי או מיליוני דולרים בודדים במישרין, אלא רק להיחשף אליהן באמצעות קרנות פרטיות וקרנות הון-סיכון. לקרנות אלה דמי ניהול גבוהים, והמבחן הוא כאמור בתשואה נטו.

בנושא הקרנות הפרטיות, אנו עוקבים בערנות אחרי המחקרים בנושא של פרופ' אלי טלמור מ-London Business School, של המועצה האמריקאית להשקעות ושל Clifwatter LLC בנושא (מצורף). הממצאים תומכים בהגדלת ההשקעה בקרנות הפרטיות, אולם יש לבחון אם הם נכונים גם להשקעות גופי הפנסייה בישראל.