

נובמבר 2019



השקעות גופים מוסדיים בישראל בקרנות השקעה - נקודות למחשבה לקראת פקיעת תוקפה של הוראת השעה

בסוף השנה האזרחית יפוג תוקפה של הוראת השעה שהותקנה במסגרת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הוצאות ישירות בשל ביצוע עסקאות), התשס"ח - 2008 ("התקנות" ו-"הוראת השעה", בהתאמה).

התקנות קובעות סוגים שונים של הוצאות הנובעות מהשקעות של הגופים המוסדיים עבור עמיתי קופת הגמל אשר ניתן לשלמן מנכסי קופת הגמל (התקנות חלות גם על השקעה של מבטח בנכסים המוחזקים על ידו לכיסוי התחייבויות תלויות תשואה).

בתוך כך נקבע בהוראת השעה כי "עמלת ניהול חיצוני" תיחשב גם כן כהוצאה ישירה של הגוף המוסדי הניתנת לתשלום מנכסי קופת הגמל. עמלות הניהול החיצוני כוללות, בין היתר, הוצאות שונות הכרוכות בהשקעה של קופת הגמל בקרנות השקעה מסוימות בארץ ובחו"ל (כגון תשלומי דמי ניהול למנהלי קרנות השקעה) ותשלומים למנהלי תיקי השקעות. הוצאות עמלות הניהול החיצוני מנוכות מכלל התשואה שהשיגו נכסי קופת הגמל ולא ישירות מחשבונות העמיתים. כמו כן, עמלות אלה אינן משולמות לגוף המוסדי אלא מועברות ישירות לאותו מנהל חיצוני עבור שירותיו.

החל משנת 2014 ועד היום, הוראת השעה (אשר הוארכה מעת לעת) החילה על הגופים המוסדיים מגבלה כמותית על תשלום אותן עמלות ניהול חיצוני על ידי העמיתים, בשיעור של 0.25% מסך כל השווי המשוערך של נכסי קופת הגמל בתום שנת הכספים שחלפה (למעט חריגים)¹ ("מגבלת ה-0.25%").

בבסיס התקנות עומד, בין היתר, הרצון לעודד השקעות מיטביות ומגוונות על ידי הגוף המוסדי תוך ניטרול שיקולי עלות הנוגעים להשקעה, וזאת על מנת למקסם תשואות עבור העמיתים.

¹ יצוין כי תקרה כמותית זו חלה גם ביחס להוצאות ישירות אחרות הנובעות מהשקעה של הקופה בניירות ערך לא סחירים או מהעמדת הלואה (ובתנאים מסוימים גם העמדת משכנתא).

כמו כן, לפחות בכל הנוגע לאותן השקעות שבגינן משולמת "עמלת ניהול חיצוני", נראה שהתקנות הללו פותרות באופן מסוים שני חסמי השקעה של גוף מוסדי ישראלי. האחד, היעדר ניסיון ומיומנות והשני מגבלות רגולטוריות. כך למשל, גוף מוסדי ישראלי אינו עוסק או מתמחה ברכישת חברות אירופאיות בתחום המכשור הרפואי, ניהולן ומכירתן, או ברכישת חברות במשבר (דיסטרס) הטעונות הבראה ומכירתן ברווח. ככל שהגוף המוסדי הוא קטן יותר, קיים סיכוי נמוך יותר שתהיה לו האפשרות לפתח מחלקות בעלות מומחיות בתחומים ותתי תחומים של השקעות מניבות מסוג זה. נוסף על כך, לרוב המשקיע המוסדי הישראלי אינו יכול להשקיע ישירות בהשקעות מסוג זה. על המשקיע המוסדי חלות מגבלות השקעה רגולטוריות שונות ובהן היעדר יכולת לשלוט בחברות פורטפוליו ולנהל אותן. שני חסמים אלה קשורים זה בזה; גוף מוסדי בישראל אינו יכול לצבור ניסיון או מומחיות בסוגי או מבני השקעות מהסוג שאותו גוף מוסדי אינו רשאי להשקיע בהם.

דברים אלה מקבלים משנה חשיבות לאור מגמת הגידול המשמעותית של נכסי הגופים המוסדיים בישראל בשנים האחרונות לצד סביבת ריבית נמוכה, אשר יוצרים אצל גופים מוסדיים בישראל צורך להשקיע שיעורים הולכים וגדלים מהחיסכון הפיננסי מחוץ לישראל ובמכשירים בעלי פוטנציאל תשואה גבוה יותר לטווח הארוך (כגון קרנות גידור, מוצרים מובנים, קרנות שניוניות ועוד).

ואכן, לפי דוח בנק ישראל לשנת 2017 "אחוז ההשקעה בהון פרטי מתוך סך הכספים המנוהלים בקופות הפנסיה והגמל עלה בעשור האחרון ...". נכון לדצמבר 2017, שווי ההחזקות של הגופים המוסדיים בקרנות השקעה, הגיע ל-56.9 מיליארדי שקלים – כ-3.6% מסך תיק הנכסים של הגופים המוסדיים בישראל.

יחד עם זאת, הגופים המוסדיים בישראל עדיין משקיעים בקרנות השקעה רק מעט מנכסיהם, יחסית להשקעות גופים מוסדיים ממדינות ה-OECD.

יש המייחסים תופעה זו, בין היתר, למגבלת ה-0.25% אשר, לפי הטענה, ייתכן ומרתיעה את אותם הגופים מלהשקיע בקרנות (דוח בנק ישראל לשנת 2016). חשוב לציין בהקשר זה, שבמרבית המקרים כח המיקוח של גופים מוסדיים מול מנהלי קרנות בנוגע לדמי ניהול אינו גדול.

כמו כן, מפרוטוקולי ועדת הכספים של הכנסת בנושא זה עולה כי סיווג "עמלת ניהול חיצוני" כהוצאה ישירה בדרך של הוראת שעה נבע, בין היתר, מהרצון לתת לגופים המוסדיים זמן להיחשף לתחומים חדשים ולצבור בהם ניסיון, מתוך מחשבה שבעתיד לבא הגופים הללו יוכלו לבצע את ההשקעות האלה בעצמם. אולם חסמי הניסיון והמיומנות וכן המגבלות הרגולטוריות אינם עומדים להשתנות בקרוב. אדרבא, מוצרי ההשקעה בעולם הולכים ונעשים מורכבים יותר ועל ציר הזמן מתרבים התקנות, כללי ההשקעה והחוזרים השונים החלים על גופים מוסדיים בנוגע להשקעתם. כמו כן, כאמור לעיל, חלוף הזמן לא ישנה את העובדה שלא ניתן לצבור ניסיון ומומחיות בתחומי או מבני השקעה שהגוף המוסדי אינו רשאי להשקיע בהם.

לכן, לקראת פקיעת תוקפה של הוראת השעה, ולפני ששבים להאריך את מגבלת ה-0.25% או משנים את היקפה, כדאי לנוגעים בעניין לבחון היטב, בין היתר, כיצד מעודדים גופים מוסדיים בישראל להשקיע באופן מיטבי בתחומי ואפיקי השקעה מסוגים אלו, אשר יש להם השפעה ישירה על איכות תיקי החיסכון והפנסיה בישראל. ככל הנראה מתן "תקציב" שנתי עבור תשלום עמלות לאותם מנהלים חיצוניים מומחים אינו מעודד השקעות אלה.

אפשרות אחת היא לעבור ממנגנון של הטלת מגבלה כמותית על גופים מוסדיים לסביבה שמעודדת בחינה איכותית של השקעות אלה על ידי אותם גופים. בקרה איכותית מצד אחד תעודד את הגוף המוסדי לבחון לגופם את מנהלי ההשקעה או קרנות ההשקעה, נכסיהם, צוותיהם, מודל השקעותיהם, השקעות קודמות שלהם וכיו"ב, במקצועיות ובזהירות, ומצד שני תשמר את השאיפה לנטרל שיקולי עלות. כמו כן, התמקדות בבקרה איכותית מנטרלת את חסמי ההשקעה של אותם גופים ישראלים בקרנות השקעה כמפורט למעלה.

ייתכן וניתן ללמוד בהקשר זה מהחוזר המחודש של רשות שוק ההון ביטוח וחסכון בענין "מיקור חוץ בגופים מוסדיים" 19-9-2018 מיום 3 ביוני 2018.² החוזר קובע כללים להוצאת פעילות הכלולה בעסקי הליבה של הגוף המוסדי לגורם חיצוני (מיקור חוץ). ניהול השקעות מוגדר כפעילות ליבה לענין זה. החוזר, בין היתר, מחייב את הגופים המוסדיים לקבוע מדיניות להוצאת פעילות ליבה למיקור חוץ וכן לקבוע מנגנוני מעקב, בקרה ודיווח על פעילויות מהותיות המבוצעות בדרך של מיקור חוץ.

לבסוף, סביר להניח שמי שנדרש לבחינת מגבלת ה-0.25% בוחן גם את גובה התשואה העודפת מהשקעה בקרנות על ידי גופים מוסדיים בשנים האחרונות. בחינה זו ראוי לה שתיעשה בזהירות תוך לקיחה בחשבון של המבנה המיוחד של השקעות של קרנות; לפי מבנה עקום הרווחיות (J Curve) השנים הראשונות של הקרן מתאפיינות בתשואות נמוכות ואף שליליות, ורק לאחר מכן התשואות חיוביות ועולות על תשואות השוק בשל הערך המוסף שמקנים מנהלי הקרן בטווח הארוך.

נשמח לסייע בכל הבהרה או שאלה העולים מן האמור לעיל. לכל מידע נוסף:



עו"ד גילה פונטה-שלוש
שותפה

gilap@gornitzky.com

²זאת מבלי להידרש לשאלה האם הוראות החוזר חלות על השקעה של גופים מוסדיים בקרנות השקעה.