

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### 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: 07/02/22

נושא המפגש: לקראת אימוץ המלצות וועדת יפה: האם המלצה על מעבר למסלול לניהול השקעות פאסיבי ולמודל דמי ניהול בשיטת "הכל כלול" ייטיבו עם הציבור?

[לחץ כאן](#) לחומר הרקע למפגש

[לחץ כאן](#) לרשימת המשתתפים

צוות מקצועי:

נתנאל חכמי לוי, עמית הראל, מיכל ילון, מאיה בירנבוים

### שלומי שוב

בוקר טוב, אנחנו עוסקים הבוקר בנושא קריטי לחסכון ארוך הטווח של הציבור והוא מסקנות ועת יפה שבחנה את מבנה ההוצאות הישירות שמוטלות על עמיתים במוצרים הפנסיונים השונים (ביטוחי חיים, גמל ופנסיה). זה כאמור נושא קריטי לציבור הרחב, כאשר בכל נקודה ונקודה של הדיון שלנו מרחפת שאלת העל על תפקיד הרגולציה בשוק המוסדי הישראלי ומידת המעורבות שלה בתחרות ובכוחות השוק. חשוב להגיד מראש שמדובר בוועדה רצינית הגישה דוח מאד איכותי שקראנו אותו והוא נמצא לפנינו. אני מבין שהסטטוס בימים אלה הוא לקראת הכרעה סופית – ממה שאני מבין באפריל מסתיימת הוראת השעה לאחר הארכה שניתנה על ידי ועדת הכספים ואמורות לכאורה להיכנס ההוראות החדשות, והפעם, לראשונה מזה הרבה מאד שנים, הכוונה היא לעגן הסדר קבע, ולא להמשיך לפעול מתוקפן של הוראות שעה כפי שהיה נהוג בעשור האחרון.

ככלל הנושא של הוצאות ישירות הוא נושא שמעורר דעות שונות ומגוונות מזה הרבה שנים, ומספיק לראות את שתי הדעות המנוגדות ביותר - מצד אחד, עלתה טענה שלמעשה מדובר במעין "כפל דמי ניהול", ואין לאפשר זאת. מצד שני, קיימת גישה שאומרת תנו לגופים המוסדיים להשית הוצאות ישירות ללא כל מגבלה. אז איפה צריך למתוח את קו הגבול - כיום אנחנו "מתגלגלים" למעשה כבר מזה הרבה שנים עם מגבלת ה-0.25%, שכפי הנראה מהווה מעין פשרה.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שתי ההמלצות שאותן מצאנו כדרמטיות ביותר לצורך הדיון הם בנושא שינוי מודל דמי הניהול הקיים וחיוב הקמת מסלולים פסיביים. אנחנו כמובן נראה תכף את הדינמיקה של הדיון בין שלל ההמלצות של הוועדה. בהתייחס לעניין הראשון, המודל המועדף על ידי הוועדה הוא קביעת דמי ניהול כשיעור קבוע מהצבירה בשיטת "הכל כלול" – יש לזה יתרונות לכאורה מבחינת השוואתיות והתחרות אך גלומים כאן גם חסרונות ועלויות להיות מניפולציות. הוועדה אגב גם התייחסה לקשיים השונים שעשויים להיות, הן משפטיים והן תפעוליים. אני בכלל חושב שהעניין המרכזי הוא אופן היישום בפועל של ההמלצות – למשל עד כמה שיטת "הכל כלול" תוביל להורדת דמי הניהול בסופו של דבר. בסוף הכל שאלה של אופן היישום זה פקטור.

ההמלצה השניה שציינתי שלדעתי היא מרתקת ביותר היא ההמלצה לעודד השקעות חיסכון ארוך טווח במכשירים פיננסיים מחקים תוך הוזלה של דמי הניהול. אמנם העמית יוכל לבחור בין פאסיבי ואקטיבי, כולל אקטיבי עם דמי ניהול תלויי ביצוע, אך זה נראה מהדוח שהוועדה על בסיס המחקר האמפירי שביצעה תומכת במסלול הפאסיבי. הוועדה כמובן לא קוראת להעביר את כל החוסכים למסלולים פסיביים, אלא לאפשר לכל חוסך שחפץ בכך – אבל כאמור הכל שאלה של אופן היישום, לרבות בהקשר של ערוצי ההפצה, כי בקונסטולציות מסוימות במיוחד אם מחברים את זה לשיטת "הכל כלול", מתן החלופה יכול להיות "דחיפה".

השאלה של פאסיבי מול אקטיבי, על רקע מגמת המעבר בעשור האחרון לנתיב הלא סחיר והתפתחות ההשקעות האלטרנטיביות, היא דרמטית לדעתי – ואני חושב שהיא הדילמה המימונית בבסיס הדיון שלנו היום. אין ספק שהדוח הסופי של הוועדה ערוך וכתוב בצורה מקצועית ואיכותית אך הוא מעלה לטעמי שאלה בסיסית ביותר – זה ברור שבממוצע קרנות ה-PE לא משיגות תשואה עודפת מעבר לפרמיה הנדרשת בגין אי נזילות. אבל תמיד יהיו קרנות שמשיגות תשואה עודפת משמעותית (ודי לציין למשל את קרן AMI הישראלית של אייפקס בניהול זהבית כהן יוסף או את קרנות פימי של ישי דויד). כלומר, מנקודת המבט הפרטנית של וועדת השקעות מסויימת, הרי שלא ניתן להתעלם מכך שהשקעה סלקטיבית בקרנות PE תורמת תשואה עודפת משמעותית, מול כל מדד רלוונטי. צריך לזכור שכמו שצוין בדוח, השנים האחרונות התאפיינו בעליות חדות במדד ה-S&P ויכול להיות שכשהשוק "יירגע" – יתחדדו יותר היתרונות של ההשקעות בקרנות הטובות.

לוועדה יש עוד המלצות חשובות ולגבי חלקן לא נראה לי שיש מחלוקת – כמו לגבי הגברת שקיפות המידע על ההשקעות הלא סחירות. זה נושא חשוב ביותר שלדעתי אין עליו מחלוקת. הבוקר גם היתה לכך התייחסות בעיתונות. בראיה שלי, הנושא הדיווחי מתקשר גם לנושא של הניודים והאריביטרוז' שיכול להיווצר לאור השימוש בהערכות שווי בהשקעות לא סחירות שיכולות להקהות את התנודות בשווי ביחס לשימוש במחיר שוק לגבי השקעות סחירות. צריך למצוא לכך פתרון חכם. צריך לדעתי שפר את הפיקוח על מדידת השווי ההוגן הלא סחיר והיה לאחרונה דיון על הסוגייה הזאת עם יאיר לפידות בפאנל מסויים שבו השתתפתי. אפרופו מדדים – שווה לחשוב גם על מגוונים של בחינה

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מעמיקה יותר של השווי בעקבות סטייה מהמדד הרלבנטי, לרבות הצמדות מסוימות. חשוב להדגיש כי ועדת יפה לא עסקה בנושא בעיית הארביטרוז' המדידתי בהקשר של הניודים שיוצר לכאורה העדפת השקעה בלא סחיר.

נמצא איתנו היום משה ברקת ונציגי רשות שוק ההון וכן נציגים של הסקטור הפיננסי וכן אנשי אקדמיה ונשמח לשמוע את מגוון הדיעות בנושא קריטי ובזמן קריטי. מעניין יהיה לשמוע עד כמה בעקבות ההמלצות צפויות להוביל את החלק הארי של החסכוניות הפנסיוניים להפוך להיות מנוהלים באופן פסיבי, או שמא רק ינגישו עוד אפשרות שתהיה "בשוליים". וגם אשמח לשמוע התייחסות גם להשלכות המאקרו, כמו למשל שעידוד מדיניות השקעות פסיבית יכולה לטווח ארוך לפגוע ביעילות שוק ההון, כמו שמתריע בנק ישראל לאור הגברת התנודתיות המשותפת של תשואות המניות. השפעה מאקרו נוספת היא שזה לכאורה עומד בניגוד למגמת האקטיביזם המוסדי של הרגולציה בשנים האחרונות.

מיד אחרי דברי אמיר בארי כספי, סגן ראש הרשות יציג בקצרה את המלצות הועדה. לאחר מכן פרופ' בני לאוטרבך שכתב חוות דעת לאיגוד חברות הביטוח יציג את דעתו.

### אמיר ברנע

בוקר טוב, כבר בפתיחה אעיר על ההימנעות יו"ר הוועדה פרופסור יפה, לבוא ולהופיע בפניכם, אומנם יש קורונה ואומנם היה דיון ציבורי מקוון בדוח הועדה, אבל נדמה לי שהצגת מסקנות להגנתן בפורום מקצועי הוא חלק ממחויבות יושב ראש שלוקח על עצמו תפקיד להיות יושב ראש ועדה אני מתפלא שפרופ' יפה לא מוכן להציג, זאת למרות שביקשנו ממנו וזה לדעתי תפקידו.

אני מסכים שהוועדה הכינה דוח מקיף ומקצועי, אבל הדו"ח דורש הגנה ומסקנותיו דורשים הערות וביקורת. נשמע את בני לאוטרבך אחר כך, לי יש מספר הערות קצרות על נושא דוח הועדה.

הערה ראשונה- הערה כללית- האם תפקיד ועדה ציבורית כזו שמוקמת עבור הממונה על שוק ההון הוא לתת ייעוץ למשקיעים במה להשקיע? לבוא ולהגיד לנו תשקיעו בהשקעה פאסיבית או אקטיבית. האם לוועדה תפקיד של ייעוץ? אין ויכוח לגבי נושא הגילוי, אין ויכוח שהיא צריכה לטפל בנושא ניגוד עניינים, על כך אין ויכוח. אבל להציג את המשקיעים בתור אנשים לא מתוחכמים שצריכים סיוע ועזרה להגיד שאין תחרות בשוק הזה, זו יכולה להיות בעיה.

הערה שנייה- אם נכנסים לייעוץ- פה מדובר על חיסכון פנסיוני, אני שואל אתכם- איך נלקח בחשבון אלמנט הסיכון? יש משוואה בדוח הוועדה שמציגה כמשתנה תלוי את התשואות של הקרנות שמוסברות על ידי ארבעה או חמישה מדדי שוק. האם מנוטרל הסיכון? נניח שהתשואה מאפשרת התייחסות לתשואה עודפת. אבל האם זו תשואה מנוכת סיכון? אבל איך מכמתים סיכון בהשקעה פנסיונית? מה הסיכון שאדם שחוסך לפנסיה רואה לפניו? אני חושב, (אולי דעתכם שונה), שאדם חוסך

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לפנסיה הוא להבטיח את הסכום הסופי שיהיה לו למועד שבו הוא יפרוש שממנו נגזר סכום הפנסיה שיקבל. אדם בגיל 67 פורש, הקרנות בנויות כך שמגיל 67 ואילך סכום הפנסיה הוא פחות או יותר יציב, על ידי הקצאה של המיועדות.

האם הסיכון אינו מתמצה בסכום בגיל 67? נניח שעמית בן 57 מתכנן פרישה בעוד 10 שנים. האם אג"ח שנפדית בעוד 10 שנים היא נכס מסוכן או לא מסוכן? לפי מדדי סיכון כמו שארפ זהו נכס מסוכן שערכו משתנה עם הריבית.

אבל האם מנקודת ראות משקיע פנסיוני שרוצה להבטיח לו את יציבות הפנסיה שלו, פוסט פרישה, האם מדדי סיכון כמו מדד שארפ למשל הם רלוונטיים?

אני רוצה לומר ומדגיש שכל נושא כימות הסיכון בדוח הוועדה הוא מאוד בעייתי. למעשה במשוואה שבנתה אין כימות אמיתי של הסיכון.

נושא הסיכון הוא חשוב ואין אליו בכלל התייחסות בדוח הוועדה, לפחות לגבי חיסכון לטווח הארוך שמיועד לפנסיה שמהווה נכס מרכזי של חלק גדול מהעמיתים.

הנושא השלישי- פאסיבי מול אקטיבי. תראו, שמדובר על אקטיבי- יש שני מדדים. מדד של סלקטיביות לבחור מניות ספציפיות או לבחור אג"ח ספציפיות. מדד של עתוי טיימינג- מתי להיכנס לשוק המנייתי, לשוק האג"חי, לשוק בארץ, לשוק בחו"ל. אלמנט של עתוי.

כשהוועדה ממליצה על השקעה פאסיבית, האם היא מדברת על השקעה שהיא פאסיבית טהורה שבה מבנה התיק הוא קבוע, וכתוצאה משינויים בשוק מתאמים את הרכב ההשקעות בתוך התיק למבנה הפאסיבי הראשוני. או שמאפשרים למנהל לבחור, אומנם הוא לא בוחר מניות ספציפיות, אלא מדדים מחקים, אבל איזה מדדים ומתי? מדד אג"ח? מדד מניות? מדד בארץ או מדד בחו"ל?

כלומר, האם פסיבי כולל את נושא העיתוי? ואומר אמיר הסל, החיסכון בהוצאות ניהול בתיק פאסיבי הוא זניח. וודאי שאם אתה מגדיר תיק פאסיבי שהוא עוסק בטיימינג. לפי אמיר הסל עיקר ההוצאות של הגוף המנהל הוא לא בתחום של ניהול ההשקעות אלא בתחומים אחרים- כמו שיווק, קליטת הפקדות, דיווחים - לכן לא ברור עד כמה ניהול פסיבי יחסוך בדמי ניהול.

שאלה נוספת היא מה ההשלכות של ניהול פסיבי על שוק ההון.

מדובר על סכומים של שני טריליון שקל. מה המשמעות ששני טריליון שקל ינוהל פאסיבי – מחירי ניירות ערך, יעילות שוק ההון, הקשר בין שווי כלכלי לעומת מחירי שוק. אם אין גוף שעושה את עבודת הבחינה השוואה וכולי. זאת ההערה השלישית.

הערה רביעית- שיעור דמי ניהול "הכל כלול" - הדבר הזה ברור לגמרי. האם שיטה זו מתמרצת מנהלי קרנות לבצע השקעות רק בדמי ניהול נמוכים. אם לא ניתן להעמיס על המשקיע את ההוצאות

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הישירות שיש לך - כלומר בקרנות אלטרנטיביות. מה אתה עושה? האם זה שיקול? האם אני אקטין את המשקל של השקעות אלטרנטיביות "יקרות"? האם אחפש השקעות אלטרנטיביות שהן זולות יחסית? ההשפעה הזאת של הכל כלול על התנהגות המנהלים קיימת. מה עוד שיש היום הבחנה בין 3 סוגי דמי ניהול.

דמי ניהול מהנכסים/מהצבירה, דמי ניהול מהפקדות, דמי ניהול שקשורים להעמסה של הוצאות ישירות. השאלה אם אתה עובר ל1, שיש לו יתרון השוואתי, זה נראה יפה מאוד על פניו- השאלה שוב אם זה לא מעוות את החלטת המנהל לבחור השקעות זה הנושא הרביעי.

כהערה חמישית ציינתי קודם שוועדת יפה עשתה עבודה מקצועית, אבל ישנה שאלה האם באמת אין תחרות בשוק? האם המעורבות הרגולטורית נדרשת? האם היא צריכה להיות כל כך בפרטים? האם עד כדי כך המשקיעים תמימים למרות שהם לא פועלים באופן ישיר, חלק ניכר מהמשקיעים פועלים דרך סוכנים, דרך מתווכים, דרך העסקים. לפעמים כל הסידור של הפנסיה של העובדים נעשה בצורה מאורגנת ומסודרת. יש ייעוציים פנסיונים מפה ועד הודעה חדשה. השאלה היא האם השוק באמת דורש את המעורבות הרגולטורית המעמיקה שהוועדה ממליצה עליו.

נושא שישי ואחרון - נושא הניוד - אני אדבר על נושא הניוד מאספקט אחר, שהוועדה בכלל לא נגעה בו. האם מצב של ניוד מידי הוא רצוי? כלומר האם הוא לא מחייב את הקרנות להחזיק רזרבה נזילה על חשבון תשואה? יש פה אלמנט של הפסד תשואה, והיא יכולה להיות משמעותית במיוחד במצבים משבריים. כחלופה אפשר לבוא ולומר שבהשקעות ארוכות טווח יש טווח זמן- נניח חודש, של הודעה מראש. האם רצוי מצב שבחיסכון לטווח ארוך יהיה ניוד מידי? ומה ההשלכות שלו לגבי התשואות? בשאלה זאת הוועדה לא עוסקת אני מוסיף אותה פשוט לשולחן הדיונים. חבל על ההפסד של פרמיית אי סחירות, שבחיסכון לטווח ארוך יש אפשרות להרוויח את פרמיית אי הסחירות. בגלל הניוד המלא- כל מנהל קרן צריך להכין לעצמו רזרבה נזילה- כשיש משיכות בהיקף גדול- מה שנמכר זה לאו דווקא הניירות ערך שהוא רוצה למכור.. ראינו את התופעה הזאת בשוק ההון- שדווקא השקעות שהן השקעות קלות למימוש, אבל כדאיות להחזקה- הן אלה הראשונות בתור כאשר מדובר על הנזלה של חלק מנכסי הקרן. אלו ההערות שלי.

### בארי כספי

אני אציג בקצרה את המלצות הוועדה. אני רק אגיד תחילה שהוועדה, כמו שגם עולה מדבריו של שלומי, נקטה בגישה מאוד מקיפה, קיבלה גם את ברכת הדרך של משה ברקת, לבוא ובעצם לא להסתכל על הנושא באופן צר. בסופו של יום קיימות 5 המלצות עיקריות שמשתקפות בדוח הוועדה הסופי. ההמלצה הראשונה שהיא גם הליבתית והמרכזית ביותר בעצם כרוכה בשינוי במבנה דמי הניהול. בהינתן שכיום קיימים דמי ניהול מהפקדה, מצבירה והוצאות ישירות, ההמלצה מציעה לעבור למבנה לפיו יונהג מחיר חד פרמטרי "טהור"- למעשה מחיר אחד שישקף את מכלול העלויות מראייתו של החוסך.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עבור חוסכים קיימים - הוועדה מודעת לכך שקיימים קשיים, תפעוליים ומשפטיים, מגוונים ורוויים, ולמעשה לאור כך שלא ניתן לשנות את כללי המשחק במהלך המשחק, עבור חוסכים קיימים ההמלצה הינה לעבור כשלב ביניים למחיר חד פרמטרי "הצגתי". קיימות עוד שתי המלצות משמעותית לגבי מניפת המסלולים שתוצע לחוסכים.

ההמלצה השנייה שבאה ואומרת – לחוסכים תהיה גישה למסלול פאסיבי, כמובן- שאין הכרח שזו תהיה ברירת המחדל, אבל לכל חוסך תהיה אפשרות להשקיע במסלול פאסיבי.

### אמיר ברנע

דרך ניווד אפשר להשיג את זה, למה לחייב כל מנהל להציע מגוון מסלולים שאחד מתחרה עם השני?

### בארי כספי

הוועדה מדברת כאן על הנגשה של מסלול פאסיבי- תתאפשר גמישות לחוסך שלא מעוניין להשקיע באפיקים מחוללי הוצאות ישירות. אפשר לדבר על זה ביותר בהרחבה מהו מסלול פאסיבי? האם הכוונה להשקעה במדד אחד ויחיד. הוועדה מכוונת בהמלצתה למספר מדדים עוקבים גנריים ולגבי ההמלצה השלישית- לגבי דמי ניהול מבוססי ביצועים- הוועדה ממליצה לאפשר לכל גוף שמעוניין להציע דמי ניהול משתנים. שתי ההמלצות הנוספות המשלימות, הן יותר מסדר שני. דנות בשקיפות- גם בראיית הרשות הרגולטורית וגם בראיית החוסך, אופן קבלת החלטות בוועדות השקעה, וקיימת גם אמירה מפורשת – לשפר את המשאבים של רשות שוק ההון לאחר נערכה השוואת משאבים ותשומות בהשוואה לרגולטורים פיננסיים.

### אמיר ברנע

אגב, זה נכון שוועדות השקעה בחברות ביטוח אינן עוסקות בניירות סחירים גם אם נמכרת חבילת מניות משמעותית?

### בארי כספי

אין לנו שום אמירה כזאת ברגולציה שלנו. אין אמירה שבאה ומייחדת פעילות וועדת השקעות רק לניירות ערך סחירים או רק לניירות ערך לא סחירים. יש מדרג סמכויות, יש מדרג של מהותיות הסכום. אין חובה.

### ארז מגדלי

יש גם בוועדות ההשקעה דיוני אלוקציה לגבי אפיקים, אז לעניין זה זה פחות רלוונטי האם הניהול הוא אקטיבי או באמצעות מדדים פאסיביים. וכמובן גם דיונים על החלק הסחיר וגם על החלק הלא סחיר.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### בארי כספי

אלו למעשה עיקרי ההמלצה. נגעתם בהרבה נושאים במבוא, אפשר אולי להתחיל עם הנושא המרכזי.

### משה ברקת

קודם כל, אני מאוד מכבד את ישי. כמו שנאמר על בני לאוטרבך, ישי זה לא מישהו שתגיד לו מה לכתוב ואיך, וכך גם שאר חברי הוועדה. וועדה סופר רצינית. עם ישי עבדתי ברשות לניירות ערך, את מיכל עבאדי אני מכיר עוד מהתיכון, אלון ברב היה קולגה שלי באוניברסיטת דיוק, אסף חמדני-היכרות של המון שנים. גם עם נדין טרכטנברג, אתי איינהורן, הראל פרימק יש היכרות טובה והערכה רבה. אני לא חייב להסכים עם כולם, אבל נתתי להם חופש מוחלט. צריך להבין - זו הייתה וועדה בה ראיתי אנשים שהאינטרס הציבורי הוא בעיניים שלהם. לא מחפשים משהו להטות לכאן או לשם, וחשבתי שכך זה צריך להיות. אני, אגב, חושב שהרבה מאוד אנשים שאף על פי שנמצאים בפוזיציה כזו או אחרת, עדיין חושבים על הציבור, ככה שהם לא יחידים סגולה בעניין הזה. אבל באמת מדובר בוועדה שנתתי לה מנדט רחב. אם הם חושבים שזה רלוונטי, פתחתי להם את השער להתייחס למה שהם רוצים. הם לא מדברים מגרונה של רשות שוק ההון. אנחנו כמובן בוחנים את ההמלצות, אבל מאוד לא יהיה רציני אם אנשים באו ובחנו את הדברים, ואני אגיד להם, אוקי כתבתם, עכשיו אנחנו נעשה מה שאנחנו רוצים. זה לא עובד ככה. הם כתבו, הנחנו אותם לגבי הסוגיות, אמרנו להם בואו תסתכלו על הדברים האלה והאלה, ואני חושב שהתוצאה היא כזאת שבסופו של דבר מכלול ההמלצות הן המלצות שבהחלט יש בכוונתנו לאמץ. לאו דווקא הכול כמקשה אחת.

יש כל מיני בעיות שהן יישומיות - שאפילו הוועדה עצמה הצביעה עליהן, ובעיות אחרות שאמיר ציין. לכן, זה המקום להתייחסות ולהתאמות שלנו. אבל בסופו של דבר קמה פה וועדה, כדי שאנחנו נאמץ את המלצותיה. לא כדי שאנחנו נתייחס אליהן כמו עוד איזה שהיא חוות דעת. כמובן שאנחנו מדברים עם השוק, אנחנו מסתכלים על ההיבטים הרחבים יותר, ובסופו של דבר אין לנו את הפריבילגיה של מי שיושב בכיסא המבקר. ביקורת זה דבר נהדר, לבקר זה נחמד, אבל בסופו של דבר אנחנו צריכים ליישם, אנחנו לא יכולים לבקר, אנחנו צריכים ליישם.

הנושא הזה של הניוד למשל. בהרצאה הראשונה שעשיתי בבורסה, אמרתי שהניוד עשוי להגיע לנקודה מאתגרת, ושנחנו צריכים לחשוב על כך, האם הניוד בסופו של דבר יפגע לנו בתשואה ארוכת הטווח. אחר כך הלכתי ועשיתי צעדים שעוד הרחיבו את הניוד. מדוע? מכיוון שאנחנו נמצאים במתח תמידי של חתירה לטובת החוסך. אותו דבר גם בנושא קרנות השקעה. מצד אחד אני מבין את הנושא הזה של גיוון והנושא של מומחיות. מהצד השני יש את העניין הזה שיש פיתוי אצל גורמים מסוימים להפנות עוד ניהול כסף לאחרים. לא אומר, יש פה שחקנים שהמוניטין חשוב להם, ובכלל מוניטין כמנהלים נכסים עבור הציבור. אני הלכתי ופתחתי את זה עוד יותר, כאשר בפעם הראשונה הגופים האלה מציעים בעצמם גם קרנות השקעה לציבור, ואני חושב שזה עוד יתרחב. המוניטין שלהם כמנהלי השקעות אקטיביים הוא חשוב מאוד. מהצד השני הם נאלצים, מכיוון שיש פה יחס של עלות תועלת,

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ויש פה מגוון ויש פה מומחיות שהיא דבר נרכש, נאלצים לגשת לכל המנהלים החיצוניים. אני בטח לא ארצה, וכולנו כאן כאזרחים וחוסכים, לא נרצה שאנחנו ניתן את הכסף שלנו לאיזשהו מנהל שיגזור קופון ויעביר אותו למנהלים אחרים. זה לא בדיוק הדבר הרצוי לנו, ולכן אנחנו צריכים להעמיד רף מסוים. ואז היה את הרף שהועמד בעבר, על ה-0.25. אחד הדברים שהוועדה אומרת בצורה ברורה והעמדה שלה היא אותה עמדה של השוק, אותה עמדה שלנו, ה-0.25. הזו היא שרירותי, אין לו בסיס כלכלי שאנחנו יכולים לבוא ולומר האם יש להמשיך עם 0.25 או 0.3 או 0.2, אנחנו מדברים בעולם שרירותי. יכול להיות שזו הייתה הדרך שהייתה מחויבת המציאות בעבר, כדי להגיד אנחנו צריכים לטפל בנושא הזה. הדבר הזה לא היה יכול להתגלגל לאורך זמן, ולכן עצרנו את זה ואמרנו, מישו צריך לבחון את הדברים בצורה מעמיקה. אני חושב שהעבודה של הוועדה היא קודם כל מעמיקה, הם עשו עבודה מאוד קשה.

לגבי המחקר, צריך להפריד בין המחקר לבין ההמלצות. קודם כל לגבי המחקר, יש פה חוקרים מהשורה הראשונה. העבודה האמפירית שלהם נבדקה, ונעשתה גם רפליקציה של המחקר. הם בחרו במתודולוגיה שהיא שקופה וברורה, ואפשר לבקר אותה וזה בסדר. אפשר לומר שהיה צריך להשוות למדד כזה ולא למדד אחר, ואפשר לומר שההתייחסות סיכון היא לא מתאימה וכולי... בסופו של דבר הם שמו מחקר אחד מיני רבים. אנחנו מכירים הרבה מאוד מחקרים לגבי תשואות, ואנחנו גם מכירים מהשטח מה התשואות של קרנות PE ו VC, וכך הלאה. נעשה מחקר והראו שיש קרנות שמיגות תשואה עודפת ויש קרנות שהורסות תשואה למשקיעים. אנחנו רואים את הדברים האלו בשטח. אנחנו וודאי לא צריכים לקחת את המחקר הזה ולגזור רק ממנו המלצות. זה מחקר שנעשה בצורה אובייקטיבית ומקיפה, אבל שאפשר לבוא ולהציג לצדו גם מחקרים אחרים. בני, אני מניח, יתאר את הדברים, ויש לו גם זווית נוספת שהיא בהחלט רלוונטית. המחקר הוא חלק מהמידע שיש לנו על השוק והמתנהלים בו. הדבר העיקרי שאני בסוף הדברים אתיחס אליו, זה כאשר ההמלצות נתקלות בעולם המעשי- האם הן עוברות את המבחן? וזו השאלה המרכזית. האם הן עוברות את המבחן קודם כל מראייה של טובת החוסכים, ושנית מבחינת הישימות של דברים בשטח, ברמה משפטית, ברמה חוזית, וכך הלאה.

### בני לאוטרבך

תודה רבה שהזמנתם אותי. אני הולך לדבר ברוב המצגת על חוות הדעת שהכנתי לבקשת איגוד חברות הביטוח אודות הממצאים האמפיריים שהיו בטיטת דו"ח וועדת יפה. החוות דעת נשלחה לוועדה והיא קיבלה תשומת לב רצינית ממנה. כדי לבחון את הממצאים האמפיריים של הוועדה, שחזרתי בעצמי חלק מהנתונים, מהמבחנים האמפיריים, בדקתי גם רגישות, ערכתי מבחנים נוספים. מסקנות המחקר שלי- ביצועי העבר של קופות הגמל, תוכניות ביטוחי המנהלים ראויים לשבח. יש לנו פה שוק יפה, הרבה בזכות המפקחים לשעבר על שוק ההון. הניהול האקטיבי יצר ומייצר לעמיתים תשואה עודפת. בנושא השני של קרנות השקעה פרטיות- לפי הניתוח שלי קרנות השקעה פרטיות תורמות



## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לפיזור הסיכון, מעלות משמעותית את התשואה המושגת ליחידת סיכון, שזה מדד שארפ. מה שעשיתי פה בטבלה הוא ניתוח של שלושה אפיקי השקעות: קרנות יי ישנות, קרנות יי חדשות, וקופות הגמל. בטור הראשון בכל קטגוריה רואים מה דיווחו בדו"ח הועדה. לאחר מכן עשיתי עוד שני ניסויים, ובטור הרביעי והאחרון אני מציג את תוצאות השיטה הכי טובה להערכת. אני אקצר - אפשר להסתכל בטבלה על ממוצע ארבע התקופות שזה הכי משקף. אין הבדל כמעט בכלל בין הממצאים של הוועדה לממצאים שלי. החישובים שלהם נכונים.

**אמיר ברנע**

בני אתה טוען שמדד שארפ הוא מדד רלוונטי?

**בני לאוטרבך**

לא טענתי את זה, אבל מקובל לחשב את המדד הזה. בסוף דברי אציג עמדה שדווקא מסכימה עם דבריך מקודם. שימו לב, כל המספרים ירוקים גם לפי הוועדה וגם לפי החישובים שלי. המשמעות היא שבברוטו המנהלים כאן טובים ובסך הכול החיסכון בידיים טובות. עכשיו אנחנו צריכים לחשב את התשואה נטו. הורדתי את דמי הניהול ההיסטוריים, לפי נתוני הרשות, לא הייתה אלטרנטיבה לחישוב דמי הניהול, וניתן לראות את התמונה. קופות הגמל נותנות תשואה נטו של 0% די באופן עקבי. זה סימן טוב לפי התיאוריות האחרונות במימון. לפיהן, הסימן של שוק תחרותי זה "תשואה עודפת אפס" וניתן לראות זאת במציאות בצורה נהדרת, מה שמראה שהשוק הישראלי של קופות הגמל תחרותי. קרנות יי ישנות יש להן בכל זאת מעט תשואה עודפת חיובית. והמשמעות לפי התאוריה המודרנית במימון היא שקיים מחסור בהן. קרנות יי החדשות הן מעט שליליות.

**אמיר ברנע**

מדוע תשואה עודפת אפס זוהי אינדיקציה לשוק תחרותי? הרי יש דמי ניהול כאשר יש דמי ניהול. יתכן כי דמי הניהול מגלמים את ההפרש?

**בני לאוטרבך**

אני אסביר לך אחר-כך אודות התאוריה החדשה. אם נסתכל על כל מכשירי החיסכון האלו, ונחשב את התשואה ברוטו שהשיגו בניכוי דמי הניהול העכשוויים, נקבל בכול אפיקי החיסכון תשואה עודפת חיובית נטו. נוכל לראות ירוק בעיניים (צג בשקף). המשמעות היא שאם הביצועים ברוטו ישמרו, בניכוי דמי הניהול העכשוויים (לפי נתוני שנת 2020) נקבל מצג לפיו כול האפיקים הנייל עושים ממש טוב למשקיע..

**טל מופקדי**

זה מובהק סטטיסטית?

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### בני לאוטרבך

זוהי שאלה שאיני יודע לתת עליה תשובה, איני זוכר.

לגבי התשובה ברוטו – אין מחלוקת עם הועדה, ישנם אנשים שיודעים לעבוד ועושים את העבודה שלהם נאמנה ומגיעים לתשובה עודפת יפה. לגבי המסלול הפסיבי ההערה שלי היא שמעצם ההגדרה מסלול פסיבי יעשה תשובה עודפת ברוטו של אפס. עכשיו אם תוריד מזה את כל ההוצאות שיש בניהול השקעות שזה כל העמלות וגם כל הסיפור הזה שאתה צריך לנהל את התיקים של העמיתים ואתה צריך לתת שירות לקוחות וכולי, אז הוצאות כאלה כולל רגולציה יסתכמו לפי גורמים מקצועיים שונים ששוחחתי עימם לפחות ב- 0.03% לחודש. המשמעות של זה היא שאם יש לך בקרנות פסיביות תשובה ברוטו של 0 והוצאות של 0.03, תגיע לתשובה עודפת נטו של -0.03% שזה כמו קרנות ייחדשות ופחות מקופות הגמל ופחות מקרנות יי שנות. ופה יש לי עוד הערה אחת – כמו שאמרתי קודם בהנחה שהמוסדיים ידעו בעתיד לשמור על התשובות העודפות שלהם ברוטו, ובהינתן דמי הניהול הנמוכים יותר כיום, בממוצע כל מסלולי החיסכון לטווח ארוך מציעים היום תשובה עודפת נטו. ואם אני צריך לסכם, מסתמן שהעמית זוכה כיום בתשובה עודפת נטו חיובית, עודף תשובה לסיכון שהוא לקח, ועל הדרך הוא מקבל את כל שירותי ההשקעה, את כל שירותי הניהול וכל השירותים שמהווים "כאב ראש" עבורו בחינם. עסקה פנטסטית. כל מה שאני רוצה להגיד פה, וכבר אמרו שיש לי דעה עצמאית, אז הדעה העצמאית שלי אומרת שהמצב טוב מאוד. עכשיו לגבי קרנות השקעה פרטיות, תראו אני לא קיבלתי את הנתונים מהועדה בנושא הזה, ולא ניכנס לשיקולים שלהם. אז הלכתי והסתכלתי על מה קורה עם ממוצע תשובה מול סיכון. העמית רוצה ממוצע תשובה גבוה וסיכון נמוך. ציירתי את אפשרויות ההשקעה בארץ. לקחתי שישה מדדים שמשקפים את המניות בעולם, מניות בארץ, אג"ח בחו"ל, אג"ח קונצרני בארץ, אג"ח ממשלתי צמוד, ואג"ח ממשלתי לא צמוד בארץ. אפשרויות ההשקעה הכי טובות כמו שלמדתם בשיעורי מימון זה ההיפרבולה הזאת ובמקרה ואתה לוקח אך ורק את אפיקי ההשקעה הסחירים האלה אתה מגיע לפרבולה הכחולה. בשלב השני הוספתי למדדים סחירים אלה מדד של קרנות השקעה פרטיות שלקחתי מ"cambridge associates". זה מדד שמבוסס על בין 1,400 ל-1,900 קרנות השקעה פרטיות בעולם שהם עוקבים אחריהם ואמרתי בוא נוסיף אותו. ברגע שהוספתי אותו אתם רואים את ההיפרבולה הכתומה – נפתח העולם, כלומר יש אפשרויות להשיג יותר תשובה עם אותו הסיכון או פחות סיכון עם אותה התשובה. כל החומר מגויר ונתונים רבעוניים כיוון והדיווחים רבעוניים באתר של "cambridge associates". אז רואים שהמצב הוא ממש טוב. אתה יכול להשיג מדד שארפ (תמורה לסיכון) בערך 1/3 יותר עם השקעה בקרנות השקעה פרטיות. חבל לוותר. לסיכום, פה, כמו בשאר העולם, השקעה בקרנות השקעה פרטיות יכולה לתרום משמעותית לתמורה לסיכון שמציעים מסלולי החיסכון לטווח ארוך. עכשיו זה כמובן לא אומר שאם אתם קוראים את המחקרים בעולם אתם לא רואים שיש פיזור ענק בנושא הזה. לא רוצה להגיד שיש גם מתחזים אבל יש פה הרבה אופורטוניסטים. אוקי כך אני מפרש את זה, ולכן, חובת הזהירות קיימת ומאוד חשובה. כעת למסקנות והמלצות שלי. זה השקף האחרון, זוהי לא העמדה של איגוד

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חברות הביטוח. אחרי שקראתי את המצע לדיון היום חשבתי מה אני יכול לתרום לדיון היום. אז, א. מבחינה אמפירית שוק החיסכון לטווח ארוך בארץ מתפקד היטב – ברכה לעמית. תודה רבה לכל מי שהיה בראשו כל התקופה הזאת וכל מי ששירת אותנו. תודה רבה. עכשיו, קרנות פסיביות וקרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים אפשר להתיר כתוספת לקיים. כתבתי שאין זה עקרוני וזוהי לא העדיפות כי המצב טוב מאוד. אבל, יכול להיות שאתה רוצה להפוך את המצב הטוב מאוד למצב מצוין. אז כתבתי שזה "nice to have". לפי דעתי צריך לחזור להתמקד בבעיה העקרונית, המורחבת של איך מדווחים על נכסים לא סחירים ועל ביצועים שלהם, וכל הנושאים האלה של השקיפות. אני בנושא הזה מציע הצעה מאוד חזקה אחת – שלכל השקעה לא סחירה ייקבע "benchmark" וזהו. תצטרכו להודיע אם עמדתם בו – לא לגבי כל השקעה בנפרד, אלא נגיד האם בתיק שלכם עמדתם ב"benchmark" הזה. גם כמובן שלטובת שקיפות יש להצהיר מראש את רמת ההוצאות הישירות הצפויה שהכל יהיה ידוע – שקיפות זה מאוד חשוב ובאחריות הרגולטור. עכשיו יש לי עוד הצעה אחת ספקולטיבית. חשבתי עליה רק במהלך הכנת השקף הזה: מוסדי שהשקעה שלו לא עמדה ב"benchmark" הזה יחזיר את ההוצאות הישירות שגבו בגין אותה ההשקעה.

### טל מופקדי

מאיפה?

### בני לאוטרבך

אמרתי שזו הצעה ספקולטיבית. אבל אני אסביר את הרעיון. מדובר בכלי התרעתי מפני השקעה פזיזה. עכשיו, באיזה סגנון הכלי הזה? זה מה שנקרא "skin in the game". אם בחרת קרן השקעות פרטית כושלת, אתה, מנהל החסכון לטווח ארוך, תשתתף בהפסד העמיתים על ידי החזר ההוצאות הישירות. הנקודה האחרונה זה תמיכה במה שאמיר אמר קודם – כתבתי שיתכן ושיטה עדיפה לניתוח תועלת השקעות לא סחירות וקרנות השקעה פרטיות לחיסכון העמית – כולל כל המגבלות – השיטה הכי טובה היא סימולציה של ערך הצבירה של העמית בגיל הפרישה לגמלאות. באמצעות סימולציות כאלה אני מקבל מושג גם על התוחלת, כמה יהיה לעמית בתוחלת בגיל הפרישה, וזאת הרי המטרה של העמית, וגם מושג על הסיכון של סכום הצבירה שיהיה לו בפרישה. הרגולטור מסכים עם הגדרת המטרה כתוחלת ושונות סכום הצבירה בפרישה, הרי הוא קידם את כל המסלולים תלויי הגיל – כדי שבעתיד תהיה לך יותר וודאות לגבי הערך שלך בפרישה, ולכן יש לדעתי להתמקד בערך החיסכון בפרישה. ניתוח כזה טרם נעשה.

### שלומי שוב

תודה רבה לך בני. אנחנו מודים לך מקרב לב ואנחנו רוצים לנהל את הדיון, בוא נתחיל לשמוע דעות כל אחת כמובן מהזווית של הדובר שלה. אמיר הסל לך יש כמה זוויות מהעבר ומהווה אז בבקשה.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אמיר הסל

אני אתייחס במילה למטרה המקורית שלשם כך יצאה הועדה לדרך - מגבלת ה-0.25%. אני רוצה להגיד לזכותה של הועדה שהיא הבינה – (היא קראה לזה השרירותיות) את הבעייתיות והעיוות האדיר שיש במגבלה הזאת. אני רוצה לגעת בזה כי זה רלוונטי מאוד לבעייתיות שבהמלצות הועדה. בעצם, המגבלה של ה-0.25% לא חוסכת שום הוצאה ישירה לעמיתי הקופות. היא בסך הכול מעבירה אותה ממתחת לפנס למקום האפל. למה אני מתכוון – אני אתן דוגמא פשוטה ותראו שזה הולך לכל האורך – אם גוף מוסדי מחליט להשקיע בקרן תשתיות בישראל יש לו אפשרות ראשונה להשקעה, (סליחה שאני נוקב בשני שמות ספציפיים) יש לו שתי קרנות של תשתיות, קרן נוי וקרן תש"י, שאלה הן קרנות תשתיות של private equity בהן הוא יכול להשקיע. יש לו אפשרות שנייה, והיא, לקנות ריט תשתיות כגון גינריישן או קרן קיסטון ואפשרות שלישית, לקנות את אשטרום או חברת תשתיות אחרת. אם הוא משקיע בקרן תש"י אז נרשמות לו הוצאות ישירות -דמי הניהול של הקרנות הן הוצאות ישירות. אבל, אם הוא מבצע את אותו היקף השקעה בגינריישן או קיסטון אין הוצאות ישירות. למה? כי בהן מסווגת ההוצאה כהוצאות הנהלה וכלליות של החברה ולא כדמי ניהול. זוהי הבעיה – התקנה מחפשת רק את המטבע שמתחת לפנס, מסתכלים רק איפה ששקוף, קרנות מדווחות לגוף המוסדי על דמי הניהול שהן גובות מהמשקיעים, לעומתן חברות לא מדווחות על הוצאות הנהלה וכלליות כהוצאה של המוסדי. לכן, שינוי צורת ההתאגדות מעלים את ההוצאות הישירות. המגבלה הזאת לא חסכה שום הוצאה, לא מדובר בכפל דמי ניהול זוהי רק הסתכלות מתחת לפנס. אם אנחנו במקום בקרן משקיעים בחברות שעושות אותו דבר באותה עלות, לכאורה אין יותר דמי ניהול. עכשיו לזכותה של הועדה היא הבינה את זה וכתבה את זה בצורה מפורשת וחיפשה פתרונות אחרים לבעיה הזאת. אבל הבעיה היא שהתוצאה יצאה הרבה יותר גרועה ביחס לבעיה הזו. אך, אגיע לכך בשלב מאוחר יותר.

אני חייב להתייחס לתוצאות של הועדה ביחס בחינת ביצועי הקרנות. הועדה בחרה למעשה למדוד את התוצאות לפי מדד אחד – PME – "Private market equivalent". באמצעות מדד זה אנחנו משווים קרנות private equity אשר אינן משקיעות ברצף כמו למשל קרן נאמנות, או קרן גידור אלא, קוראות לכסף כשיש השקעה ומחלקות כשאינן. משמע, ישנם הפרשי עיתוי בין הקרנות לשווקים. ה-PME פותר את הבעיה הזאת עבור מקבילה של מדד סחיר מול הקרן, PME בעצם אומר כול פעם שיש הפקדה של כסף, נקנה את המדד, וכל פעם שיש משיכה של כסף נמכור את המדד, ופתרנו את בעיית העיתוי. אבל, תכף נגיע לבעייתיות שעולה מהבדיקה שאותה ביצעה הועדה. בואו נראה קודם מה בדיוק אמרה הועדה. ראשית מתוך דו"ח הביניים של הועדה, ואני מצטט במדויק: "ממצאי הועדה מצביעים על כך שהתשואה נטו, כפי שהושגה בפועל בעשור האחרון, ע"י משקיעים מוסדיים בהשקעותיהם בקרנות פרטיות, היו בממוצע נמוכות יחסית לאלטרנטיבות שהיה אפשר להשיג בשווקים סחירים בחו"ל". הועדה שמעה את הביקורות שהיו לאחר דו"ח הביניים, והגיעו לבסוף לממצאים בדו"ח הועדה הסופי, שאותם גם כן אצטט: "הממצאים מצביעים על כך שהתשואות נטו

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שהושגו בעשור האחרון, על ידי המשקיעים המוסדיים, בהשקעותיהם בקרנות פרטיות, לא היו בממוצע טובות משמעותית ממה שהיה אפשר להשיג בשוקים הסחירים".

מה קרה? איך התהפכה מסקנה חד משמעית, לאמירה מעורפלת ולא ברורה? אני אגיד לכם מה קרה – הועדה גילתה, אחרי שבחנה את העובדות, שכאשר משווים את התוצאות של מאות הקרנות למדדים שונים, מקבלים תוצאות הפוכות. כלומר, הפעם, הם עשו השוואה לשישה מדדי מניות, וקיבלו שביחס לארבעה מתוכם, הקרנות עשו ביצועים עודפים – לפי מדד PME ובשניים מתוכם ביצועים נחותים.

מכאן, נקלעו לוויכוח – איזה מדד יותר נכון לצורך השוואה. האם את כל הקרנות נכון להשוות למדד MSCI World, לפיו הקרנות השיגו תשואה עודפת משמעותית, או למדד S&P או למדד הנאסד"ק שם התקבל שהקרנות עשו תשואת חסר. לדעתי, הועדה צודקת בטענה כי מדד MSCI אינו נכון להשוואה אך, אך גם גם מדד S&P אינו נכון להשוואה. – אף מדד אינו השוואה נכונה לתיק הקרנות!

כדי שתהיה משמעות לשימוש במדד PME, צריך להשוות בין שני נכסי השקעה זהים. השימוש במדד הוא נכון ומתאים כאשר מבצעים השוואה של תפוחים לתפוחים. כאשר משווים את קרן פימי למדד ת"א 25 למשל. גם במקרה זה יש לזכור כי פימי נמדדת דולרית אך, ישנו דמיון. אך, כאשר מבצעים השוואה של מאות קרנות פרייבט אקוויטי שלכל אחת מאפיינים שונים ויחודיים, למדד מניות מסוים הן לא דומות ולא תואמות. הן אחרות, הן אינן מתנהגות באותו האופן ולכן, התוצאה חסרת כל משמעות ואקראית. הבדיקה שביצעה הועדה נתנה תוצאה מובהקת, לכך שתוצאות ההשוואה שביצעה הן אקראיות. בדקו שישה מדדים וקיבלו תוצאות הפוכות. בדו"ח הביניים היו עיוותים גדולים הרבה יותר, למשל, סיווגו את קרנות התשתיות, הנדל"ן והחוב, יחד ללא חלוקה והשוו אותם למדד המניות. בדו"ח הסופי הם ביצעו הפרדה אך עדיין הבדיקה חסרת משמעות.

לדוגמה, הם ביצעו השוואה של ביצועי קרנות החוב הישראליות בהשוואה לשלושה מדדי אגח עולמיים. איזה משמעות יש להשוואה של הלוואות שקליות, לתשואה של מדדי אגרות חוב עולמיים הנקובים בדולר ובאירו? – אין שום קשר בין השניים. אגב, לפי הועדה קרנות החוב הישראליות מכות את ה-Benchmark, אבל התוצאה הזאת כמו האחרות אקראית וחסרת תקפות.

גם השוואה של קרנות חוב בחו"ל, למדדי אג"ח חו"ל חסרת משמעות – רוב מוחלט של קרנות החוב נותנות הלוואות בריבית משתנה, ואילו מדדי האג"ח הינם מדדים עם ריבית קבועה ומח"מ של כ-4.5 שנים. אנחנו אחרי 10 שנים של ירידת תשואות מתמשכת. במילים אחרות, התוצאה לא רק לא מובהקת אלא באמת ביצעו השוואה של אבטיחים למול תפוחים. ישנן קרנות פרייבט אקוויטי של אירופה, קרנות של שווקים מתעוררים כיצד ביצעו השוואה כזו למדדים אמריקאיים או מדדים עולמיים מוטי ארה"ב? זה חסר משמעות.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אבל, לדעתי, כל מה שציינתי עד עכשיו זוהי הבעיה הקטנה. הבעיה הגדולה, הזכרה כבר על-ידי פרופסור אמיר ברנע – והיא שהועדה לא ביצעה שום בדיקה מהו הסיכון של תיק הקרנות, ומהו המתאם מול הנכסים האחרים. ילרשות הועדה עמד מאגר נתונים אדיר שניתן היה לבצע עליו המון בדיקות של סיכון. מה הסיכון הגלום בתיק הקרנות? יש שורה של ממדדי סיכון (SD, VAR), ערך אבסולוטי של הפסדים, בחינת מתאם, בחינת אלפא) אך, בועדה לא ביצעו שום מדידה. למרות שלא ביצעו אף בדיקת סיכון הועדה קבעה בפסקנות שקרנות Privet equity יותר מסוכנות ממדי המניות.

איך נימקה הועדה את הקביעה החד משמעית הזו, למרות שנמנעה מלבצע את בדיקות הסיכון? ראשית טענו שהקרנות פחות מפוזרותלמשל מדד המניות Russell 2000 הוא מפוזר. ישנם 2,000 שמות, בקרן ישנם הרבה פחות, ולכן הקרנות יותר מסוכנות דבר שני, ההשקעות בקרנות אינן סחירות ולכן נכס לא סחיר הוא יותר מסוכן. לפי קביעת הועדה גם אג"ח מיועדות, הן נכס יותר מסוכן ממניות – הן נכס לא סחיר ולא מפוזר – זה הנימוק. בפועל הועדה לא ביצעה שום בדיקה של סיכון לגבי קרנות ה-Privet equity בדיקה שלדעתי היא בדיקה אלמנטרית כדי שתהיה יכולת משמעותית להתייחס לביצועיהן.

אבל, הועדה כן עשתה בדיקה כלשהי, שחשפה בעקיפין את תוצאות הבדיקות שהועדה היתה חייבת לבצע לגבי הקרנות ולא ביצעה: הועדה בדקה אלפא של כל התיקים של המוסדיים. היא בדקה את האלפא של משתתפות ברווחים ותיקות, משתתפות ברווחים חדשות, גמל ופנסיה. ומצאו ממצא מעניין ואני חייב לצטט במדויק: "תיק ההשקעות של הפוליסות המשתתפות ברווחים הניב אלפא, לפי דמי ניהול, גבוהה, משמעותית, מובהקת, ועקבית לאורך הזמן ביחס לאלפא של קופת הגמל והפנסיה" – מסקנה - בואו נחליף את המנהלי ההשקעות של קופות הפנסיה והגמל במנהלי ההשקעות של המשתתפות אופס, קשה, לדוגמה, אני הייתי גם מנהל ההשקעות של המשתתפות וגם מנהל ההשקעות של הגמל והפנסיה, אז ההבדל במנהלים הוא לא הפתרון. הועדה המשיכה וחקרה הלאה על מנת למצוא מה ההבדל בין המשתתפות לגמל והפנסיה. ומה היא מצאה? הפער הגדול הוא שהפוליסות המשתתפות ברווחים החזיקו במוצע 24% נכסים לא סחירים, לעומת 7% בקופות הגמל והפנסיה. הועדה ביצעה דבר נוסף, היא בדקה ברגרסיה, מה המשתנה שהסביר את התשואה העודפת של המשתתפות, והיא מצאה שיש קשר חיובי ומובהק בין שיעור ההשקעה בנכסים לא סחירים לערך האלפא הנמדד. זאת אומרת, מסתתר בתוך דו"ח הועדה ממצאים הפוכים, לממצאים הלא חד משמעיים שהופיעו בראש הדו"ח, ושעל בסיסם גיבשה הועדה את מסקנותיה, והממצא המובהק הוא שנכסים לא סחירים תורמים תרומה משמעותית, מובהקת ועקבית לאלפא. דרך אגב, הועדה כן חיברה את זה לנקודה אחרת שאתה אמיר העלאת, הם אמרו שהמשתתפות יכולות להחזיק יותר נכסים לא סחירים, מכיוון שהניוד שם יותר נמוך. אבל המסקנה ברורה: יותר נכסים לא סחירים, והתוצאה אלפא חיובי.

כעת אני אעבור להמלצות.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

**אמיר ברנע**

את שיטת ה-PMEN עצמה אתה מקבל? נניח שיש לך מדד נכון

**אמיר הסל**

אם תיקח קרן ספציפית, עם מדיניות ספציפית – ותשווה אותה למדד מקביל, מדד PME מנטרל את אי התאמה בזמנים ויכול לשמש בעיני כאחד המדדים לבדיקה. אני עדיין חושב שכאני משקיע בקרן של *privet equity* אני מצפה שגם בתקופות של ירידה היא לא תרד. זאת אומרת, אני כן הייתי רוצה לבדוק גם את הפרמטרים שהועדה קוטלת של IRR, של מכפיל, ושל סיכון.

**אמיר ברנע**

איך זה יתכן עבור מוסדי? הקרן צריכה להציג יתרונות נזילות לגבי השקעה עתידית

**אמיר הסל**

הקרן לא מחזיקה נזילות, היא קוראת לכסף רק כשיש השקעה. זה היתרון של *privet equity* שהיא לא נדרשת להחזיק מזומן. כאשר המוסדי משקיע הוא משקיע בכ-150 קרנות, ויש לו עודף מזומנים לצורך ההשקעה. לאנשים פרטיים יש בעיה עם *Privet equity*, כי יש לשמור על נזילות מסוימת. ככל שאתה נהיה גדול יותר, גם תיק הפרייבט אקוויטי הוא מאוד גדול, ויש קיזוז פנימי לכן, אין שום בעיה להשקיע בתיק כזה.

כעת אעבור להמלצות. ההמלצה שהועדה קבעה כמודל המועדף – קביעת דמי הניהול בשיעור קבוע מהצבירה. אני ברשותכם, אחזור לדוגמה שעיימה התחלתי – אנחנו כעת גוף מוסדי, קיבלנו החלטה להשקיע 300 מיליון ₪ בתשתיות בישראל. נניח שאני מנהל ההשקעות הראשי מגיע אלי הצוות וממליץ להשקיע בקרן נוי/קרן תש"י, -קרן ותיקה ומנוסה. אבל, שימו לב – הקרן גובה 1.5% דמי ניהול לשנה. כאשר יש לך עסקה הפסדית ארוכה, לפי החשבונאות, עליך לבצע הפרשה למשך כל שנות ההשקעה - עשר שנים קדימה בגין דמי הניהול. המשמעות של החלטה זו, היא הפסד מידי של 45 מיליון ₪ שיאלץ לרשום הגוף המוסדי שיחליט להשקיע בקרנות האלו. זאת בשעה שאם הוא יבחר להשקיע בגינריישן או קי סטון – ריט תשתיות המקביל לקרנות האלה, לא יהיה צורך ברישום של הפסד זה. לכן, יש כאן עיוות בתהליכי קבלת ההחלטות. החלטה שהיא נכונה לעמיתים שלא עולה להם יותר, תביא להפסד גדול אצל הגוף המנהל. זוהי המלצה מסוכנת ברמה קיצונית. יש לציין כי הועדה ערה לבעיה הזאת, וציינה שתי תרופות, הראשונה היא להגדיל את הפיקוח. אם המלצת הועדה הזו תתקבל מה שיקרה – הוא שמרבית הקרנות ישנו את דרך ההתאגדות שלהן, ימצאו את הכלי שביא לכך שלא תהיינה יותר הוצאות ישירות אלא רק הוצאות הנהלה וכלליות. התרופה השנייה שהעלתה. הוועדה – רוב

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

הקרנות שמשקיעים בהן הן קרנות חו"ל ולכן, לישראלים אין כוח מיקוח למולן במילים אחרות, לא ישנו את המודל בשביל הקרנות הישראליות.

רבותיי המוסדיים הישראליים הם גוף גדול ומשמעותי שאך קרן בעולם לא מתעלמת ממנו. מדובר בגופים משמעותיים ומקצועיים בקני מידה בינלאומיים ולכן, ימצאו את המענה, למשל פידר פאנד שיתאגדו כחברות. התוצאה תהיה ברורה - הסתה טכנית של דרך ההתאגדות, עיוות תהליכי קבלת החלטות ותוצאות פחות טובות לעמיתי הקרנות. אני חושב שאסור להתקרב לפתרון הזה.

המלצה לגבי הפסיבי – הפסיבי משקיע במדדים. אני קודם כל אציין שיש היום בשוק את המוצר הזה, ושמו "המסלולים הכשרים". לרוב הגופים בישראל יש מסלולים ששומרים על חוקי הכשרות אך עושים את זה? מקבלים היתר מהרבנים, ולא משקיעים בחברות שאינן שומרות שבת וכו' מכיוון שלא יודעים כיצד לעשות זאת. במקום להשקיע בחברות, משקיעים בתעודות סל.

מה שמייחד את המסלולים האלה זה שעל מנת לעקוף את חובת הכשרות, הם קונים רק אג"ח מדינה ותעודות סל. כשאנשי השיווק הביאו לי את המוצר של המוצרים הכשרים, אמרתי שאם הוא יעשה תשואות עודפות על המסלולים הרגילים נסגור את חטיבת ההשקעות ונשקיע רק כך. בפועל זה כמובן לא קרה. אתם מוזמנים לבדוק את המסלולים הכשרים ולראות את התוצאות הנחותות שהם משיגים. איני יכול לפסול השקעה פסיבית, אבל בעיני היא מאוד לא מתאימה לחיסכון פנסיוני ארוך טווח. יש הרבה בעייתיות בהשקעה במדדים. דרך אגב, במניות זה עובד לא רע, כי יש את הברירה הטבעית כאשר חברה מוצלחת שגדלה והיא גדלה בשווי ומשקלה במדדים גדל, וכך משקלן של חברות טובות גדל. אך, באג"ח המצב שונה. באג"ח, המדד נעשה לפי היקף הסדרה שהנפיקה החברה ולכן, אין את המשקל העודף לחברות טובות, והתוצאה שקל מאוד להכות את מדדי אגרות החוב להבדיל ממדדי המניות. עדיין אגרות החוב מהוות רכיב לא קטן מהתיקים. אני אישית לא הייתי ממליץ לאף אחד ללכת על השקעה במדדים באגרות חוב. יש את הסוגיה השנייה שנגעת בה אמיר, של כמה ניתן לחסוך במעבר לניהול פסיבי. ההוצאה בפועל בגופים המוסדיים על ניהול ההשקעות נטו היא רק רכיב קטן מההוצאות. סעיפים הרבה יותר משמעותיים הם תפעול, שיווק ומחשוב. לכן המעבר לניהול פאסיבי כמעט ולא חוסך הוצאות למוסדיים. IRA שזה מוצר דומה, לא סתם רוב הגופים לא מציעים אותו,, זה לא כדאי והם מפסידים עליו יכול להיות שיהיה מישהו שירצה לעשות זאת כדי לתפוס נפח, אבל לאורך זמן זה לא יכול באמת לחסוך דמי ניהול בצורה משמעותית.

**אמיר ברנע**

הניהול הפסיבי מקיף השקעות סחירות בלבד, כלומר יש כאן הפסד של פרמיית הנזילות.



## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אמיר הסל

נכון, זה מתאים יותר להשקעה קצרת טווח מארוכה בעיני. נושא של דמי ניהול תלוי ביצועים שהוועדה ממליצה עליהם, אני אישית בעד, אני חושב שלתמרץ מנהלים לעשות תוצאות טובות זה חיובי. דרך אגב במשך ה-15 שנים האחרונות לדעתי, גישת הפיקוח על שוק ההון הייתה נגד. לא סתם ביטלו את המשתתפות. בייחוד אחרי 2008 אמרו שזה מוביל את המנהלים להרחיב את הסיכונים. מה שמהווה בעיה בעיני זה המודל שהציעה הוועדה. היא הציעה מודל שבעצם ניקח benchmark של מדדי בורסה, לפי הצהרת מדיניות ההשקעות של החברה, נגיד 20% לפי המדד האמריקאי ובהתאמה את כל התיק. עכשיו נבדוק את התשואה של התיק מול הממוצע של המדדים, ונבדוק אם אנחנו מעל או מתחת. פרקטית השיטה הזאת לא יכולה לעבוד, אנחנו מדברים על שני טריליון שקלים, שאמורים להיות מושווים למדדים. המדדים הם מאוד מורכבים, כל מדד כולל כללים שונים בהתאמה לדיבידנד, ברוטו או נטו התאמה למטבעות שונים, כניסה ויציאה של חברות, משקולות משתנים, ועוד המון מורכבויות. כל "פיפס" יכול לגרום לתנודה מטורפת במדידה. כשעבדתי בהראל, עשינו מערכת למדידת ביצועי מנהלי השקעות שמבוססת על השיטה הזו, והתוצאה שיש המון בעיות ביישום הפרקטי. פרקטית הצעת הוועדה לא יכולה לעבוד יש פה עוד אלמנט, סיכון היציבות של החברות. תתארו לעצמכם שחברה שצברה פער חיובי משמעותי ורשמה רווחים והדוחות טובים ופתאום מאיזושהי סיבה יש למדד יש סטייה לכיוון הלא נכון, וכל הרווחים שנרשמו מול הבנצ'מרק נמחקים. זו יכולה להיות מחיקה דרמטית של ההון, זה יכול למחוק חברה, הסכומים הם אדירים. לכן אני אישית בעד מודל משתתף בביצועים אבל הייתי הולך למודלים הישנים והטובים.

### ענת לוי

אין הרבה מה להוסיף על אמיר במבט של מנהל השקעות מוסדי. ברור דבר אחד ואני חושבת שאנחנו מדברים על זה בצורה פתוחה, ברגע שיש הגבלה על הוצאה, לא נוצרת אופטימיזציה שכן לא כל הוצאה מגדילה את היעילות בניהול ההשקעות ויתרה מכך קשה לעשות חלוקה בין סוגי ההוצאה. אני לא חושבת שמישהו פה אומר משהו אחר. ישנן הערות לחידוד הדברים, אחד הוא איך אנחנו מתקדמים בנייתו המידע או כפי שמכנים זאת בעגה המקצועית: Performance contribution? אני חושבת שפלטפורמת ניתוח התרומה לתשואה שיכולה לעשות טוב והיא הדבר הנכון כשלב הבא בנייתו תיקי השקעה בארץ. מאחר והשאלה היא איך באמת נדע? כי בסוף כולנו פה בסוף רוצים לעשות פיצול השקעות נכון תוך הקצאה אופטימלית של הוצאות, זאת המטרה בניהול כסף בנאמנות. לגבי עצם הפיזור, נושא חשוב, כל הוספה מעלה את היעילות של התיק ועל כן האמירה על יעונית של השקעות אלטרנטיביות היא נכונה. בקשר לשיטת הכל כלול, זה שיטה יותר נדירה בעולם, והיא פחות השיטה המקובלת. בעולם לרוב אין מגבלה על היקף דמי ניהול. אך שיטה זו כן קיימת בבריטניה ומתחילה לבעבע בעוד מקומות אבל במקומות בהם היא מופעלת יש חלוקה אחרת של הכל כלול- ברור כי החשיבות היא מה מה מוגדר כהוצאה? האם יש דמי ניהול לתפעול? למשווקים? אנחנו בדיון כוללים

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

כמעט הכל ולכן אולי בשיטה זו צריך לבוא הפיקוח ולקבוע לדוגמא מינימום הכרחי לניהול השקעות (פנימי וחיצוני) אך אז קיים העיוות שחוזרים לעצם המגבלה רק בהגדרה אחרת. בעולם כל הוצאה מדווחת (Total expense ratio), כולל כל ההוצאות כדי לא לנסות ולהסתיר את ההוצאות. ואם מתמידים בחשיבה הזו אולי צריך לעשות חלוקה בין סחיר ולא סחיר וככה מבדילים את ההשקעות השונות כדי שמשקיעים ידעו לייצר לעצמם תמהיל אישי. בנושא יעילות הפסיבי, אני רק רוצה להדגיש שהגישה של פסיבי ואקטיבי כהפכים שיש לבחור ביניהם, היא גישה מיושנת. כשמסתכלים היום בעולם, ואני מגיעה מבית שעושה אקטיבי, פסיבי וקרנות אלטרנטיביות כלומר כל הזמן מתחרה בעצמו, רואים את השילוב. היכולת של מנהלי השקעות נובעת גם מהעובדה שיש חשיפות שיעיל לעשות בפסיבי, יש חשיפות שיעילות יותר-באקטיבי, יש תקופות בשוק שצריך להשתמש יותר במוצרי השקעה אלטרנטיביים, כמו עכשיו שאנחנו לא יודעים כמה ומתי הריבית תעלה ואם האינפלציה תעלה. לכן השאלה היא אם מאפשרים או יתאפשר הפיתוח של מסלול בו לא תהיה מגבלת דמי ניהול ואז מנהל ההשקעות יוכל להסתכל על האסטרטגיה ועל החלוקה האסטרטגית בה ייבחר כיצד לבצע חשיפה בצורה יעילה יותר בין הפאסיבי לאקטיבי. בנוסף, הגדרת המוצר הפסיבי עצמו מתפתחת, קיימות אריוות פאסיביות מעודכנות: יותר טמטיות, חלקן עם רכיב אקטיבי ועוד. יש מוצרים חדשים ופסיבי זה כבר לא רק הפסיבי (גיאוגרפי או סקטוריאלי) שאנחנו מכירים מהעבר. נקודה אחרונה היא לגבי המדידה של private equity, אנחנו בעולם של AI ולכן יש היום אפשרות טובה מאוד לבדוק תוצאות של קרנות פרטיות ואני חושבת שההבחנה לא צריכה להיות מלאכותית. אנחנו מסתכלים על תיק, בסוף השאלה האם הקרנות הפרטיות מוסיפות לסיכון או פותרות את הסיכון ואיך מודדים את התרומה שלהן לפרוטפוליו ספציפי. איזה סיכון סיסטמי הן מכניסות בפנים? האם זה משנה אם ההשקעות הן באמצעות בקרנות נדל"ן, כדוגמא, או במניה של חברת נדל"ן? מה שמשנה הוא הסיכון הסיסטמטי, התרומה לתשואה ויעילות התיק הכולל – כל אלו חייבים להימדד במשותף, וכיום זה ניתן.

### אמיר ברנע

האם דיווחי השווי של השקעות פרטיות הם אמנים? מה אומר הניסיון שלך? אין פה איזה קיבוע של התשואה באופן מלאכותי דרך הדיווחים שהפרטיות נותנות?

### ענת לוין

אנחנו יודעים שהאתגר בניתוח תוצאות של בקרנות פרטיות והבעיה לעיתים זה ה-end point. ה-IRR אחרי 15-16 שנה לעיתים הוא דבר אחר לגמרי מהמספר שרואים במהלך חיי הקרן. כיוון שאנחנו יודעים שזה משתנה, אתה העלית את זה בתור נקודה ראשונה, אני חושבת שיש צורך להכניס מערכות שיודעות לשלב את העולם הסחיר ולא סחיר מבחינת סיכונים כמו כל הקרנות הפנסיה החשובות בעולם.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### מני נאמן

מוצג פה באופן ציורי ואפילו כמו שהמפקח אמר "גוזרים קופון על דמי ניהול" כלומר יש פה קרן שגוזרת קופון. בסדר גודל של הגופים המוסדיים, כמו שאמר אמיר ובצדק כמו שאנחנו רואים יום-יום, הגופים המוסדיים בישראל, בטח הגדולים, הם כבר שחקנים בסדר גודל בינלאומי, יש להם נגישות באמת לכל מקום. יש מקצוע שהוא מקצוע חדש שצריך רגע להבין אותו והוא הבחירה של המנהלים שבהם אתה רוצה להשקיע. כלומר בהיקף הנכסים שבהם הגופים המוסדיים כבר משקיעים היום, כשאתה משקיע מאה מיליון ש"ח אתה יכול לבחור נכסים, כשאתה משקיע מאה מיליארד ש"ח, אתה מתחיל לבחור מנהלים שמנהלים לך את הנכסים וזה מקצוע בפני עצמו. אי אפשר לזלזל בדבר הזה, זה מקצוע שהולך ומשתכלל, הולך ומתפתח. אני יכול להגיד לכם שהקרנות שהגופים המוסדיים השקיעו בהן לפני 10 שנים לא דומות לקרנות שאנחנו משקיעים בהן היום, גם מבחינת נגישות, גם מבחינת היכולת לעשות סלקציה, גם מבחינת היכולת למדוד את המנהלים ולכן צריך להבין שיש כאן מקצוע שעולה כסף ועליו בעיקר יש לתת את הדעת היום ולבחור את המנהלים. לבוא ולהגיד שמעבירים לקרן חיצונית זה לא נכון בהיקף שהגופים המוסדיים מנהלים היום, ולכן יש צורך להבין שיש מקצוע שהוא בחירת מנהלים. הדבר השני שרציתי לדבר עליו, אנחנו מתנהלים בשוק מאוד תחרותי ואני לא נכנס למסלולים פסיביים ואקטיביים אני חושב שצריך שתהיה היכולת לעשות הכל בשוק ולתת לבחור. אם ניקח שוק מקביל שכמובן לא דומה ויש בו הרבה מן השונה - שוק קרנות הסל וקרנות הנאמנות, יש מוצרים אקטיביים ויש פסיביים וזה מתנהל על ידי בחירה של הלקוח. אף בית השקעות לא מחוייב שיהיו בו גם מסלולים אקטיביים וגם פסיביים, אני חושב שהשוק עושה את שלו יש חלוקה טבעית ויש טרנדים כמו שאמרה ענת, יש תקופות כאלה וכאלה. אני חושב שלא צריך לחייב ולהתנות אלא לתת לשוק שהוא גם ככה מאוד תחרותי, שכל אחד יחליט מה טוב לו. היום יש מוצרים פסיביים, חלקם יותר מצליחים חלקם פחות מצליחים, וזה בסדר. הרגולטור לא צריך לחייב משהו, השוק מספיק תחרותי ומשוכלל. הדבר האחרון שרציתי לדבר עליו הוא ההמלצה של הכל כלול שיש בה משהו שובה לב, זה כמו חופשה בטורקיה הכול כלול. אנחנו בשנים האחרונות יש מגמה שאני חושב שבססה"כ היא מגמה נכונה, לבוא ולהפריד כל הזמן בין הנוסטרו לבין העמיתים, לבוא ולצמצם ניגודי עניינים שהיו בתעשייה הרבה מאוד שנים. לדוגמה, עמלת סכן, אמרו בוא ננתק את העמלה מגובה דמי הניהול שהגוף מקבל, יש מגמה בשנים האחרונות של להפריד ולמנוע ניגודי עניינים. אנחנו פה נכנסים לניגוד עניינים, יומיומי-קבוע, בין הנוסטרו לבין העמיתים. אני אומר לכם, אם ההוצאות יהיו חלק מדמי הניהול, יתחילו להתייחס לזה כמו לרכש. בכל חברה יש יעד להוצאות רכש, וזה לא יתנהל אחרת. ברגע שאנחנו מערבבים בין ניהול השקעות העמיתים לבין הנוסטרו, יוצרים את הערבוב הזה, כשאנחנו עושים הפוך בכל הדברים האחרים, זה ניגוד עניינים קבוע.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אמיר ברנע

תראה, כאילו הייתה פה הסכמה לגבי הגילוי, שצריך לגלות למשל את ההתקשרות בין הגוף המוסדי לבין הגוף הפרטי שמנהל לו את ההשקעות. האם אין פה אלמנט מסחרי? האם זה מצב רצוי שאני אבוא ואגיד אני סוגר איתם על רבע אחוז/ חצי אחוז עמלה? מה זה עושה לשוק הזה? מה זה עושה להתקשרות בין הגוף המוסדי לפרטי כאשר ההסכם בניהם הופך להיות נחלת הציבור?

### מני נאמן

אנחנו בוודאי בעד גילוי ושקיפות. אבל יש מקרים שהמידע הזה לא מהותי ועלול לפגוע ויש מקרים שהוא מהותי, כמו שאנחנו מכירים בניירות ערך. גם בקרן רגילה, אין גילוי מה דמי הניהול שכל אחד משלם, זה חלק מהסודות המסחריים של הקרן בראש ובראשונה. אני גם לא חושב שיש במידע הפרטני הזה תועלת למישהו מלבד לפגום בתחרות. אני בהחלט בעד גילוי אגרטיבי שניתן לנתח אותו.

### צביקה שכטר

אם יש משקיע שקיבל תנאים עדיפים חייבים לגלות את זה. גם אם אתה מפלה ביודעין אתה מגלה את זה.

### אמיר ברנע

אתה מגלה רק את הממוצע לא? ומה הממוצע אומר בדיוק? אם אני לא יודע כמה כל אחד השקיע. משה, אני לא יודע מה ההתייחסות שלך לנושא, האם לגלות מה משקיעים אחרים קיבלו איזה הטבות מהמנהל או בהשקעות פרטיות? מה ההסדר של המנהל עם הקרן הפרטית? איזה עמלה משלם? האם לגלות את זה? פר קרן או אחרת? ומה זה יעשה לגבי ההתקשרות המסחרית?

### ארז מגדלי

אני רוצה להתייחס למשהו בהקשר שענת דיברה, אנחנו מסתכלים על זה לא כסחיר או לא סחיר, אלא כגורמי סיכון שנכנסים לתיקים שלנו ו ומה הערך שזה יכול לתת לתיק בין אם זה סחיר או לא סחור. פה האלמנט של סיכון הוא מאוד מאוד חשוב. אני יכול לתת דוגמה מקרנות חוב, שבשוק הסחיר בשנים האחרונות הייתה התדרדרות בארה"ב באיכות החיתום (covenant lite) ולעומת זאת בשוק הפרטי באופן אקטיבי, הלכנו באופן טבעי למקומות בהם יש שמירה בחיתום על יחסים הפיננסיים, את הביטחונות האלה ואני חושב שלהשוות את זה רק על תשואה זה לא מדויק וזה יכול להטעות. אני חושב שה-0.25 על כל השרירותיות שלו הוא הביא איזושהי אופטימיזציה שלנו בהסתכלות של מה הערך המוסף שכל השקעה מביאה ואחרי שהמערכת התקדמה, שאני חושב שהיא לא דומה לדעתי לאיפה שהייתה לפני כמה שנים, השאלה אם היא עד כדי כך לא תחרותית שלא יותר נכון להתחרות ולהסתכל על התשואות נטו, בין הגופים. אנחנו יודעים שאנחנו נמצאים בתחרות מאוד קשה על

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

התשובות ויכול להיות שהדבר הזה יחד עם שקיפות גדולה יותר על ביצועי ההשקעות הלא סחירות יכול לספק. אני חושב שבהכללה של מחיר אחיד זה יהפוך לפוקוס המרכזי בבחירת המנהלים כי זאת תהיה האינרציה של החיים. הועדה מעלה שאלה האם המוסדיים מגיעים באמת לקרנות הטובות בעולם, ויש גם קרנות מצטיינות שלוקחות דמי ניהול על הגישה שהן מביאות למנהלים טובים, ואז נשאלת השאלה מי יסכים לבוא ולהתפשר על דמי ניהול בשביל המוסדיים הישראלים? ויכול להיות שלא נגיע לקרנות האופטימליות שאנחנו כן רוצים להגיע אליהן.

נקודה נוספת חשוב לי רגע להתחבר לדברים שאמיר אמר לגבי פרמיית הניזילות והניוד, וברשותכם לא רק בקטע של קרנות ההשקעה אלא זה מייצר פה איזושהו מתח מובנה בניהול השקעות שהוא קצת יותר רחב – בין איסוף הפרמיה ארוכת הטווח הלא סחירה לבין הניוד. אני חושב שאנחנו לא התמודדנו עדיין עם משבר גדול בתקופה של ניוד והדבר הזה, כשאני ניהלתי את העמיתים והסתכלתי על התיק הזה בתקופת הקורונה, הנושא של ניוד מסיבי היווה חשש גדול בנוד. אני מתכוון לניוד בין תיק כללי לבין מסלול אג'י' ולא דווקא העברה בין גופים. גם אנחנו מאפשרים היום לחוסכים לנייד בצורה מיידית את רמת הסיכון שלהם. זה דבר טוב ברמת הפרט אבל כמערכת זה מעלה שאלות כי נניח שאנחנו אחרי ירידה של 30% ב-S&P במרץ 2020, ופתאום 10% מהאוכלוסייה מנהלת למסלול מק"ם שזה טוב לפרט וזכותו לנייד את הסיכון אך זה יוצר מתח מול תיק שיש בו נכסים לא סחירים, זה יכול ליצור עיוותים, גם עיוותי שערך וגם כמערכת על היציבות שלה.

**אמיר ברנע**

אז אתה בעד ליצור תקופת זמן להודעה מראש?

**ארז מגדלי**

אני חושב שיכול להיות שצריך לפחות על חלק מהסכומים ליצר איזושהו מנגנון יותר הדרגתי שגם אנחנו כגופים, נוכל לתכנן יותר טוב את איך אנחנו מנהלים את סיכון הניזילות בתרחישי סטרס. אני חושב שב-2020 אם זה היה ממשיך עוד מספר חודשים של ירידות כל כך חדות, זה היה יכול ליצור פניקה של המונים וזה היה יכול ליצור אתגר של ניוד בהיקפים גבוהים.

**שלומי שוב**

זה נשמע לא טוב שהמדינה תעצור את הניודים בתקופות משבר...

**ארז מגדלי**

כן זאת בעיה שאני מבין אותה. ייתכן וצריך לחשוב על פתרונות של ניוד חלקי או מדורג.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אייל אליה

אני רוצה להוסיף משהו בנושא של עמלות סוכנים. עמלות סוכנים במקרה הזה מאוד בעייתי בגלל שהעמלה היא עמלה קבועה ולא משתנה. אם אתה רוצה להעביר לקוח למסלולים של תשואה נמוכה, אתה גם לא יכול להוריד להם דמי ניהול. גם הסוכן שאמור להיות אובייקטיבי באותו רגע מול הלקוח נמצא בבעיה כי דמי הניהול של הלקוח יישארו אותו דבר. גם אם רוצים לתכנן ללקוח תיק של כספים לטווח קצר, בינוני וארוך הסוכן לא יכול במסלולים שונים לקבל עמלות שונות. אולי כדאי ללכת למקומות של מינימום ומקסימום כדי ללכת ליעוץ שיהיה 100% אובייקטיבי ללקוח במקום הזה.

### אמיר ברנע

יש לי שאלה, אנחנו דיברנו פה על השקעות סחירות בקופות גמל, בקרנות שמנהלות קופות גמל, פנסיה, חיסכון לטווח ארוך. האם אתם חושבים שזה מצב רצוי שהקרנות האלה הן לא משקיעות פסיביות מנקודת ראות של ממשל תאגידי אלא יהפכו להיות חלק מקבוצת שליטה? האם זה רצוי שקרנות חיסכון לטווח ארוך יקבלו פוזיציה שהן חלק מקבוצת הניהול?

### ענת לוי

אבל אמיר זה משתנה. אצלנו למשל פיתחנו פלטפורמה תיפעולית בקרנות הפסיביות המאפשרת ללקוח הסופי (המוסדי הפסיבי) להצביע.

### אמיר ברנע

אז את אומרת שהמעורבות של הקרן היא רק באסיפות כלליות וכאלה?

### ענת לוי

בדיוק. היום בעולם הקרנות הפסיבי, עוד פעם עדיין לא בישראל אבל בעולם, מאפשרים ללקוח המוסדי הגדול, להיכנס לפי האחזקות שלו בקרן, ולהצביע.

### שלומי שוב

לפי מה שאת אומרת יש מעין הרמת מסך בפסיבי.

### רון מרגוליס

אני אשמח להתייחס, יש לי גישה קצת שונה מחלק ממה שהוצג כאן. קודם כל בנושא החשוב של פסיבי מול אקטיבי, היה מחקר שעשתה הועדה, גם מה שהציג פה פרופסור לאוטרבך אבל יש עוד הרבה מחקרים מרחבי העולם. יש למשל את הדוחות של SPIVA, שמסתכלים על עשרות אלפי קרנות מנוהלות בארה"ב, אירופה, קנדה, אוסטרליה. הן מנייית והן השוואה נכונה של תפוחים מול תפוחים

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

(small cap מול small cap למשל), הן בחלק האג"חי וכן הלאה. הנתונים שם הם מאוד ברורים, יש גם בטווחים יחסית קצרים, עד חמש שנים, כ-70% (אני מדבר רק על החלקים הסחירים) מהקרנות מפגרות אחרי המדדים, אחרי מדדי הייחוס שלהן וזה עקבי לאורך עשורים. אם אנחנו לוקחים תקופות ארוכות יותר – 10,15,20 שנה ומתייחסים גם להטיית השרידות שזה אומר להכליל את הקרנות שפתאום נעלמו להן (נסגרו או מוזגו לקרנות אחרות), הנתונים מראים כבר 90 ומשהו אחוזים מהקרנות שמפגרות אחרי המדדים בצורה שהיא מאוד מובהקת סטטיסטית. הן לא מצליחות לשמור על הובלה, והנתונים מראים גם אפס קורלציה בין תשואות העבר לתשואות העתיד. לפחות בהיבט הסחיר של התיק, יש יתרון מאוד ברור ללכת על מסלולים פסיביים גם בפלח המנייתי וגם בפלח האג"חי כי בהקשר הזה הנתונים מאוד מאוד ברורים. אז איפה בנושא הזה הרגולטור צריך להתערב לטעמי, אפשר להציע מגוון רחב של מסלולים חופשיים. אבל, אם אנחנו מסתכלים על קרנות הפנסיה וזה החיסכון המרכזי של העמיתים, יש הגיון לקחת מסלול ברירת מחדל שיהיה ברובו פסיבי, גם בחלק המנייתי וגם בחלק הסולידי עם איזשהן מדרגות של הפחתת החשיפה המנייתית. שם לדעתי זה המקום המרכזי שהרגולטור כן צריך להתערב כי רוב הציבור לוקח את הדוחות של הפנסיה וזורק לפח או אפילו לא מסתכל על זה.

### אמיר ברנע

אבל אתה קיים לבוא ולהגיד להם, אתה בא ומסביר להם. יש מתווכים, יש יועצים, אז למה צריך את הרגולטור שיעשה את זה?

### רון מרגוליס

אז לצורך העניין אם אתה מסתכל נגיד על סוכנים פנסיונים, אני דיברתי עם עשרות והרוב המוחלט לא מבינים כמעט כלום בעולם ההשקעות.

### אמיר ברנע

אז רק אתה מבין בעולם הזה?

### רון מרגוליס

זה לא שרק אני מבין בעולם הזה. יש נתונים מאוד ברורים.

### ענת לוי

בישראל יש בעיה של אוריינות פיננסית נקודה ואי אפשר להתעלם מזה.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

אי אפשר להתעלם מזה. יש הבדל בין מי שבא אקטיבית להשקיע לבין פנסייה פסיבית - באמת הבעיות של חינוך פיננסי הן לא פשוטות כאן.

### רונן מרגוליס

ויש עשרות מחקרים תומכים אז לטעמי ההסטה של ברירת המחדל לפסיבי או לפחות ברובו שיהיה פסיבי זה יעשה רק טוב לחוסכים. עכשיו אם אנחנו גם הולכים לכיוון הזה, אז תהיה השוואה יותר אמיתית בין הגופים. אני לא חושב שיש הבדל מהותי בין מנהלי השקעות בישראל לעמיתים שלהם האמריקאים והאירופאים, לאורך זמן, אם לוקחים גם בחשבון הטיית שרידות ואת כל הקרנות שלא קיימות יותר, לאורך זמן, רוב הסיכויים לפגר אחרי תשואות המדדים. גם אגב הסתכלות של עשור היא לא תמיד מספיקה. אז למה לא ללכת עם מה שכבר מוכח אמפירית בצורה מובהקת? אחוז הקרנות שמצליחות להכות את המדדים לאורך זמן הוא פשוט מזערי. אז מבחינת ההיבט הזה אני חושב שזה רצוי מאוד וככה ההשוואה בין הקרנות, לא תהיה על תשואות העבר. בחירה בין גופים על בסיס תשואות העבר זה כמעט כמו לבחור גוף מנהל על בסיס צבע הלוגו שלו. התוצאות הן רנדומליות לחלוטין, ההתפלגות מתשואות העבר לתשואות העתיד. עדיף שההשוואה תהיה על דמי ניהול, ששם הם יתחרו על החוסכים, דמי ניהול ואיכות השירות אלו הם המדדים החשובים לחוסכים. לגבי השקעות לא סחירות, אני לא אומר שאין בהם צורך, זה יכול לתרום לשיפור התשואות והקטנת הסיכון. יש מחקרים שמראים שבעשור האחרון הייתה פגיעה בתשואות של החוסכים בהשקעות לא סחירות, אם הייתה איזושהי פרמיה היא הצטמצמה, אני לא אומר שצריך לוותר על זה, אבל רוב מנהלי ההשקעות יסכימו שהפלה הלא סחיר צריך להשתלב עם הפלה הסחיר, ובהקצאה לא גבוהה מדי לפלה הלא סחיר. אז אם עושים שילוב כזה הפלה הסחיר יהיה פאסיבי והפלה הלא סחיר לבחירת המנהל. בקרנות הלא סחירות אמנם יש קצת יותר עקביות, זה לא רנדומלי לחלוטין כמו בקרנות הפאסיביות על המוצרים הסחירים, אבל עדיין גם מי שהיה ברבעון העליון, הסיכוי שלו להישאר שם הוא קצת יותר מרבע אבל הוא לא מאוד גבוה. ככה שבהיבט הזה אין שינוי מהותי מקרנות מנוהלות על מוצרים סחירים.

### אמיר ברנע

אתה לא מוטרד מזה באמת שהשקעה פאסיבית, דומיננטית נניח בשוק ההון הישראלי, שבה מה שיקבע את השווי של החברה היא האם היא חלק מהמדד או לא? האם אתה לא מוטרד מהשאלה הזו? מי יהיה זה שיקבע שערים כלכליים למניות של חברות כאשר ההשקעה היא אוטומטית פאסיבית? אני רוצה להעיר את תשומת ליבך שיש טענה שאומרת שאפילו שער החליפין מושפע ממדיניות כיסוי מטבעית של קרנות בחוץ לארץ? שער החליפין משתנה לא על נתוני מאקרו של מדינת ישראל, ואתה



## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

בא ואומר תן לי כסף שינוהל פאסיבי והם יקנו מדדים בפרופורציות קבועות מבלי להסתכל ומבלי לעשות אנליזה?

### רונן מרגוליס

בדעה שלי זה לא צריך להסתכם רק בשוק המקומי, ורצוי לעשות כמה שיותר פיזור רחב, אבל לא לקחת את כל השני טריליון שקלים של הפנסיות ולשים על מדד תל אביב 35. עלתה גם שאלה איזה מדד לקחת בחשבון, בראייה שלי יש לקחת מדד גלובלי רחב, אך ניתן לתת חופש לגופים להציג את המדדים שלהם. גם פה יש מחקרים שמראים שלפעמים השוק האמריקאי מוביל ולפעמים מפגר. מחקר שבחן נתונים מאז שנות ה-70 הראה שאם לוקחים את המדד הגלובלי אז התשואות זהות לשוק האמריקאי אך בתנודתיות מופחתת.

### אילן גילדין

אני רוצה לברך את רשות שוק ההון שיצאה לדרך הזו ואני חושב שחלק מההערות אינן הוגנות. יש שלושה מדדים המקובלים בספרות למדידת השקעות לא סחירות, כאשר לכולם יש חסרונות ויתרונות, גם אם היו עורכים את המחקר מדד כזה או אחר היו טענות לבעיות. מכאן שלא חושב שהעובדה שהחוקרים בחרו לעבוד עפ"י מדד מסוים מורידה ממצאי המחקר. כמו כן לדעתי במידה מסוימת רגולציה מכוונת לאמצע הספקטרום ופחות לקצוות. אני חושב שרגולציה צריכה להסתכל על הממוצע ולא על גופים שחלקם יכולים להיות טובים יותר אך חלקם טובים פחות. אני חושב וגם רואה שקיפות מלאה ללקוח כערך, וכן כמה שיותר מסלולים פאסיביים מלאים בשוק הסחיר. כמו כן חשוב לציין כי המחקר נעשה על שלושה עשורים אחרונים שפעלו בסביבת מאקרו מאוד מסוימת, שבהחלט ייתכן ומשתנה כיום.

### שלומי שוב

אתה לא מוטרד כרשות ניירות ערך ממעבר מפאסיבי בהיבט של יעילות שוק ההון?

### אילן גילדין

ראשית אנו מכירים בחשיבות השוק הפרטי, יש 300 מיליון חברות בעולם ורק K30 חברות נסחרות. בנוגע לפאסיבי מול אקטיבי, אני כן חושב שחלק מהכסף שהגיע לפאסיבי בהגדרה לא הגיע לארץ, הוא הגיע לשווקים הלא הישראליים. אנחנו מנסים כמה שיותר לעודד סחירות בשוק הישראלי. השוק הישראלי כן השתפר בהיבטים מסוימים, כאשר עיקר השיפור היה בהיקף ולא בעומק, למרות שיש שיפור גם בעומק. אנחנו מנסים להוביל תוכניות שיוכלו להכיל את הגידול של הגופים המוסדיים, בהינתן זה שאנחנו מודעים לכך שיותר מ-50% מהצבירות נטו צפויות לצאת החוצה.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### משה קאשי

אני אתחיל במשהו שאולי תאהבו לשמוע, קרנות השקעה זה כלי מצוין וההוא יכול לתרום לצבירה. השאלה היא האם אכן הגופים הללו עושים שימוש נכון בכלי הזה? כשאנו מסתכלים על הנתונים זה לא קורה בפועל. אנו רואים פיזור רב במספר רב של קרנות שאין באמת בחירה של המנהלים הנכונים. אם נבדוק את המתאם בין פיזור ששל קרנות ההשקעה לבין הפיזור ה-מנייתי אנו נראה שגופים שיותר מפוזרים במנייתי, יש להם אותו פיזור בקרנות הללו. אני לוקח את הנתונים מדוח נכס בודק של הגופים המוסדיים. דבר שני, בוועדות ההשקעה אין מתודולוגיה סדורה להשקעה בקרנות האלה, ואין מתודולוגיה סדירה לבחינת הביצועים. הגופים המוסדיים לא עושים שימוש מושכל בכלי הזה משתי סיבות: אחת, אף אחד לא רואה את העלות כי הוא מגלגל אותה על הצרכן, והצרכן לא רואה אותה כי היא לא שקופה. הפתרון הוא פשוט, אנו יוצאים מנקודת הנחה שהשוק הוא תחרותי וצריך להציג לצרכן שני מספרים: אחד כמה הוא משלם, שנית כמה הוא מקבל - תשואה מול דמי ניהול. בשוק תחרותי לא יכול להיות שיעור ארביטראז, גם מה שאמרו פה שאם מעבירים את זה לקרן סחירה אז כביכול המחיר הזה נעלם, אז המחיר הזה אמנם יורד מדני הניהול אבל לא נעלם – הוא מקבל ביטוי בתשואה דרך הוצאות הנהלה וכלליות. כשאתה הולך לקנות אוטו אתה בודק מה אתה מקבל ואתה בודק מה אתה משלם.

### אמיר ברנע

סליחה אני לא מבין התשואה משקללת את העלות. אני מקבל תשואה אחרי דמי ניהול.

### משה קאשי

אבל אני רוצה לדעת כמה אני משלם, מה הבעיה שיהיו שני מספרים? נכון להיום ישנם שלושה מספרים.

### אמיר ברנע

אני מנסה להבין את דבריך. האם משקיע במניית בנק לאומי בוחן את הרווח או מה אחוז ההוצאה הכללית?

### משה קאשי

ההצעה שאתה מעלה פה שנציג לצרכן רק תשואת עבר זה לא הגיוני. בשביל שיהיה שוק שהצרכן יוכל לבחור איזה קרן הוא צריך לדעת כמה הוא משלם ולבדוק גם את הביצועים. דבר שני, לגבי הארביטראז, אם יהיו שני מספרים דמי ניהול ותשואה, ברגע שישנו את המבנה התאגידי מקרן השקעות לחברה סחירה, זה אמנם ירד מדמי ניהול, אך אנו נראה את זה בתשואה.

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### גיא רוטקופף

אני רוצה להגיד קצת על התהליך ועל חלק מהדברים שקרו פה. לפעמים אני קם בבוקר ואני מאוד עצבני ולא יודע למה. אני בודק את עצמי כל היום ומגלה שאין לי באמת סיבה להיות עצבני ואז אומר לעצמי שהיה לי יום טוב. משנו פה קם מאוד עצבני יום אחד, ואמר שחברות הביטוח עושות משהו לא בסדר וגם המוסדיים כי הם לוקחים דמי ניהול כפולים. לא מדובר בדמי ניהול כפולים כי אנו לא לוקחים את זה לכיס ואנו לא נהנים מזה בעצמינו, אלא עושים את זה כדי למקסם תשואה לעמיתים. באים אלינו כי התשואות שלנו טובות יותר ולא בגלל הלוגו. ואז אמרנו מי אשם? מה שלא בסדר זה הקומבינה, בגלל חוק שכר בכירים הם התחילו להוציא אנשים החוצה וככה לדאוג לבכירים. ואז התברר שזה לא הסיבה. ואז אמרו שאין תשואות עודפות, ואז ראו שהתשואות הן כן עודפות. כלומר, הכסף חוזר השאלה כמה מעל חוזר? חלק חוזר יותר וחלק פחות. זה מזכיר לי שרצו להשאיר את הגז באדמה. אחר כך באו ואמרו אז מה לא בסדר? כל האנשים שיושבים פה בשולחן יש להם מניעים טובים. אם מה שהגענו זה מה שנכון זה שקיפות, אז בוא נעשה שקיפות. אבל אנחנו הולכים לעשות פה שינוי מאוד מהותי שאנו לא יודעים כיצד ישפיע וגם לא יודעים מה יבחר הלקוח? אנו צריכים לדאוג שייגידו אנשים הוגנים מה שהם חושבים שנכון. אני לא יודע מה יקרה מההתערבות הזו. אני בכלל לא זוכר למה ההתערבות התחילה כי אני מקבל כסף ומחזיר אותו. יכול להיות שתהיה בסוף הסטה ל-S&P כי אני פוחד. ולכן אני באמת חושש וחושב שכשאנו לא יודעים מה הדבר שחייבים לעשות אז אולי לא חייבים לעשות. אז אולי גם אנו צריכים להגיע למסקנה שבסיטואציה הזו לא מצאנו הרה אשמים, וסך הכל ניהלו את הכסף בצורה תקינה. ואולי צריך לעשות שינוי של שקיפות, אבל לא צריך להפוך את העולם כי אני לא בטוח אם התוצאה תהיה טובה.

### משה ברקת

מדובר בדיון שלישי שאנו עושים בתקופה קצרה על נושאים משולחנה של רשות שוק ההון. אני מאוד אוהב לבוא לכאן ולשמע כיוון שגם אם אנו שומעים את השוק כל הזמן, עדיין יש בפורום הזה דוברים שמחדדים נקודות מסוימות באופן מרענן.

הדבר הכי חשוב שלקחתי מפה בכלל לא קשור להוצאות הישירות. זו נקודה שהיא כן קשורה לבעיה שהטרידה אותי בהתחלה. אנחנו חווים את הבעיה של הניוד ביותר ממקום אחד, וזה נושא שנצטרך להידרש אליו. ממש בתחילת הדרך עשיתי זאת ואנחנו חייבים לעשות כל הזמן צעדים להגברת התחרות בתחום הניוד, אבל אנחנו צריכים להבין את המשמעויות. כאשר התיק הלא סחיר גדל, ישנן משמעויות. אנחנו בסיטואציות מסוימות ראינו את ההשפעות של הדברים האלו וזו סוגיה אף גדולה יותר מההוצאות הישירות. הסוגיה של השקעה פאסיבית ואקטיבית, גם אם כל התיק היה סחיר, זה בכלל לא עניין של הוצאות ישירות, אלא זה כבר עניין של איך לנהל השקעות. הוצאות ישירות זו סוגיה קיימת שצריך להתייחס אליה. בסופו של דבר, כמו שהצרפתיים אומרים, אין דבר שמחדד את הראש יותר מהגיליוטינה. לטוב ולרע אנחנו לוקחים אחריות ואנחנו נצטרך לעשות את ההחלטות הללו. אני

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אומר לטוב ולרע, כי בדרך כלל זוכרים לך את הרע פי כמה יותר מאשר הדברים הטובים. כשזה בא למבחן היישומי, אז צריך לראות מה עושים כאן, ואהבתי מאוד את השקף של פרופסור לאוטרבך, משום שזה מסמן אצלי את ההליכה מהתאוריות להתקרבות ולדיבור על מה שאנו הולכים לעשות פה. אז קודם כל הפרגמטיות בנושא של הוצאות ישירות חייבת לשרור, ואני לוקח משהו גדול ממה שאמרת קודם. יש לנו באמת בסופו של דבר תעשייה שהצביעה על כך שהיא יודעת לעבוד והיא אחראית. בואו נודה בזה קודם כל. לא שזה אומר שהכול בסדר ומושלם, אבל אנו יוצאים מנקודת מוצא שהיינו יכולים להיות במקום אחר לגמרי, ואם יש לנו בעיה עם ההוצאות הישירות, אני חושב שזה צרות טובות בסך הכול, ואנחנו צריכים להתמודד עם זה.

הדבר השני ואני אומר את זה בכוונה משום שזה רלוונטי ליישום של הוצאות ישירות, אנו צריכים להיזהר מאוד לא לתקן משהו שהוא לא מקולקל. זה משהו מאוד חשוב, זה אמירה שאני חושב שגם אם מסתכלים על דמי הניהול ואיפה המערכת נמצאת בהשוואה עולמית, צריך להיזהר שאנו לא שוברים את הדבר הטוב במסגרת אימוץ הדברים. לכן כשאני מתייחס לאמירה של הצעיה מסלולים שהם פאסיביים ומבוססי ביצועים זה "נחמד שיש", אין לי בעיה. אני חושב שאנו רוצים ללכת למקומות האלה. השאלה היא לא באמת פאסיבי מול אקטיבי, אלא השאלה היא עם הוצאות ישירות ובלי, מעבר לפאסיבי אקטיבי. אנו רוצים להגיד לציבור - תשמעו יש מסלולים בלי הוצאות ישירות. יכול להיות שיש לזה מחיר בתשואה, אבל יש לכם זכות בחירה. לכן נציע את הדברים והציבור יבחר ברגליים. אני חושב שיש מרחק בין התפיסה שלי, הלא פטרנליסטית, לבין המציאות בשטח. אני חושב שהציבור הישראלי הוא מתוחכם, מצד שני אין לו באמת זמן להסתכל בבורסה. לכן יש אנשי מקצוע שעושים את העבודה הזו. אני חושב שההסתכלות על "הכל כלול" טומנת בחובה סכנה כמו שאמיר ציין. אם אנו דרך הכל כלול מגיעים לתוצאה שבה בעצם אחרי שהמחיר נסגר, אין לך שום תמריץ להשקיע בהשקעות האלה שמניבות תשואות עודפות רק בגלל שאתה משלם מכיסך, אז יש בעיה וצריך להבין איך מביאים תמריצים שהאופטימיזציה היא לא מינימיזציה של עלויות אלא מקסימיזציה של תשואה נטו. ברגע שמסתכלים כך על המטרה, זה הדבר שצריך להנחות אותנו.

גם לגבי דמי ניהול משתנים אני חושב שהגישה התאורטית היא נכונה. אבל, גישה זו חיה בעולם אחר של תחרות. וגם בהתייחס למה שהוזכר לגבי תחרות, בואו נבין איזו תחרות מתקיימת בעולם המוסדי. זו תחרות על תשואה יחסית ולא אבסולוטית, כלומר, אני מתחרה עם האחרים בשוק באופן יחסי. זה לא לטובת החוסך. לכן אנו רוצים שבסופו של דבר ננתב את הדברים לתשואה אבסולוטית ולא יחסית. זה מתקיים במודלים שיש בעולם שהם לא ביחס למדד היחסי. התפיסה הכללית לגבי אימוץ ההמלצות היא כזו שאנו מנסים לראות מה פרגמטי ומה לא: יש חוזים קיימים, יש הסדרים קיימים. אנו לא רוצים שאנשים יאבדו הנחות שכבר קיבלו, אנו לא רוצים להביא למצב שגילום של הוצאות ישירות יביא לכך שכל הרמה של דמי הניהול פתאום תתקבע בשיווי משקל גבוה יותר, והתוצאה של הדברים מכיוון שאין תמריץ, היא שנגיע לדמי ניהול גבוהים יותר עם תוצאות טובות פחות. זה לא רצוי וזו לא הדרך שנאמץ. הסכנות האלה קיימות, אני חושב שהרבה מכם חידדו הרבה מאוד דברים

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שחשובים לנו, אנו נציג את הדברים גם לוועדת כספים והלאה, נציג את המתווה, נקבל ביקורות, וננסה להגיע לתוצאה הטובה ביותר לחוסכים.

### שלומי שוב

אני מבין ממך משה, שזה לא דווקא שההמלצות כמו שהם עכשיו יגיעו.

### משה ברקת

ברמה העקרונית, אנחנו לגמרי חושבים שההמלצות של הוועדה הן בכיוון הנכון. איפה שיש בעיות של יישומיות שם נצטרך לתת את הדעת, ולכוון את המודל בהתאם.

### שלומי שוב

שהיישום כמו שאמרנו הוא מאוד משמעותי פה, הוא יכול לשנות את התוצאה מקצה לקצה.

### משה ברקת

לאו דווקא. הנושא של השקיפות הרבה פעמים פותר בעיות. גם בשקף שהראה פרופסור בני לאוטרבך הייתה הצעה שיגידו מראש מה הרמה הצפויה של הוצאות ישירות, ואני חושב שזה פתרון שגם מופיע בדוח הוועדה כפתרון אפשרי וזהו פתרון ישים.

### אמיר ברנע

משה כבר סיכם את הדברים ואין לי מה להוסיף. הוצגו שאלות פתוחות. למשל האם נחוצה הרפורמה שמציעה הוועדה? הרי אפשר לטעון שהמצב הנוכחי הוא סביר ולמה לתקן או לשבור כלי שמתפקד. בסך הכל הכלים הקיימים נובעים ממצואות מסוימת וזה לא שנקבעו בצורה שרירותית. בסך הכל למדנו את דוח הוועדה שבאמת נעשה בצורה מקצועית, ואני מאוד מצטער שיושב ראש הוועדה לא ראה לנכון לבוא ולהציג את הדוח. אני רואה בזה טעם לפגם שכאילו ברגע שכתב את הדוח והגיש למשה הוא פטור מלהסביר את השיקולים של הוועדה. אמנם היו פה הדים לשיקולים האלה אבל זה מתפקידו. סך הכל היה דיון מעניין, ואני מקווה משה שבהליך היישום שים לב, הליך היישום תיקח בחשבון את ההערות שהוזכרו שאינן נובעות בהכרח מפוזיציות אלא מטרתן לשכלל ולשפר את שוק החיסכון לטווח ארוך לטובת העמיתים והמשק.

### שלומי שוב

הסיכום שלי הוא שאני חושב שיש דברים שאנו כאן די בהסכמה גורפת לגביהם וזה באמת הנושא של שיפור השקיפות שהיא תמיד בסיס נכון ובריא לתחרות. גם אם עוברים מהמודל הנוכחי והשרירותי של 0.25, יתכן והפתרון נעוץ בלאפשר מספיק חלופות לעמית מתוך תפיסה שבאמת הוא יודע מה הוא עושה ולתת לו חלופות כאלה שמאפשרות לו גם על בסיס ביצועי העבר לבדוק במה רוצה להשקיע. אני

## פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לא חושב שזה דבר רע, יתכן והפתרון זה לקחת את ההמלצות לכיוון של שקיפות ושל חלופות ולא דווקא להוביל את זה למצב של רק כיוון אחד שהוא המכנה המשותף הנמוך ביותר.

### על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, 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 וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה 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](http://www.fvf.org.il)