

פרק ה'

המשקיעים המוסדיים

בשנת 2004 נשמרה היציבות בחלקם של חסכונות הציבור באמצעות המשקיעים המוסדיים¹ בתיק הנכסים של הציבור, וחלק זה עמד בסוף 2004 על 37 אחוזים (לוח ה"1). יתרת נכסיהם של המשקיעים המוסדיים גדלה השנה – המשך למגמה של השנים האחרונות (למעט שנת 2002) – והסתכמה בסוף 2004 בכ-559 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-505 מיליארדים אשתקד. עיקר הגידול היה בקרנות הנאמנות, ובמידה פחותה יותר – בשאר המשקיעים המוסדיים.

השנה, לראשונה מזה עשור שנים, נרשמה צבירה חיובית בקופות הגמל. לשינוי זה שלוש סיבות עיקריות: (א) שיקולי מיסוי – הרווחים על הפקדות ישנות בקופות הגמל ממשיכים להיות פטורים ממס, בעוד שאפיקי ההשקעה החלופיים חייבים במס; (ב) שיפור המצב הכלכלי, שבעקבותיו הציבור נזקק פחות למשיכת כספים לצריכה שוטפת; (ג) צפי להמשך השיפור בביצועי הקופות.

בקרנות הנאמנות נמשכה הצבירה החיובית – אף כי סכום הצבירה השנה היה נמוך מאשר אשתקד – בעיקר בקרנות המתמחות בהשקעה באג"ח ובאלה המתמחות בהשקעה באג"ח מדינה. שינוי זה הוא חלק מהתאמת תיק הנכסים של הציבור: בתקופה של ריביות נמוכות על פיקדונות בנקאיים הציבור תר אחר חלופות השקעה סולידיות. גם בקרנות ההשתלמות ובקרנות הפנסיה לעמיתים חדשים נרשמה צבירה חיובית.

בשנת 2004 ניתבו קרנות הנאמנות את השקעותיהם בעיקר לאפיק המנייתי ולנכסים צמודים למדד, בייחוד על חשבון השקעותיהן באפיק השקלי הלא צמוד – דבר שהגדיל את סחירותו של תיק נכסיהן. שינוי זה הוא, בין היתר, תוצאה התשואה הנמוכה שהייתה צפויה בנכסים השקליים עקב מיצוי תהליך ההפחתה של ריבית בנק ישראל וביטול עדיפות המיסוי שהייתה עד שנת 2003 לחלק מהנכסים השקליים (מק"ם וחלק מהאג"ח הממשלתיים). שאר המשקיעים המוסדיים² בחרו השנה להגדיל את השקעותיהם באג"ח קונצרניות, מניות ונכסים בחו"ל בעיקר על חשבון השקעותיהם בפיקדונות שקליים. הרקע לשינוי זה היה ירידת שיעורי הריבית במשק וחיפוש אפיקי השקעה אלטרנטיביים שיניבו תשואה גבוהה יותר, התבססותה של האינפלציה הצפויה סמוך למרכז תחום יעד יציבות המחירים, יציבות יחסית של שער השקל מול הדולר, גידול ההנפקות של המגזר הפרטי ועלויות שערים בשוק המניות בתחילת השנה ובסופה. להסטת מקורות מהבנקים לשוק ההון תרמו גם הרפורמה במס, הרפורמה בפנסיה והקשחת מדיניות הבנקים במתן אשראי, והדבר התבטא, בין השאר, בגידול ההשקעה באג"ח קונצרניות.

1 קרנות הנאמנות, קופות הגמל והפיצויים, קרנות ההשתלמות, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח.

2 קופות הגמל והפיצויים, קרנות ההשתלמות, קרנות הפנסיה וחברות הביטוח.

בנק ישראל, המחלקה המוניטרית, דין וחשבון 2004

ההכרה של החוסכים, בשנים האחרונות, בעדיפות הביצועים של קופות הגמל הפרטיות על ביצועי הקופות המנוהלות על ידי הבנקים התבטאה השנה בהאצה חדה בהעברת כספים של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות מהבנקים לגופים פרטיים. תהליך גידול חלקם של הנכסים המנוהלים בידי חברות פרטיות הקיף השנה גם את קרנות הנאמנות. אף שהמלצות ועדת בכר טרם יושמו, נראה שעצם פרסומן וההתעסקות הציבורית בנושא הגדילו את מודעות החוסכים ליעילותם היחסית של הגופים הפרטיים.

בשנת 2004 קודמו מספר רפורמות בתחום המשקיעים המוסדיים; המרכזית והחשובה שבהן היא הרפורמה בשוק ההון (דוח ועדת בכר) ובלבדה ההמלצה להפרדת הבעלות והניהול של קופות הגמל, קרנות הנאמנות וחברות החיתום מהבנקים.

לוח ה'1

המשקיעים המוסדיים - התפתחויות עיקריות, 2001 עד 2004

השנה	קרנות הנאמנות	קופות התגמולים והפיצויים	קרנות ההשתלמות	קרנות הפנסיה		התכניות לביטוח חיים ¹		סך הכול
				ותיקות	חדשות	מבטיחות תשואה	משתתפות ברווחים	
יתרת הנכסים ² (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)								
2001	63.0	123.8	48.0	109.4	10.6	40.5	33.5	430.5
2002	45.8	119.8	47.0	119.7	14.4	43.4	38.2	429.5
2003	83.2	134.7	54.7	120.6	19.0	42.6	49.8	504.6
2004	101.1	145.7	61.7	124.5	23.8	43.6	58.2	558.6
אחוזים מסך החיסכון המוסדי ³								
2001	14.7	28.8	11.1	25.4	2.5	9.4	7.8	100.0
2002	10.7	27.9	10.9	27.9	3.4	10.1	8.9	100.0
2003	16.5	26.7	10.8	23.9	3.8	8.4	9.9	100.0
2004	18.1	26.1	11.0	22.3	4.3	7.8	10.4	100.0
אחוזים מסך כל תיק הנכסים של הציבור								
2001	5.3	10.3	4.0	9.1	0.9	3.4	2.8	35.8
2002	3.8	9.8	3.9	9.8	1.2	3.6	3.1	35.2
2003	6.1	9.9	4.0	8.8	1.4	3.1	3.6	36.9
2004	6.7	9.6	4.1	8.2	1.6	2.9	3.8	36.9
הצבירה נטו (מיליארדי ש"ח, מחירים שוטפים)								
2001	15.4	-4.1	2.6	-2.9	2.6			13.6
2002	-14.9	-3.0	-0.7	-3.2	3.1			-18.7
2003	30.7	-2.8	0.9	-4.3	3.5			28.0
2004	13.9	1.3	2.7	-4.2	3.8			17.5
התשואה הריאלית (אחוזים) ⁴								
2001	3.8	6.4	6.9					
2002	-6.6	-6.9	-6.4					
2003	15.5	19.1	17.8					
2004	4.3	8.2	7.8					

- 1 יתרת הנכסים של התכניות לביטוח חיים אינה כוללת רכוש קבוע, סכומים לקבל והוצאות רכישה נדחות.
- 2 נכסי כל משקיע מוסדי, בניכוי השקעותיו בקרנות נאמנות.
- 3 כולל: קרנות נאמנות וקרנות השתלמות המוגדרות כחיסכון בעל טווח השקעה קצר עד בינוני, וקופות הגמל, קרנות פנסיה ותכניות לביטוח חיים המוגדרות כחיסכון מוסדי-חוזי בעל טווח השקעה ארוך.
- 4 התשואה הריאלית של קופות התגמולים והפיצויים אינה כוללת את התשואה הריאלית של קופה מרכזית לפיצויים ששיעוריה היו: 6.7 אחוזים בשנת 2001, -0.7 אחוזים בשנת 2002, 18.8 אחוזים בשנת 2003 ו-7.7 אחוזים בשנת 2004. המקור: דיווחי קרנות הנאמנות לבנק ישראל, ואגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר.

1. קרנות נאמנות

א. התפתחויות ושינויים עיקריים

בשנה הנסקרת עלה משקל נכסי הקרנות המנוהלות בידי חברות פרטיות בסך נכסיהן של הקרנות ל-14 אחוזים, לעומת 10 אחוזים בשנת 2003. עלייה זו מוסברת, בין היתר, בתשואות הגבוהות יחסית שהניבו הקרנות הפרטיות, אשר השפעתן על החוסכים גברה על רקע פרסום המלצות ועדת בכר וההתעסקות הציבורית בנושא. (ראו סעיף 5א'). גם הסכמי הפצה שנחתמו השנה בין הבנקים לחברות פרטיות לניהול קרנות נאמנות תרמו למעבר כספים לקרנות הפרטיות. עליית משקלם של נכסי הקרנות הפרטיות בסך נכסי הקרנות באה על חשבון חלקם של שלושת הקונצרנים הבנקאיים הגדולים, שפחת מ-79 אחוזים בסוף 2003 ל-76 אחוזים בסוף 2004. משקלן של קרנות הנאמנות המנוהלות על ידי הבנקים הקטנים נותר ללא שינוי זו השנה השנייה (10 אחוזים). עם זאת, ענף קרנות הנאמנות עדיין מאופיין בריכוזיות גבוהה. כך, למשל, 10 הקרנות הגדולות, המנהלות כ-22 אחוזים מסך נכסי הקרנות, הן בניהול שלושת הקונצרנים הבנקאיים הגדולים. מדד הריכוזיות – מדד HHI מנורמל³ – של ענף קרנות הנאמנות אמנם מצביע על ירידה קלה בריכוזיות בענף: הוא ירד בכנקודת אחוז בהשוואה לסוף שנת 2003 – משום שחלקן של החברות הפרטיות גדל על חשבון שלושת הקונצרנים הבנקאיים הגדולים – אך נותר גבוה.

ב. התפתחות הנכסים

יתרת הנכסים של קרנות הנאמנות גדלה מ-83 מיליארדי ש"ח בסוף 2003 לכ-101 מיליארדים בסוף שנת 2004 – שיא של כל הזמנים (לוח ה'-1). העלייה ביתרת הנכסים של הקרנות השנה ביטאה ברובה את הצבירה החיובית נטו (עודף הפקדות על משיכות) בהיקף של כ-14 מיליארדי ש"ח, ובחלקה האחר – את התשואה הריאלית של 4.3 אחוזים שהניבו נכסי הקרנות. הצבירה החיובית נטו בקרנות השנה הייתה המשך למגמה של השנים האחרונות, למעט שנת 2002, שבה המגמה התהפכה. סכום הצבירה השנה היה נמוך מאשר בשנת 2003, שבה הייתה צבירה גדולה במיוחד⁴, אך דומה לזה של שנים קודמות (לוח ה'-1). זרימת הכספים לקרנות הנאמנות בשנה הנסקרת לא הייתה אחידה: עיקר הצבירה החיובית התרכזה בקרנות המתמחות בהשקעה באיגרות חוב ובאלה המתמחות בהשקעה באיגרות חוב מדינה, ואילו בקרנות המתמחות בהשקעה במט"ח נרשמה צבירה שלילית (דיאגרמה ה'-1ב'). בקרנות המתמחות בהשקעה בנכסים שקליים לא-צמודים נרשמה צבירה נמוכה, יחסית לשנה הקודמת. לגידולה של סך היתרה בקרנות תרם גם גידול נכסיהן של הקרנות המתמחות במניות ושל אלו המתמחות בהשקעות בחו"ל; גידול זה שיקף ברובו את הצבירה החיובית בקרנות אלה. בהתפתחות הנכסים במהלך השנה ניכרו תנודות חדות (דיאגרמה ה'-2).

3 מדד הרפינדל-הירשמן, המודד את דרגת הריכוזיות, מחושב באמצעות סכימת הריבוע של שיעורי ההשתתפות של כל קבוצה בשוק קרנות הנאמנות, ומנורמל ביחס למדד ריכוזיות המייצג התפלגות אחידה. עלייה של המדד משמעותה גידול של הריכוזיות.

4 ראו הסקירה השנתית של המחלקה המוניטרית לשנת 2003.

ג. התפתחות הנכסים של קרנות הנאמנות לפי קבוצת התמחות

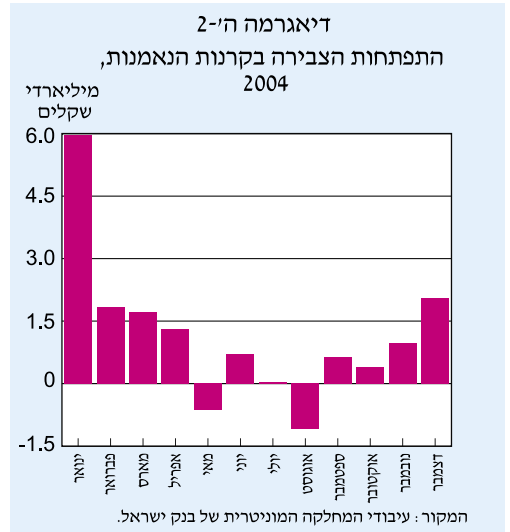
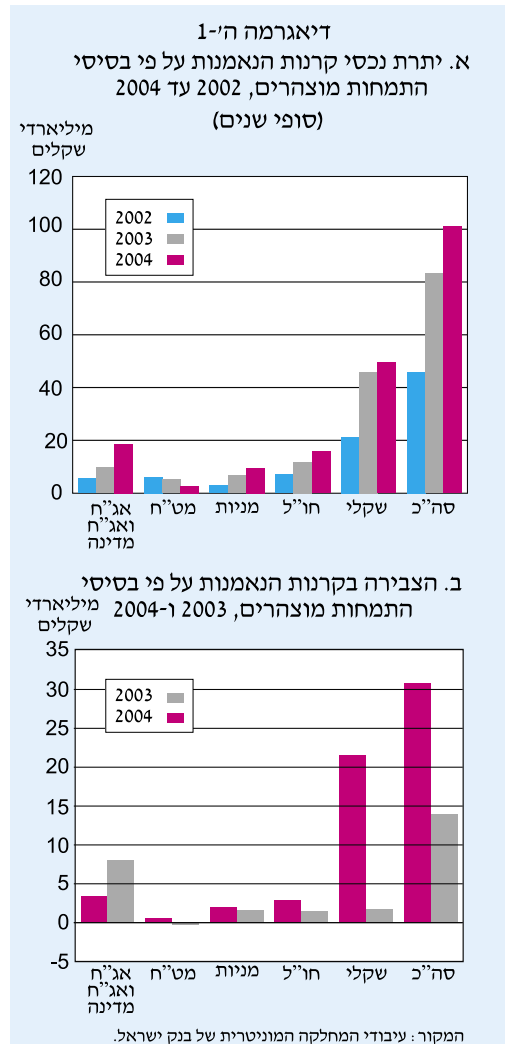
העלייה ביתרת נכסיהן של קרנות הנאמנות הקיפה בשנת 2004 את רוב קבוצות ההתמחות ושיקפה בעיקר את גידול הפעילות בקרנות ובחלקה את עליית התשואות.

יתרת נכסיהן של הקרנות המתמחות בהשקעה באג"ח ושל אלה המתמחות בהשקעה באג"ח מדינה עלתה השנה בשיעור ניכר והגיעה לכ-19 מיליארדי ש"ח, שהם כ-18 אחוזים מסך נכסי הקרנות (דיאגרמה ה'1א'). הסיבה לגידול החד של הפעילות בקרנות אלו, שהתבטא בצבירה של כ-8.0 מיליארדי ש"ח – חלק ניכר מסך הגיוסים נטו בכלל הקרנות – הוא שבתקופה של ריביות נמוכות על פיקדונות בנקאיים ומיצוי הרווחים באפיק השקלי הלא-צמוד, הציבור תר אחר חלופות השקעה סולידיות שיניבו תשואה גבוהה יותר. מלבד זאת, צמצום גיוס ההון הממשלתי בשוק המקומי ושיעורי הריבית הנמוכים יחסית הניעו את המשקיעים לחפש חלופות השקעה עם תשואה גבוהה יותר מזו של האג"ח הממשלתיות, ולכן הם הגדילו את השקעותיהם באג"ח קונצרניות, שהיצען גדל מאוד בשנה הנסקרת.

יתרת נכסיהן של קרנות הנאמנות המתמחות בנכסים שקליים, שהן חלק הארי של ענף קרנות הנאמנות, עלתה מעט ב-2004, והגיעה לכ-49.5 מיליארדי ש"ח, וזאת לאחר שהכפילה את עצמה בשנה הקודמת (דיאגרמה ה'1א'). בקרנות אלו נרשמה השנה צבירה של כ-1.7 מיליארדי ש"ח, לאחר צבירה מאסיבית של כ-21.5 מיליארדים ב-2003. עקב עלייה הדרגתית בציפיות לאינפלציה לשנה בחמשת החודשים הראשונים של השנה, שהביאה לתשואות שליליות על החזקת נכסים שקליים לא צמודים סחירים, נרשמו בקרנות אלו בתקופה זו, פדיונות נטו של כ-3 מיליארדי ש"ח, אולם בהמשך הלכה וגדלה הצבירה החיובית בהן, והסתכמה בכ-4.6 מיליארדים. הרמה הנמוכה של ריבית בנק ישראל הן במונחים נומינליים והן במונחים ריאליים וביטול יתרון המס, שהיה עדיין ב-2003, להשקעה במק"ם ובחלק מהאג"ח הממשלתיות, תרמו גם הם להפחתת כדאיות ההשקעה בקרנות המתמחות בנכסים שקליים.

גם יתרת נכסי קרנות הנאמנות המתמחות במניות המשיכה השנה לעלות והגיעה לכ-9.5 מיליארדי ש"ח, שהם כ-9 אחוזים מנכסי סך הקרנות (דיאגרמה ה'1א'). השנה נרשמה בקרנות המתמחות במניות צבירה של כ-1.6 מיליארדי ש"ח, וזאת בהמשך לצבירה של כ-2 מיליארדים בשנה הקודמת (דיאגרמה ה'1ב'). הצבירה בקרנות אלו על פני השנה התפתחה בדרך כלל במקביל להתפתחות המחירים בשוק המניות.

יתרת נכסי הקרנות המתמחות בהשקעות חוץ המשיכה לעלות, והגיעה לכ-15.7 מיליארדי ש"ח – כ-16 אחוזים מסך נכסי הקרנות. הצבירה החיובית בקרנות אלו – שהתרכזה בארבעת החודשים



הראשונים של השנה (בהמשכה נרשמו פדיונות) – הסתכמה בכ-1.5 מיליארדי ש"ח (דיאגרמה ה'1ב'). לעומת זאת בקרנות המתמחות בהשקעה במט"ח נרשמה צבירה שלילית של כ-340 מיליוני ש"ח, וזאת משום שמתחילת השנה יוסף שער השקל מול הדולר בשיעור מתון; לפיכך המשיכה יתרת נכסיהן לרדת ב-2004, זו השנה השנייה ברציפות, והגיעה בסופה לכ-2.7 מיליארדי ש"ח (דיאגרמה ה'1א').

ד. התפלגות תיק הנכסים של קרנות הנאמנות לפי בסיס ההצמדה

בשנת 2004 נרשמו שינויים בדפוסי ההשקעה של מנהלי קרנות הנאמנות, כפועל יוצא בעיקר של הבדלים בתשואות שהניבו אפיקי ההשקעה השונים, הבדלים שהביאו לכניסה או יציאה של כספים. השינוי בהרכב הנכסים של קרנות הנאמנות לפי בסיסי ההתמחות משקף את השינוי בהתפלגותם לפי בסיס ההצמדה.

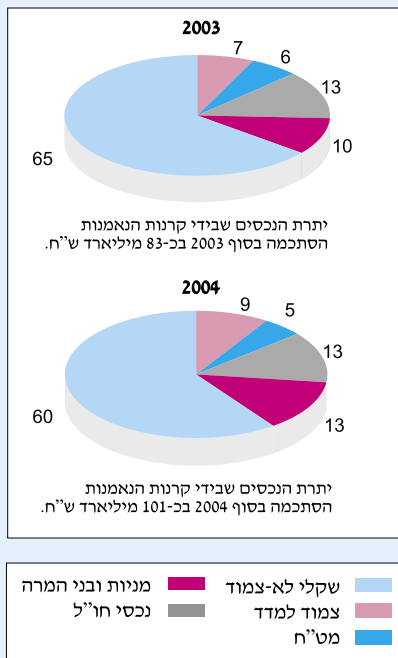
משקל הנכסים השקליים הלא-צמודים ירד מ-65 אחוזים בסוף 2003 לכ-61 אחוזים בסוף 2004 – אף כי הוא נותר גבוה בהרבה ממשקלות הרכיבים האחרים. ירידה זו מוסברת בתשואה הנמוכה שהייתה צפויה על נכסים אלו כתוצאה ממיצוי תהליך ההפחתה של ריבית בנק ישראל, וביטול יתרון המס, שהיה עדיין ב-2003, להשקעה במק"ם ובחלק מהאג"ח הממשלתיות, שהקטינו את הכדאיות היחסית של השקעה בנכסים אלו. ירידה זו קיזזה את העלייה של משקל רכיב זה בשנה הקודמת. ירד מעט גם משקל הנכסים הצמודים למט"ח, על רקע ההתחזקות המתונה של השקל מול הדולר (דיאגרמה ה'3). חלקן של המניות בתיק המשיך גם השנה לעלות, בעיקר בהשפעת הצבירה בקרנות המתמחות במניות וכן בהשפעת עליות של מחירי המניות בארץ ובעולם (דיאגרמה ה'3). חלקם של הנכסים הצמודים למדד עלה גם הוא, והגיע ל-9 אחוזים, על רקע העלייה ההדרגתית באינפלציה הצפויה בחמשת החודשים הראשונים של השנה (דיאגרמה ה'3). חלקם של הנכסים המושקעים בחו"ל לא השתנה לעומת אשתקד (דיאגרמה ה'3).

בבחינת הרכב הנכסים השקליים שבידי קרנות הנאמנות ניכרה עלייה חדה בחלקן של המק"ם שהגיע ל-52 אחוזים מסך הנכסים השקליים, לעומת כ-40 אחוזים בסוף 2003, ועלייה קטנה יותר בחלקם של הפיקדונות והמזומנים, על חשבון חלקם של הנכסים השקליים האחרים ("גילון" ו"שחר"). תהליך זה של שינוי הרכב הנכסים השקליים בקרנות הנאמנות, שקיצר את הטווח הממוצע של נכסים אלו בתיק, מוסבר בעיקר במיצוי תהליך הפחתת ריבית בנק ישראל, שהגדיל את כדאיות ההשקעה בנכסים לטווח קצר, בשיעורי הריבית הנמוכים יחסית על הפיקדונות השקליים, שהקטינו את האטרקטיביות היחסית של ההשקעה בהם, ובהגדלת היצע המק"ם על ידי בנק ישראל במסגרת הרחבת השימוש בו ככלי שוק לניהול המדיניות המוניטרית.

ה. התפלגות תיק הנכסים של קרנות הנאמנות לפי מסלולי המיסוי

במסגרת תיקון לפקודת מס ההכנסה על פי המלצות "ועדת רבינוביץ" פוצל ענף קרנות הנאמנות בשנת 2003 לשלושה סוגי קרנות הנבדלים זה מזה בתנאי המיסוי – "קרנות

דיאגרמה ה'3
הרכב הנכסים של קרנות הנאמנות,
2003 ו-2004
(אחוזים)



המקור: עיבודי המחלקה המוניטרית של בנק ישראל.

פטורות", "קרנות חייבות" ו"קרנות מעורבות". (פירוט ראו בסקירות השנתיות של המחלקה המוניטרית בדוחות בנק ישראל לשנים 2002 ו-2003).

ב-2004 החליטו חלק ממנהלי הקרנות לשנות את מעמד המס שלהן ממסלול מס של קרנות "חייבות" למסלול של "קרנות מעורבות". זאת משום שמסלול של קרנות "חייבות" הקנה להן פטור ממס על רווחי הון מנכסים לא-צמודים רק עד סוף 2003 ומשום שרק עד סוף 2003 ניתנה למנהלי קרנות אלה אפשרות חד-פעמית לשנות את מעמד המס שלהן. כתוצאה מהשינוי ירד חלקן של הקרנות המסווגות כ"קרנות חייבות" בסך היתרה של נכסי קרנות הנאמנות מ-80 אחוזים בסוף 2003 ל-65 אחוזים בסוף 2004. אף על פי כן הן עדיין מנהלות את מרבית הנכסים של קרנות הנאמנות, וזאת משום שמשקי הבית מעדיפים להימנע מהתחשבנות מס מול הרשויות, ואף שבהחזקת קרן "מעורבת" יש יתרון מס על קרן "חייבת" וגם יתרון של דחיית תשלום המס עד ליום מכירת יחידת ההשתתפות בקרן. המשקיעים ב"קרנות החייבות" הם כנראה משקי בית או לקוחות שאין להם השקעה בניירות ערך נוספים, ולכן הם לא זקוקים לקיזוז הפסדים מרווחים עתידיים ובין אפיקי השקעה שונים.

יתרת נכסיהן של הקרנות המסווגות כ"קרנות מעורבות" היוותה בסוף 2004 כ-33 אחוזים מסך היתרה של קרנות הנאמנות, לעומת כ-17 אחוזים בסוף 2003. רוב רובן של הקרנות החדשות שהוקמו במהלך השנה היו במעמד מס של "קרנות מעורבות", משום שקרנות במעמד זה פותרות את שתי הבעיות המרכזיות שקיימות בקרנות האחרות: (א) שיעור המס בהן אינו גבוה כמו ב"קרנות הפטורות", אלא זהה לשיעור המס שהיה משולם לו נעשתה ההשקעה במישרין; (ב) המשקיע בקרנות אלו יכול ליהנות מקיזוז הפסדים בין כל ניירות הערך שהוא מחזיק.

יתרת נכסיהן של ה"קרנות הפטורות" היוותה כ-2 אחוזים מיתרת נכסי קרנות הנאמנות בסוף 2004. רוב הקרנות האלה מתמחות בהשקעה בחו"ל (בעיקר בניירות ערך זרים). וזאת משום ששיעור המס על רווחי הון הנגבה מהמחזיקים ב"קרן פטורה" בעת מכירת יחידות השתתפות, 25 אחוזים, נמוך משיעור המס על השקעה ישירה בניירות ערך זרים – 35 אחוזים. ההשקעה בנכסים אחרים (שאינם ניירות ערך זרים) באמצעות "קרן פטורה" אינה כדאית, שכן בהשקעה ישירה בהם, או דרך קרן בעלת מעמד מס אחר, שיעור המס נמוך יותר. במסגרת הרפורמה במס, שנכנסה לתוקף בינואר 2003, נקבע, כי החל מראשית 2007 שיעור המס המוטל על רווחי הון והכנסות מריבית בניירות ערך זרים, העומד כיום על 35 אחוזים, יופחת ל-15 אחוזים, ובכך ישווה לשיעורי המס הנהוגים בישראל. לקראת סוף השנה הושלמה חקיקה המקדימה את מועד השוואת שיעורי המס לתחילת 2005. כתוצאה משינוי זה צפוי כי רבים מהמשקיעים בחו"ל, בעיקר באמצעות "הקרנות הפטורות", ישלמו יותר מס, ולכן ימכרו עד תום שנה זו את יחידות ההשתתפות שלהם בקרנות אלו, ויעדיפו להשקיע בחו"ל ישירות או באמצעות קרן נאמנות במסלול מס אחר.

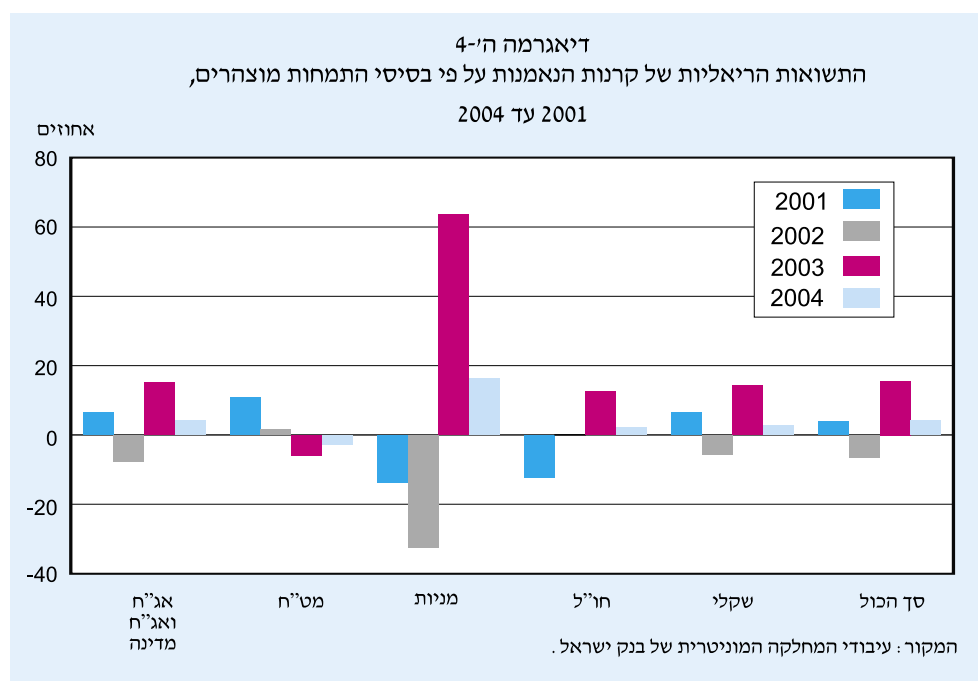
במסגרת השינויים שבוצעו להקדמת מועד השוואת שיעור המיסוי על ניירות ערך זרים ניתנה למנהלי ה"קרנות הפטורות" אפשרות לשנות את מעמד המס שלהן ל"קרן מעורבת" עד תחילת שנת 2005.

בחנית הצבירה בקרנות הנאמנות לפי מסלולי המס מעלה כי השנה נרשמה צבירה חיובית רק בקרנות המסווגות כ"מעורבות", בעוד שבקרנות האחרות נרשמה צבירה שלילית.

ו. התפתחות התשואות

נכסי קרנות הנאמנות הניבו בשנת 2004 תשואה ריאלית של 4.3 אחוזים, לעומת 15.5

פרק ה', המשקיעים המוסדיים



אחוזים ב-2003 (דיאגרמה ה'-4). התשואה הריאלית החיובית של הקרנות משקפת תשואה ריאלית חיובית ברוב בסיסי ההתמחות, למעט הקרנות המתמחות בהשקעה במט"ח, שרשמו תשואה ריאלית שלילית של 2.8 אחוזים. את התשואה הגבוהה ביותר – 16.4 אחוזים – השיגו הקרנות המתמחות בהשקעה במניות (דיאגרמה ה'-4).

מהשוואת כדאיות ההשקעה בקרנות הנאמנות לפי בסיסי ההתמחות השונים, על פי מדד שארפ⁵, המביא בחשבון גם את רמת הסיכון של ההשקעה, עולה כי הקרנות המנהלות מדיניות השקעה גמישה הניבו את התשואה העודפת הגבוהה ביותר – 3.8 אחוזים – המורכבת מתשואה ורמת סיכון גבוהות יחסית. בקרנות המתמחות במניות התשואה העודפת הייתה 3.3 אחוזים; התשואה עצמה הייתה גבוהה יותר, וגם הסיכון היה גבוה יותר. בקרנות המתמחות בהשקעה בחו"ל (למעט אלו המשקיעות בניירות ערך ישראליים בחו"ל), בקרנות המתמחות בנכסים צמודים למדד, בקרנות המתמחות בהשקעה באג"ח מדינה ובאלו המתמחות בנכסים שקליים לא-צמודים התשואה העודפת ב-2004 הייתה שלילית (נמוכה מתשואת נכס חסר סיכון), והתשואה העודפת השלילית הגבוהה ביותר – 4.8 אחוזים – נרשמה בקרנות המתמחות בהשקעה במט"ח.

כמבחן נוסף לניהול המקצועי של הקרנות נערכה השוואה בין התשואה בפועל שהניבו קרנות הנאמנות הגמישות – אלה שמנהליהן חופשיים בבחירת הרכב השקעותיהם – לבין תשואת תיק תיאורטי, המניח הרכב נכסים קבוע מתחילת השנה, המושקע במדדי השוק המתאימים, ומייצג את התשואה שהן היו מניבות בלא כל פעילות של המנהלים במשך השנה. מהשוואה זו עולה כי השנה, בניגוד לשנים הקודמות, פעילות המנהלים הקנתה למשקיעים תוספת תשואה, אף כי קטנה מאוד (0.5 נקודת אחוז).

5 מדד שארפ מייצג את התשואה העודפת בתיק הנכסים של קרן נאמנות מעבר לתשואה של נכס חסר סיכון – המק"ם – במונחי יחידת סיכון.

ז. התפתחויות אחרות בענף קרנות הנאמנות

בשנת 2004 – בהמשך למגמה של השנים האחרונות – התאפיין ענף קרנות הנאמנות בגידול מספר הקרנות: במהלכה הוקמו 145 קרנות, ומספרן הכולל הגיע בסוף השנה ל-793. עיקר העלייה במהלך השנה הייתה בבסיסי ההתמחות של השקעה בניירות ערך בחו"ל (בעיקר השקעה באג"ח בשווקים הבין-לאומיים), בנכסים שקליים לא-צמודים ובמניות. בין הקרנות החדשות שהונפקו במהלך השנה בולטים 2 בסיסי התמחות חדשים – השקעה באג"ח בשווקים במזרח הרחוק (סין ויפן) ובמניות של חברות נדל"ן. בסוף שנת 2004 פעלו 42 מנהלי קרנות נאמנות: במהלך השנה חדלו לפעול שני מנהלי קרנות של חברות פרטיות, והקרנות שבניהולם הועברו למנהלי קרנות אחרים, שלושה מנהלים פרטיים חדשים הצטרפו לענף, ושני חברות המנהלות קרנות התמזגו.

הסדרה

הרשות לניירות ערך אישרה הצעה לתיקון חוק קרנות הנאמנות שיאפשר שיווק קרנות נאמנות זרות בישראל. הדבר יקנה לציבור המשקיעים בישראל גישה נוחה יותר לשוקי חוץ, ואף עשוי לתרום להגברת התחרות בענף קרנות הנאמנות בישראל. כיום יכול ציבור המשקיעים לרכוש בארץ קרנות נאמנות שאמנם רשומות בחו"ל, אך פועלות בישראל כמו כל קרן נאמנות ישראלית. הרשות לא תפקח על הקרנות הזרות, אלא תסתמך על הפיקוח עליהן באמצעות מוצאן. על פי ההצעה יהיה ניתן לשווק בישראל רק קרן זרה שנוסדה במדינה שלגביה נוכחה הרשות לניירות ערך כי הדינים והפיקוח על מנהלי הקרנות מבטיחים באופן מספק את ענייניו של ציבור המשקיעים. על פי ההצעה קרנות זרות שיוצעו בישראל יהיו דומות בתכונותיהן העיקריות לקרנות הישראליות (למשל: יהיו חייבות להחזיק בניירות סחירים בלבד, שיערוך הנכסים בהן יתבצע על בסיס יומי על פי המחירים שנקבעו במהלך המסחר, תהיה מחויבות לפזר נכסים וכו'). זאת כדי למנוע תחרות בלתי הוגנת עם הקרנות המנוהלות בישראל.

הרשות לניירות ערך אישרה הצעה לתקנות שיאפשרו את פעילותה של "קרן ייחודית". לקרן הייחודית יותרו, מלבד הפעילות המותרת היום לקרן סגורה, שני סוגי פעילות נוספים: השקעה בקרנות גידור (עד 30 אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן ולא יותר מ-5 אחוזים בקרן גידור אחת) וביצוע עסקאות עתידיות במטבעות (לא יותר מ-20 אחוזים מהשווי הנקי של נכסי הקרן). קרנות אלה ייסחרו בבורסה.

2. קופות התגמולים והפיצויים (קופות הגמל) וקרנות ההשתלמות

א. ההתפתחויות והשינויים העיקריים

ההתפתחויות בענף קופות הגמל וקרנות ההשתלמות במהלך שנת 2004 התרחשו על רקע פרסום המלצות ועדת בכר. (ראו סעיף 5א'). אף שהמלצות הוועדה טרם יושמו, נראה כי עצם פרסומן והדיון הציבורי בנושא הגדילו את מודעות החוסכים לתשואות הגבוהות שהקופות הפרטיות השיגו בשנים האחרונות, יחסית לתשואותיהן של הקופות הבנקאיות. המודעות הביאה להאצה של מעבר כספים מקופות גמל וקרנות השתלמות שבשליטת התאגידים הבנקאיים לקופות גמל וקרנות השתלמות שבשליטת הגופים הפרטיים. כתוצאה מכך עלה חלקם של המנהלים הפרטיים בענף קופות הגמל. כך, למשל, בשנת 2001 הם ניהלו כ-13 אחוזים מסך הנכסים של הקופות, ובסוף 2004 גדל חלקם והגיע לכ-15 אחוזים. עם זאת, ענף קופות הגמל עדיין מאופיין בריכוזיות גבוהה מאוד ובשליטה כמעט מוחלטת של הבנקים:

הבנקים הגדולים והקטנים מוסיפים לנהל את חלק הארי של נכסי קופות הגמל – כ־85 אחוזים מסך נכסי הקופות – יתר הנכסים מנוהלים בידי גופים אחרים. הריכוזיות הגבוהה בבעלות והניהול של הענף יחד עם שליטת הבנקים במערכת ההפצה של הקופות פוגעת בתחרות בענף וביעילות שוק ההון, ויוצרת פוטנציאל ממשי לניגוד עניינים בין פעילותם של הבנקים לבין פעילויותיהם של קופות הגמל שבשליטתם או בניהולם. (ראו סעיף 5א').

ב. התפתחות הנכסים

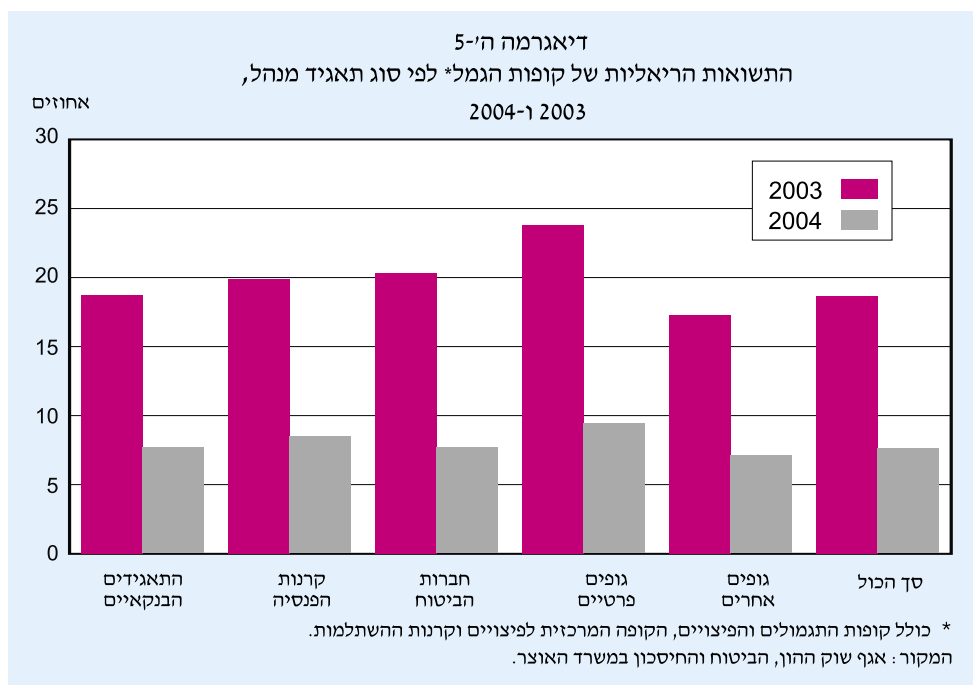
יתרת הנכסים של קופות הגמל הסתכמה בסוף 2004 בכ־146 מיליארדי ש"ח, לעומת כ־135 מיליארדים בסוף 2003. העלייה מוסברת בעיקר בתשואה הריאלית החיובית שהניבו ההשקעות של קופות הגמל, בשיעור של 8.2 אחוזים, ובחלקה בצבירה חיובית בקופות – כ־1.3 מיליארדי ש"ח. היקף נכסי קופות הגמל עדיין גבוה, והן מהוות רכיב נכבד גם בתיק הנכסים של הציבור וגם בחיסכון המוסדי⁶. יחסית למשקיעים מוסדיים אחרים (לוח ה'1). כמו כן הן עדיין משקיע מרכזי ובעל השפעה בשוק ההון, דבר שבא לידי ביטוי בחלקן הגבוה בשוק האג"ח הממשלתי (כ־22 אחוזים), בשוק איגרות החוב הקונצרניות (כ־19 אחוזים) ובשוק המניות (כ־7 אחוזים). כל אלו מדגישים כי הקופות הן עדיין רכיב דומיננטי וחשוב בחיסכון לטווח ארוך, – וזאת, בין היתר, בזכות הטבות המס הניתנות לחוסכים באמצעותן. בשנת 2004 נרשמה, לראשונה מזה עשור שנים, צבירה חיובית בקופות הגמל, שהסתכמה, כאמור, בכ־1.3 מיליארדי ש"ח; היקף ההפקדות עלה, והיקף המשיכות ירד לעומת אשתקד. לצבירה החיובית בקופות הגמל כמה הסברים אפשריים: (א) הוראות הרפורמה במס שנכנסה לתוקף בינואר 2003; אלה היטיבו עם החוסכים בקופות הגמל לעומת אפיקי השקעה חלופיים שכן להפקדות ישנות בהן ניתן פטור ממס (עד סוף 2002). מכאן שמשיקולים של פערי תשואה אין תמריץ למשוך כספים מאפיק זה, ולהשקיע אותם באפיקים שקליים קצרי טווח נושאי תשואה קבועה כגון פיקדונות שקליים וקרנות נאמנות, החייבים במס. (ב) שיפור המצב הכלכלי במשק, שבעקבותיו הציבור נזקק פחות למשיכת כספים לצריכה שוטפת. (ג) צפי להמשך השיפור בביצועי הקופות.

התשואה שהניבו נכסי קופות הגמל השנה הייתה נמוכה מאשר בשנה קודמת, משום שבכל שוקי ניירות הערך היו עליות השערים השנה מתונות יחסית לאשתקד. מהשוואת הביצועים של קופות הגמל לפי סוג התאגיד המנהל עולה, כי הקופות המנוהלות בידי הגופים הפרטיים השיגו השנה את התשואה הממוצעת הגבוהה ביותר מבין כל התאגידים המנהלים, בדומה לממצא בשנת 2003 (דיאגרמה ה'5). הסיכון, הנמדד באמצעות סטיית התקן של התשואות החודשיות, היה בקופות אלו, בשנת 2004 גבוה יחסית לשאר הקופות. תשואותיהן של קופות הגמל מאופיינות בשנים האחרונות, בתנודתיות גבוהה, במקביל לתשואות השוק, וכן גם בשנת 2004, שבה התשואה הייתה נמוכה יחסית לתשואה הגבוהה של 2003. עליית התנודתיות של תשואות קופות הגמל מגדילה את רמת הסיכון של ההשקעה בהן.

יתרת הנכסים של קרנות ההשתלמות הסתכמה בסוף 2004 בכ־61.7 מיליארדי ש"ח, לעומת כ־54.7 מיליארדים בסוף 2002. עלייה זו מיוחסת בעיקר לצבירה חיובית נטו של כ־2.7 מיליארדי ש"ח, ובחלקה – לתשואה ריאלית חיובית של 7.8 אחוזים שהניבו נכסי

6 כולל: קרנות הנאמנות וקרנות ההשתלמות המוגדרות כחיסכון לטווח קצר עד בינוני, וקופות הגמל, קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים, המוגדרות כחיסכון מוסדי-חוזי לטווח ארוך.

7 קופות התגמולים והפציוניים, הקופה המרכזית לפיצויים וקרנות ההשתלמות.



הקרנות. בקרנות ההשתלמות, בדומה לקופות הגמל, נרשמה בשנת 2004 תשואה ריאלית נמוכה יחסית לשנה הקודמת, וזאת בשל עליות שערים מתונות יחסית לאשתקד בשוקי ניירות הערך השונים. בתחילת השנה הייתה בקרנות צבירה שלילית, ואילו מחודש מארס ואילך עלו ההפקדות על המשיכות, והצבירה הפכה חיובית, אף כי נמוכה.

ג. התפלגות תיק הנכסים של קופות הגמל וקרנות ההשתלמות

השנה בחרו מנהלי הקופות להמשיך ולהפחית את משקל השקעותיהם באג"ח ממשלתיות סחירות, במקביל להפחתת משקל ההשקעה בפיקדונות, בעיקר לטובת הגדלת המשקל של ההשקעה באג"ח פרטיות ובמניות, ובמידה פחותה – של ההשקעות בחו"ל ובמק"ם (דיאגרמה ה-6). משקל הנכסים הסחירים בתיק הקופות כמעט לא השתנה ביחס לשנה הקודמת (66 אחוזים). מאז שנת 1986, שבה הופסקה הנפקתן של איגרות החוב המיועדות לקופות הגמל, להוציא את שנת 2002, הולך וקטן משקל איגרות החוב המיועדות בתיק הנכסים של הקופות, והוא הגיע בסוף 2004 ל-3.4 אחוזים.⁸

עליית משקלן של האג"ח הפרטיות בתיק הנכסים של הקופות (דיאגרמה ה-6) מוסברת, בין היתר, בגידול ההנפקות של המגזר הפרטי, שהחל עוד ב-2002, על רקע הקשחת תנאי האשראי במערכת הבנקאית, והתגבר בשנתיים האחרונות, על רקע ירידת הריבית במשק וצמצום גיוס ההון הממשלתי המקומי. מלבד זאת, השינויים בכללי ההשקעה של קופות הגמל, שנכנסו לתוקף באוקטובר 2002, הגדילו את הגמישות למשקיעים בהן. המשקיעים המוסדיים, וביניהם קופות הגמל, מעדיפים להשקיע בעיקר באג"ח פרטיות לא-סחירות, על אף חסרון הנזילות שלהן, שכן השקעה כזאת נרשמת בספריהם על פי העלות המותאמת ולא חושפת אותם לתנודתיות בתשואות כמו ההשקעה באג"ח סחירות. מצב זה אמור

8 משקל זה אמור להתאפס בסוף 2006.

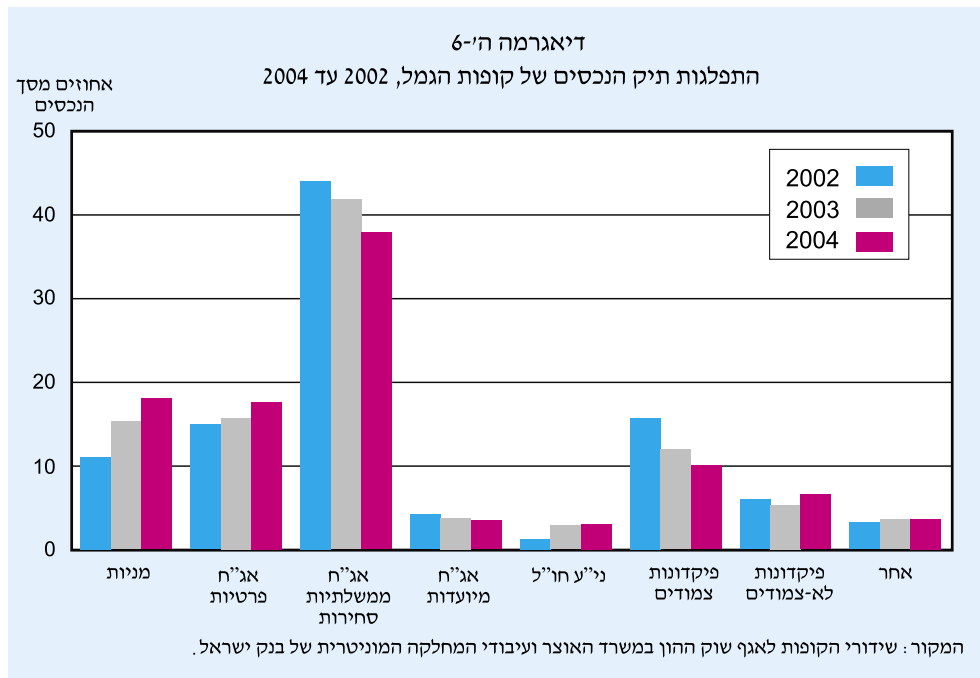
פרק ה', המשקיעים המוסדיים

להשתנות, באפריל 2005, על רקע הנחיות דיווח חדשות שהוציא הממונה על שוק ההון, שעל פיהן גם השקעה באג"ח לא סחירות תירשם על פי שווי השוק. (ראו סעיף ג'5). עליית משקלן של המניות בתיק הנכסים של הקופות נבעה הן מעליית שוויין בשוק והן מהגדלת ההחזקה בהן. במקביל נמשכה הפחתת משקל ההשקעה בפיקדונות הצמודים, על רקע רמתה הנמוכה של הריבית וביטול יתרון המס (בשנת 2003) שהיה להשקעה בהם יחסית לאפיקי השקעה אחרים.

השינויים בהרכב תיק הנכסים של קרנות ההשתלמות דמו לשינויים בתיק הנכסים של קופות הגמל: גדל משקל ההשקעה במניות ובאג"ח פרטיות סחירות, בעיקר על חשבון ההשקעה בפיקדונות השקליים הצמודים. למרות הטבות המס הדומות בשני אפיקים אלו, יש ביניהם הבדלים – הן באופק החיסכון ובזכאות לחסוך והן במידת הנזילות. לגבי קופות הגמל וקרנות ההשתלמות (כמו לגבי קרנות הפנסיה), המשמעות של השוואת שיעורי המס (ראו סעיף ז'2) הוא פטור ממס על רווחים מניירות ערך זרים⁹, וביטול אפליית המס הקיימת כיום. לפיכך¹⁰, צפוי כי רפורמה זו תשפיע בעיקר על משקיעים אלו, ותתבטא בהגדלה הדרגתית של השקעתם בניירות ערך זרים, בעיקר באג"ח זרות.

ד. הסדרה בענף קופות הגמל

השנה הוציא משרד האוצר הנחיות חדשות לגבי ההעברות כספים בין קופות גמל, ואלו, ייכנסו לתוקפן בינואר 2005. כך, כשעמית יבקש להעביר כספים בין קופות גמל, תהיה הקופה חייבת להעביר את הסכום לקרן השנייה בתוך שבעה ימים. כן יוכלו העמיתים



9 כיום משקיעים אלו משלמים מס בשיעור של 35 אחוזים על רווחי הון ועל הכנסות מדיבידנד וריבית על ניירות ערך זרים.

10 ראו: גולן בניטה וחיים לוי, "פוטנציאל ההשפעה של ביטול אפליית המס בין ניירות ערך ישראליים לניירות ערך זרים על הרכבו של תיק הנכסים של הציבור", אוגוסט 2004.

להעביר כספים בין קופות גמל אחת לחודש לעומת אחת לשנה כיום. שינוי זה מגדיל את הגמישות בניידות עמיתים בין הקופות, ולכן אמור להגדיל את התחרות ביניהן.

3. קרנות הפנסיה

א. התפתחויות ושינויים עיקריים

ענף הפנסיה התחוללה בשנתיים האחרונות מהפכה – מעבר משליטת ההסתדרות בענף לשליטה של גופים פרטיים, מכירת קרנות הפנסיה החדשות לגופים פרטיים, העברת הניהול של הקרנות הגירעוניות מההסתדרות לידי מנהלים מורשים והוצאת הוראה של משרד האוצר לניהול קרנות הפנסיה החדשות כקרנות תשואה מאוזנות אקטואריות. כן התחוללו בענף שינויים מבניים – ביניהם שכלול אפשרויות המעבר של עמיתים בין הקרנות, חשיפת הקרנות להשקעה בשווקים הסחירים על ידי מתן חופש השקעה והפסקת הנפקת אג"ח מיועדות – והוקמה קרן פנסיה חדשה. שינויים אלה עשויים להביא לידי שינוי ניכר ברמת הריכוזיות בענף, להתמקצעות של הקרנות ולפיתוח מכשירי שוק חדשים.

ב. קרנות הפנסיה לעמיתים ותיקים

יתרת הנכסים של קרנות הפנסיה לעמיתים ותיקים הסתכמה בסוף 2004 בכ־125 מיליארדי ש"ח, לעומת כ־121 מיליארדים בדצמבר 2003, וזאת בזכות התשואה המובטחת שמניבות האג"ח המיועדות. יתרת הנכסים בקרנות הפנסיה הוותיקות היוותה ב־2004 8.2 אחוזים מסך תיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור, שהם 22.3 אחוזים מסך נכסי החיסכון המוסדי (לוח ה'1).

מאז 1995 עמיתים חדשים אינם רשאים להצטרף לקרנות הפנסיה הוותיקות. כך הולך ופוחת בהדרגה מספר העמיתים שבגינם מופרשים דמי גמולים לקרנות אלה, ובשנים האחרונות הצבירה בקרנות אלה שלילית (לוח ה'1).

בספטמבר 2003, במסגרת הרפורמה בענף הפנסיה, הופסקה הנפקתן של האג"ח המיועדות לקרנות הפנסיה הוותיקות¹¹ ונקבע כי הנפקתן לקרן תחודש רק כשיעור האג"ח המיועדות בתיק הקרן יירד מתחת ל־30 אחוזים. כן נקבעו במסגרת הרפורמה כללי השקעה חדשים, ביניהם חיובן להשקיע לפחות 50 אחוזים מכלל נכסיהן באג"ח ממשלתיות סחירות. כתוצאה משינויים אלו משקל האג"ח המיועדות בתיק ירד ב־2004 והגיע לכ־83 אחוזים, לעומת 91 אחוזים בשנה הקודמת, אך הוא עדיין הרכיב הגדול ביותר בתיק הנכסים של הקרנות. במקביל לירידה זו ניכרה עלייה מסוימת בשיעור החזקתן של קרנות אלו באג"ח הפרטיות, בעיקר הלא־סחירות, ובאג"ח הממשלתיות הסחירות, ובמידה פחותה במניות (דיאגרמה ה'7) ובפיקדונות לא צמודים. בדומה לעבר, קרנות הפנסיה הוותיקות עדיין משקיעות מעט מאוד בנכסים סחירים. צפוי כי משקלם של אלו בתיק ילך ויגדל לאט ובהדרגה, עם הורדה ביתרת האג"ח המיועדות.

הפסקת הנפקתן של האג"ח המיועדות לקרנות הפנסיה הוותיקות וכן לקרנות החדשות

11 הנפקת אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה הוותיקות אמורה להתחדש רק ב־2012. זאת כאשר סך שוויין של האג"ח המיועדות בקרן בודדת יפחת מ־30 אחוזים מסך נכסיה; אז יוכל מנהל כל קרן לרכוש אג"ח מיועדות, בסכום שיביא את שיעורן לכל היותר ל־30 אחוזים מתיק הנכסים של הקרן. הוחלט כי בעתיד תונפק לכל קרנות הפנסיה אג"ח מסוג "ערד" ללא ניכיון, דהיינו בריבית אפקטיבית של 4.86 אחוזים במקום 5.57 אחוזים לקרנות הוותיקות.

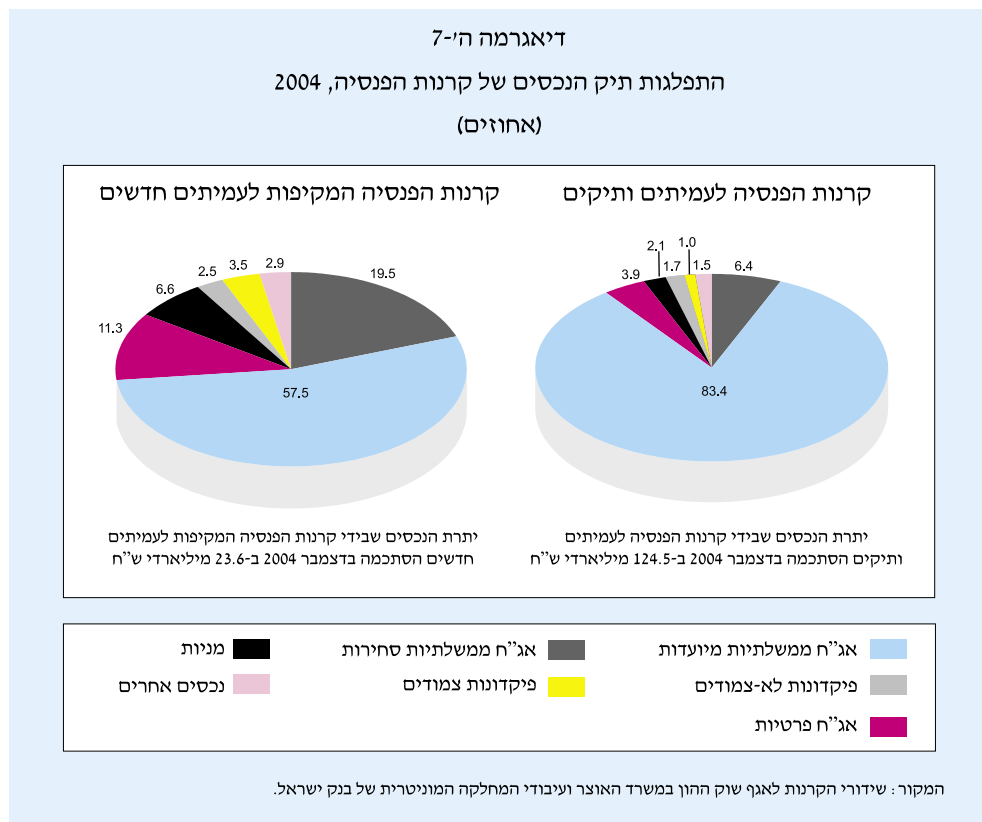
פרק ה', המשקיעים המוסדיים

תתרום לגידול המלאי של האג"ח הסחירות. התפתחות זו, לצד הגדלת המעורבות של קרנות הפנסיה בשוק ההון, עשויה להביא ליתר שכלול של שוק האג"ח ולהקטנת התנודתיות בו.

ג. קרנות פנסיה מקיפות לעמיתים חדשים

קרנות הפנסיה לעמיתים חדשים, שהחלו לפעול בינואר 1995, בתמקדות בצירוף עמיתים חדשים, לרוב צעירים, שרק החלו לחסוך לפנסיה, דבר הגורם לעלייה הדרגתית בגביית דמי הגמולים, בעוד שתשלומי הפנסיה בהן עדיין נמוכים. יתרת הנכסים של קרנות הפנסיה לעמיתים חדשים הסתכמה בסוף 2004 בכ-24 מיליארדי ש"ח, לעומת כ-19 מיליארדים בסוף 2003. בשנת 2004 נמשכה מגמת הצבירה החיובית נטו בקרנות אלו, והיא הגיעה לכ-3.7 מיליארדי ש"ח, מעט גבוה מהדיקפה בכל אחת מהשנתיים האחרונות.

החל מינואר 2004, במסגרת הרפורמה בענף הפנסיה, הופסקה גם הנפקתן של האג"ח המיועדות לקרנות הפנסיה החדשות¹², ובדומה לקרנות הפנסיה הוותיקות, נקבע כי הנפקתן לקרן בודדת תחודש רק כשיעור האג"ח המיועדות בתיק הקרן יירד מתחת ל-30 אחוזים. לפיכך ירד משקל ההשקעה באיגרות החוב המיועדות מסוג "ערד" בסך נכסיהן מ-67 אחוזים ב-2003 לכ-54 אחוזים ב-2004 (דיאגרמה ה'-7). זאת בעיקר לטובת עלייה בשיעור



12 הנפקת אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה החדשות התחדשה ב-2005, לקרנות שסך שוויין של האג"ח המיועדות בהן פחת מ-30 אחוזים. האג"ח שהונפקו היו מסוג "ערד", ללא ניכיון, כלומר בריבית אפקטיבית של 4.86 אחוזים במקום 5.05 אחוזים לקרנות החדשות.

החזקתן של קרנות אלו באג"ח ממשלתיות סחירות, באג"ח פרטיות לא־סחירות ובמניות ובמידה פחותה בפיקדונות שקליים ובנכסים בחו"ל (דיאגרמה ה'7). יישומם והטמעתם של כללי ההשקעה החדשים שנקבעו לקרנות הפנסיה החדשות, במסגרת הרפורמה בפנסיה שאושרה במאי 2003, כללים המגדילים את גמישות ההשקעה שלהן, יפעלו בהדרגה להגדלת ההשקעה באפיקי השקעה חדשים. הדבר יגביר את התחרות בשוק ההון וייצור מקור מימון חלופי ארוך טווח למערכת הבנקאות.

ד. קרנות הפנסיה הכלליות לעמיתים חדשים

בשנת 1999 אושרה הקמתן של קרנות פנסיה חדשות כלליות שאינן זכאיות לאג"ח מיועדות. קרנות אלה נועדו לאפשר צבירה לפנסיה לחוסכים המעוניינים להפריש לקרנות פנסיה מעבר לתקרה המותרת להפרשה לקרן פנסיה חדשה (עד פעמיים השכר הממוצע במשק). כן ניתן להפריש לקרן כזאת הפרשות חד־פעמיות ללא מגבלת סכום, שאינן מותרות לקרנות הפנסיה הזכאיות לאג"ח מיועדות.

יתרת נכסיהן של קרנות אלה הסתכמה בסוף 2004 בכ־190 מיליוני ש"ח, לעומת כ־160 מיליונים בסוף 2003. כמחצית מסכום זה מושקעת באיגרות חוב ממשלתיות סחירות, והיתר – באג"ח פרטיות (15 אחוזים), במניות (14 אחוזים), בפיקדונות שקליים (13 אחוזים), מזה 8 אחוזים בפיקדונות לא־צמודים, לעומת 22 אחוזים בשנה הקודמת) ובנכסים אחרים.

ה. התפתחויות מבניות בענף הפנסיה

הרפורמה בקרנות הפנסיה, שנכנסה לתוקף בינואר 2003, כללה, בין היתר, טיפול בגירעונות האקטואריים של הקרנות הגירעוניות והעברת ניהולן מההסתדרות לידי מנהלים מורשים מטעם האוצר. גם הניהול של שתי קרנות גירעוניות מפעליות הועבר לידי מנהלים מורשים. כך הגיע היקף הנכסים של הקרנות המנוהלות בידי מנהלים מורשים, בסוף 2004, לכ־88 אחוזים מסך נכסי הקרנות. פועל יוצא מהעברת הקרנות הגירעוניות לניהול מורשה היה הוצאה למכירה של הקרנות החדשות, שבשליטת הקרנות הוותיקות הגירעוניות, הנשלטות על ידי ההסתדרות, כך שהתמורה ממכירתן תשמש להקטנת הגירעונות האקטואריים של קרנות האם. עד סוף שנת 2004 נמכרו לחברות ביטוח ולברוקרים פרטיים 5 קרנות פנסיה חדשות, מתוכן שלוש קרנות גדולות, המחזיקות כ־78 אחוזים מסך נכסיהן של קרנות הפנסיה החדשות. חברות הביטוח צפויות להיות שחקניות גדולות בענף זה, בהיותן בעלות ניסיון של למעלה מעשור בהשקעת כספים בשוק ההון, וקרנות הפנסיה יוכלו ליהנות מתשתית זו. רכישת קרנות הפנסיה על ידי חברות הביטוח תאפשר לחברות אלו להציע למבוטחיהן סל מוצרים רחב יותר, שיכלול גם מוצרים משולבים של ביטוח ופנסיה.

במסגרת השינויים בכללי ההשקעה של קרנות הפנסיה החדשות ובהוראות הניהול של הקרנות פרסם משרד האוצר באפריל 2004 הוראות ניהול ודיווח מעודכנות לקרנות הפנסיה החדשות. ההוראות החדשות מסדירות את הפעלת קרנות הפנסיה החדשות כקרנות תשואה מאוזנות אקטוארית. הדבר יבטיח מערכת פנסיונית מאוזנת, יגביר את התחרות בענף הפנסיה, יקל על מעבר כספים בין קרנות הפנסיה החדשות, יוביל להתמקצעות בניהול ההשקעות ויאפשר גמישות רבה יותר בבחירת המוצר הפנסיוני. ההוראות החדשות קובעות, בין היתר, מנגנון חדש לגביית דמי הניהול בקרנות הפנסיה החדשות.

באוקטובר 2004, פרסם משרד האוצר הוראות חדשות, שלפיהן העמיתים בקרן פנסיה חדשה יוכלו לעבור מקרן אחת לאחרת בתוך זמן קצר. הדבר עשוי להגביר את התחרות

בענף הפנסיה, ולשפר את מצבם של המבוטחים, ואת המוצר הפנסיוני ואת רמת השירות שהן מעניקות למבוטחים.

4. התכניות לביטוח חיים

א. התפתחויות ושינויים עיקריים

בינואר 2004 נכנסה לתוקף רפורמה במבנה התכניות לביטוח חיים ובהרכב העמלות בענף. עד הרפורמה הפוליסות לא היו שקופות די הצורך בהפרדה בין רכיב החיסכון, הריסק וההוצאות, והלקוח לא ידע כמה מהפרמיה ששילם הוקצה לרכישת חיסכון, כמה לכיסוי ריסק וכמה לכיסוי הוצאות ועמלות לחברות הביטוח. חלק גדול מהפרמיות שימש לכיסוי עמלות לסוכנים, עמלות שנקבעו כפונקציה של רכיב הריסק בביטוח. לכן נוצר לסוכנים תמריץ למכור פוליסות עם רכיב ריסק גבוה, בלי קשר לצורכי הלקוח. נוסף על כך, כיוון שהסוכנים קיבלו מחברות הביטוח תמריצים למכירת פוליסות חדשות (עמלות היקף), הם עודדו את העמיתים לעבור אחת למספר שנים לתכנית ביטוח חדשה, גם אם כתוצאה מכך נפגעו זכויות העמית.

להלן פירוט השינויים במבנה התכניות ובהרכב העמלות החל מינואר 2004.

1. גילוי נאות למבוטח: בכל תכנית ביטוח נדרשה הפרדה בין רכיב החיסכון, רכיב הריסק ורכיב ההוצאות, כך שהמבוטח יוכל להחליט על מבנה התכנית המתאימה לצרכיו. לדוגמה – רווק עשוי להחליט כי אינו זקוק לרכוש רכיב ריסק בביטוח. השקיפות נועדה, בין היתר, לפתח את התחרות על גובה ההוצאות וכן להגדיל את ההתאמה הביטוחית.
 2. שינוי במבנה דמי הניהול: נקבע מבנה עמלות רציונלי יותר, ונדרש גילוי נאות לעמית על גובה העמלה המשולמת.
 3. הסדרת הקנסות על שבירת תוכנית ביטוח: צומצמה הפגיעה בעמית בשל שבירת תכנית ביטוח. כך, למשל, נקבע כי בשבירת תכנית ביטוח בשנה הראשונה יקבל העמית 85 אחוזים מיתרת החיסכון, ובכל שנה יעלה ההחזר ב-3 אחוזים, כך ששבירת תכנית לאחר השנה החמישית תזכה את העמית במלוא סכום החיסכון.
 4. תיקונים בתקנות ההון: נאסר שימוש בכספי החיסכון למימון הלוואות לסוכנים, וחברות הביטוח הורשו לממן הלוואות אלה רק מתוך הון העצמי או מהלוואות מבנקים.
 5. חוזר "טוויסטינג": נקבע כי עם כל ההעברה של מבוטח לפוליסה חדשה יובהרו לו ההבדלים בין הפוליסה שבה הוא מחזיק לפוליסה החדשה, לרבות הנזק שייגרם לו בגלל המעבר. על הסוכן להחתים את המבוטח על מסמך המבהיר לו את ההבדלים בין התכניות.
- להלן ההשפעות הצפויות של הרפורמה בתכניות לביטוח חיים על ענף הביטוח.
1. יגדל רכיב החיסכון בפוליסות הביטוח, על חשבון החלק המופנה לריסק ולהוצאות, שיקטן.
 2. הגברת השקיפות בהרכב הפרמיה צפויה להוביל להגברת התחרות בענף על רכיב ההוצאות בפרמיה ולהגביר את ההתאמה הביטוחית לעמית.
 3. הירידה ברכיב ההוצאות בפרמיה צפויה להוביל לפגיעה בהכנסות מפרמיה של חברות הביטוח ולהקטנה משמעותית של עמלות הסוכנים.
 4. הקטנת רכיב ההוצאות בפרמיה צפויה להגדיל את האטרקטיביות היחסית של החיסכון באמצעות חברות הביטוח. הרפורמה בפנסיה יצרה הזדמנויות עסקיות לחברות הביטוח, אשר רכשו בשנה זו 4 קרנות פנסיה חדשות שהוצאו למכירה. כמו כן צפוי כי חברות הביטוח יעסקו יותר בשיווק של מוצרים פנסיוניים.

ב. תכניות לביטוח חיים מסוג "מבטיחה תשואה"

יתרת הנכסים של התכניות לביטוח החיים מסוג "מבטיחה תשואה" הסתכמה בסוף 2004 בכ-44 מיליארדי ש"ח¹³, בדומה ליתרה בסוף שנת 2003 (לוח ה'1). תכניות אלה סגורות בפני עמיתים חדשים מאז 1991, ולפיכך חלקן בתיק הנכסים של הציבור ובסך החיסכון המוסדי הולך ופוחת מאז.

התכניות מסוג זה זכאיות להנפקת אג"ח מיועדות מסוג "חץ" הנושאות ריבית צמודה למדד – בין 4 אחוזים ל-6.2 אחוזים, בשיעור של 86 אחוזים מהצבירה בהן. לפיכך חלק הארי של נכסיהן, כ-67 אחוזים, מושקע באג"ח מיועדות, ורק השאר מושקע בנכסים אחרים (דיאגרמה ה'8).

בשנת 2004 לא התקיימו מכרזים של הממשלה לפדיון מוקדם של אג"ח מיועדות המוחזקות בידי תכניות ביטוח אלו, וזאת לאחר שבשנים האחרונות התקיימו מכרזים אלו בהיקפים גדולים. זאת, בין היתר, משום שבתנאי השוק לא היה כדאי לתכניות ביטוח אלו לפדות אג"ח מיועדות ולעבור להשקעה באג"ח סחירות.

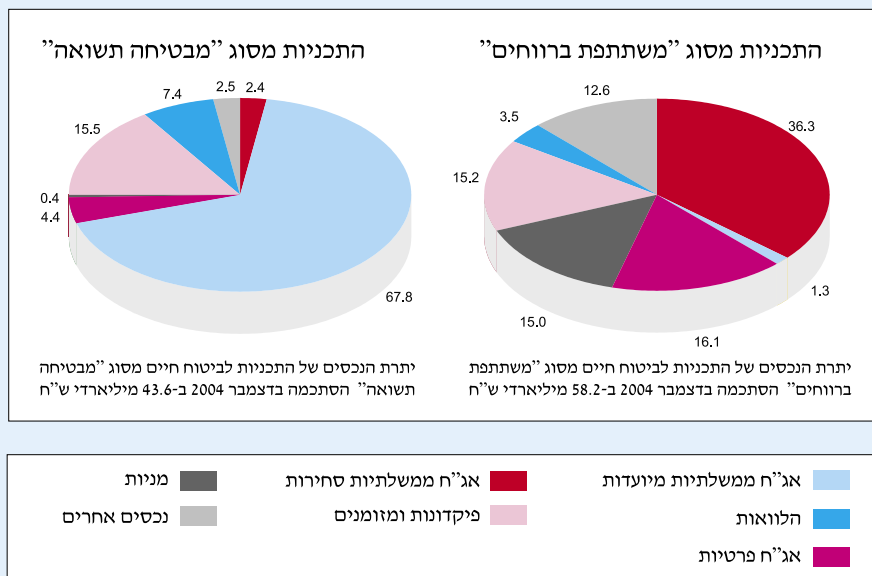
ג. התכניות לביטוח חיים מסוג "משתתפת ברווחים"

משקלן של התכניות לביטוח חיים מסוג "משתתפת ברווחים" (הקיימות מאז 1999) ממשיך לעלות בהדרגה הן בתיק הנכסים של הציבור הן בסך החיסכון המוסדי והן בסך הנכסים של התכניות לביטוח חיים (לוח ה'1).

דיאגרמה ה'8-

התפלגות תיק הנכסים של התכניות לביטוח חיים, 2004

(אחוזים)



המקור: אגף שוק ההון, הביטוח והחיסכון במשרד האוצר.

יתרת הנכסים של התכניות לביטוח חיים מסוג "משתתפת ברווחים" הסתכמה בסוף 2004 בכ-58 מיליארדי ש"ח¹³. תכניות אלו השיגו בשנת 2004 תשואה נומינלית ברוטו של 8.6 אחוזים, לעומת 21 אחוזים בשנה הקודמת. תכניות ביטוח אלה אינן זכאיות להשקיע באג"ח מיועדות, ולכן מרבית הצבירה בהן מושקעת בשוק ההון הסחיר. הדבר בא לידי ביטוי בהרכב תיק הנכסים שלהן ובחלקן הגבוה יחסית בשוק האג"ח הממשלתיות (כ-8 אחוזים) ובשוק האג"ח הקונצרניות (כ-6 אחוזים). עם זאת, משקלן בשוק המניות עדיין נמוך יחסית (כ-2 אחוזים).

בבחינת הרכב תיק הנכסים של תכניות ביטוח אלו עולה כי רוב ההשקעה שלהן הוא באג"ח ממשלתיות סחירות, באג"ח קונצרניות, במניות, בפיקדונות בבנקים ובמזומן (דיאגרמה ה'8). העלייה ברכישת אג"ח פרטיות לא סחירות על ידי תכניות ביטוח אלו בשלוש השנים האחרונות הביאה לעלייה ניכרת של משקלן בתיק הנכסים, והוא הגיע בסוף 2004 לכ-12 אחוזים, לעומת כ-3 אחוזים בשנת 2001. תופעה זו מוסברת על רקע העלייה בגיוס כספים על ידי חברות בדרך של הנפקת אג"ח פרטיות, בתקופה זו, יחד עם העדפה של משקיעים אלו להשקיע באג"ח לא-סחירות על אף חסרון הנזילות שלהם, שכן השקעה כזאת נרשמת בספריהם על פי העלות המותאמת ולא חושפת אותם לתנודתיות כמו השקעה בנכסים סחירים. מצב זה עשוי להשתנות על רקע הנחיות דיווח חדשות שהוציא הממונה על שוק ההון, שעל פיהן גם השקעה באג"ח לא-סחירות תירשם על פי שווי השוק. (ראו סעיף ג'15). העלייה בהחזקת אג"ח פרטיות, בעיקר לא-סחירות, על ידי משקיעים אלו התאפשרה גם בזכות שינויים בכללי ההשקעה של חברות הביטוח, שנכנסו לתוקף באפריל 2001: לפיהם בוטלו מרבית מכסות ההשקעה שלהן בנכסים ספציפיים, דבר המאפשר להן להשקיע יותר גם באג"ח פרטיות.

משנת 2001 מותר לחברות הביטוח להשקיע בחו"ל. בשנת 2004 הן הגדילו את השקעותיהן בחו"ל בכ-950 מיליוני ש"ח, לעומת גידול של כ-3.4 מיליארדי ש"ח בשנים 2002 ו-2003 יחד – כך שמשקל רכיב זה בתיק הנכסים של תכניות ביטוח אלו נותר כמעט ללא שינוי ביחס לסוף השנה הקודמת (10 אחוזים).

5. רפורמות ושינויים בתחום המשקיעים המוסדיים

בשנת 2004 קודמו מספר רפורמות הנוגעות לפעילות המשקיעים המוסדיים. המרכזית והחשובה שבהן היא הרפורמה בשוק ההון (דוח ועדת בכר). רפורמות אלו הן חלק ממארג של רפורמות הנוגעות למערכת הפיננסית, שבוצעו בשנים האחרונות או נמצאות בהליכי ביצוע או גיבוש, רפורמות החותרות להגברת התחרות ולייעול השווקים הפיננסים בישראל (הרפורמה במס, הרפורמה של "עושי שוק" ועוד). להלן עיקרי הרפורמות.

א. הרפורמה בשוק ההון (ועדת בכר)

בספטמבר 2004 הוגש לשר האוצר דוח של הצוות לעניין הרפורמה בשוק ההון (ועדת בכר)¹⁴. מדובר בהמלצות שאושרו בממשלה בכפיפות למספר סייגים, ועובדות בימים אלה

13 לא כולל נכסים אחרים – רכוש קבוע, סכומים לקבל והוצאות רכישה נדחות.
14 בצוות לעניין הרפורמה בשוק ההון היו נציגים ממשרד האוצר (מנכ"ל המשרד, הממונה על שוק ההון, הביטוח והחיסכון והיועצת המשפטית), הרשות לניירות ערך (יור"ר הרשות), בנק ישראל (המשנה לנגיד והמפקח על הבנקים), משרד היועץ המשפטי לממשלה (המשנה ליועץ) והממונה על ההגבלים העסקיים.

את הליכי החקיקה הנדרשים ליישומן. מטרת רפורמה זו להביא להגברת התחרות בשוקי ההון והכספים (הן בניהול נכסי הציבור והן בתחום האשראי) באמצעות הפחתת הריכוזיות הגבוהה בהם וצמצום ניגודי העניינים המובנים בפעילותם של המתוכים הפיננסיים, ובכך לתרום להאצת הצמיחה ולרווחת הציבור.

בנק ישראל, משרד האוצר והרשות לניירות ערך אימצו את המלצות הצוות כמקשה אחת.

להלן תמצית של עיקרי ההמלצות המפורטות בדוח, לצד עיקרי השלכותיהן הצפויות על השווקים הפיננסיים ועל ענף הבנקאות בישראל. פירוט מלא של הדוח ניתן למצוא באתר האינטרנט של משרד האוצר www.mof.gov.il.

(1) הגברת התחרות בשוק ההון

לבה של הרפורמה הוא ההמלצה כי הבנקים ימכרו בהדרגה את מלוא החזקותיהם בקופות הגמל (בתוך שלוש שנים) ובקרנות הנאמנות (בתוך ארבע שנים). הצוות סבר כי הגברת התחרות בשוק חייבת להישען על שלושה תהליכים מרכזיים:

- הגברת התחרות בניהול הנכסים הכספיים של הציבור – צמצום הריכוזיות בשליטה ובניהול של השקעות הציבור, באמצעות ביזור הניהול של אפיקי ההשקעה.
- הגברת התחרות בתחום האשראי – צמצום הריכוזיות בתחום האשראי על ידי יצירת מקורות אשראי חלופיים מחוץ לבנקים.
- הגברת התחרות על מגזר משקי הבית – הטיית המערכת הבנקאית למתן שירות משופר למגזר משקי הבית על ידי חשיפתם של אלה למערכות חלופיות של מנהלי נכסים וספקי אשראי, פיתוח אפיקי השקעה חלופיים לאלו שמציעה הבנקאות הקלסית והרחבת המיגוון של הגופים המספקים מוצרי ביטוח חיים ופנסיה.

הפרדה בין הבנקים לבין קופות הגמל וקרנות הנאמנות צפויה להוביל לפיתוחו של שוק המימון החוץ-בנקאי, שיביא לגידול המיגוון מקורות האשראי, לירידה בעלות האשראי, להרחבה משמעותית של יכולות המימון של המשקיעים ויצירת חלופת אשראי לפירמות, אשר תצמצם את הסבסוד הצולב בין משקי הבית לעסקים בתמחור הבנקאי. ביזור הפעילות יתרום גם להתפתחות של משמעת שוק בהקילו על החוסכים לנטוש גופים שניהגו לרעתם, לטובת גופים מתחרים. הפרדה זו עשויה לשפר גם את ניהול האשראי הבנקאי, שיפור שיבוא לידי ביטוי בתמחור ובהקצאת המקורות, וכן בצמצום פער הריביות בין לוויים למלווים. פיתוח שוק מימון חוץ-בנקאי אף יסייע לבנקים להימנע מריכוז תיק האשראי בידי לקוחות בודדים ולהקטין את חשיפתם במימון פרויקטים ארוכי טווח. כן, צפויה הגברת התחרות לשפר את איכות השירותים שקופות הגמל וקרנות הנאמנות יעניקו לחוסכים.

כדי לצמצם את החשש כי המערך המוסדי החדש ילקה גם הוא בריכוזיות גבוהה וימנע התפתחות תחרות, מוצע כי שליטה והחזקה בשיעור מסוים מאמצעי השליטה בגוף מוסדי יותנו בקבלת היתר, בהתאם לשיקולים מסוימים. כמו כן יוגבל נתח השוק של הרוכש בתחום החיסכון לטווח ארוך (בקופות גמל, בקרנות פנסיה חדשות ובתיק משתתף של פוליסות ביטוח חיים) ל-15 אחוזים, ולקרנות נאמנות – ל-20 אחוזים.

(2) צמצום ניגודי העניינים

אחת המטרות של מכירת החזקותיהם של הבנקים בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות היא, כאמור, צמצום ניגודי העניינים המובנים בפעילותם של הבנקים מול לקוחותיהם. כדי להשיג מטרה זו מוצע, בין היתר, כי במסגרת חקיקה יוגדרו שני עיסוקים הדורשים הכשרה

פרק ה', המשקיעים המוסדיים

ורישוי, ונתונים להסדרה ופיקוח – ייעוץ ושיווק, הן במוצרים פיננסיים והן במוצרים פנסיוניים. הגופים הפועלים בשוק ההון יידרשו לבחור בין עיסוק בשיווק לעיסוק בייעוץ, על פי הגבלות ותנאים שנקבעו בדוח. עוד מוצע כי התאגידים הבנקאיים, הנדרשים למכור את בעלותם בקופות הגמל ובקרנות הנאמנות, לא יעסקו בשיווק אלא בייעוץ בלבד, וכי הגופים המוסדיים, שהם היצרנים והבעלים של המוצרים הפיננסיים והפנסיוניים, לא יעסקו בייעוץ אלא בשיווק בלבד.

כדי למנוע ניגודי עניינים, המליץ הצוות על מודל תגמולים ייחודי לעוסקים בייעוץ או הפצה. על פיו, גופים העוסקים בייעוץ, לרבות בנקים, יהיו מחויבים לעקרונות הבאים: (א) לא יקבלו כל תמורה מבעליו של המכשיר הפיננסי או הפנסיוני עבור ביצוע פעולות במוצרי; (ב) יהיו רשאים לגבות עמלה עבור ביצוע פעולות במוצרים פיננסיים או פנסיוניים מהלקוח בלבד ("עמלת ביצוע"). המלצה זו מבטיחה כי מערכת ההפצה הבנקאית תהיה במידה רבה נטולת אינטרסים מנוגדים, ותאפשר ללקוחות ליהנות מייעוץ פיננסי אובייקטיבי בסניפי הבנקים.

השליטה של הבנקים בתחום החיתום מוסיפה רובד נוסף לריכוזיות בשוק ההון וכן לניגודי העניינים (בהיות הבנקים חתמים מצד אחד ובעלים ומנהלים של גופים מוסדיים הניצעים בהנפקות מהצד האחר). כדי לצמצם את הדומיננטיות של חברות החיתום שבשליטת הבנקים מוצע למנוע מגופים מלווים לשמש חתמים מובילים ולהגביל את החתם במכירת ניירות ערך לגופים מוסדיים קשורים. יישום ההמלצה יאפשר לבנקים להמשיך ולפעול בתחום החיתום, בתנאים האמורים, וימנע מהם לפעול כחתמים מתמחרים באותם מקרים שבהם יש פוטנציאל לניגודי עניינים.

(3) הסדרת מבנה פיקוח על הגופים החוץ-בנקאיים והאחדת הנורמות לניהול נכסי ציבור תשתית הרגולציה ומבנה הפיקוח של שוק ההון בישראל מתאפיינים, בין היתר, בהעדר מסגרת חוקית שלמה ומקיפה להסדרת פעילותן של קופות הגמל, וביזור רשויות הפיקוח, הגורם, לעיתים, להוראות הסדרה שונות, ולהעדר מדיניות פיקוח עקבית לגבי נושאים דומים במהותם. הוועדה שוקדת כעת על גיבוש המלצות בעניין התוכן והמבנה הרצויים של הפיקוח בשוקי הכספים וההון, במיוחד לנוכח השינויים המוצעים במסגרת הרפורמה. יש חשיבות רבה לגיבוש תשתית עקבית ואחידה ככל שניתן לרגולציה, פיקוח ואכיפה בפעולותיהם של הגופים המוסדיים, ובלעדיה ה"רפורמה בשוק ההון" לא תהיה מלאה. במסגרת המלצות הוועדה מוצע כי יחוקק חוק קופות גמל שיסדיר את כללי הפיקוח והאכיפה לגבי קופות הגמל. הוראות חוק זה, וכן ההוראות הקיימות לגבי גופים מוסדיים אחרים, תותאמה כך שהנורמות החלות בתחום ניהול נכסים פיננסיים תהיינה דומות ככל שניתן, תוך התחשבות במאפיינים המיוחדים של הנכסים השונים. ראוי להדגיש כי יש התנגדות לרפורמה בעיקר מצד הבנקים. זו מתבססת, בין היתר, על הטענות הבאות:

- פוטנציאל הרפורמה בתחום הגברת התחרות קטן, שכן היא מוציאה את הבנקים לחלוטין מתחום הפעולה של המשקיעים המוסדיים.
- יישום ההמלצות לא יפחית את הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק ההון, אלא רק יסיט אותם למקום אחר: חברות הביטוח שעשויות לקבל את הבעלות על קופות הגמל מנהלות כבר היום תיקי השקעות וחברות חיתום, והריכוזיות בענף הביטוח לא פחותה מזו שבמערכת הבנקאות.
- הוצאת הניהול של הגופים המוסדיים והבעלות עליהם מהבנקים (שהם בעלי יתרונות

לגודל בניהול נכסים פיננסיים) לגופים חוץ-בנקאיים (המאופיינים בחוסר יעילות באספקת השירותים הפיננסיים בשל העדר יתרונות לגודל) עלולה להביא לייקור השירותים הפיננסיים ללקוחות (עמלות ודמי ניהול גבוהים). משלחת קרן המטבע הבין-לאומית, בביקורה בארץ בדצמבר 2004, שיבחה את השינויים המבניים שננקטו בשוק ההון הישראלי בשנים האחרונות, וסברה כי לנוכח שינויים אלו, ייתכן שהחקיקה להפרדת קופות הגמל וקרנות הנאמנות מהבנקים תהיה מיותרת. המשלחת גם העלתה את האפשרות כי התערבות בשווקים, על ידי הטלת מגבלות על הבנקים באמצעות חקיקה, עלולה להקטין את האטרקטיביות של השוק הישראלי בעיני גופים פיננסיים זרים.

ב. הפעלת מערכת מסחר נפרדת לאיגרות חוב לא סחירות שבידי משקיעים מוסדיים

בחודש מאי החלה לפעול בבורסה לניירות ערך מערכת מסחר נפרדת למשקיעים מוסדיים בהתאם להמלצות ועדת ראובן בכר מאוגוסט 2003. המערכת החדשה מאפשרת פיתוח זירת מסחר לאג"ח שאינן ניתנות להמרה במניות, אשר הונפקו בהנפקה פרטית למשקיעים מוסדיים, למעט קרנות נאמנות¹⁵, ועל פי חוק ניירות ערך לא ניתן לרשום אותן למסחר בבורסה – שכן לא פורסם תשקיף לצורך זה. מאז השקת מערכת המסחר החדשה נרשמו בה למסחר אג"ח פרטיות בסך של כ-4 מיליארדי ש"ח, והיקף העסקאות הסתכם ב-115 מליונים (39 עסקאות).

מערכת המסחר החדשה היא ייחודית למשקיעים המוסדיים ומתנהלת במסלול שאין זיקה בינו לבין מערכת המסחר הרגילה המשמשת את כלל הציבור, למעט שימוש משותף בתשתית התקשורת והמחשבים של הבורסה. רישום למסחר במערכת זו לא מחייב פרסום תשקיף, דיווח שוטף ותשלום אגרות לרשות, וכן אין פיקוח של הרשות על הדיווח של החברות. עם זאת יש פיקוח של הרשות על המסחר בניירות הערך.

ניירות הערך הנסחרים במערכת החדשה נרשמים במסלול הבורסה, במערכת סליקה נפרדת של ניירות ערך לא סחירים ("מערכת נ.ש.ר"). הפקודות למערכת המסחר מוגשות באמצעות חברי הבורסה, והציטוטים והכמויות המוצעים גלויים לכל הציבור, בעוד ששמות הקונים והמוכרים וחברי הבורסה שהם פועלים באמצעותם חסויים. עמלות המסחר והסליקה בניירות הערך הנסחרים במערכת החדשה נמוכות יחסית לניירות ערך סחירים אחרים. כללי המסחר במערכת זו זהים ככל הניתן לכללי המסחר באג"ח הרשומות למסחר בבורסה.

מערכת מסחר זו צפויה להגדיל את הנזילות בשוק האג"ח הפרטיות, וכן להגביר את השימוש בהנפקות הפרטיות כמכשיר לגיוס הון ממשקיעים מוסדיים (על אף השינוי בשיטת השיערוך של הנכסים הלא סחירים – ראו בהמשך). זאת משום שהיא תאפשר שימוש במכשיר גיוס זול ומהיר יחסית בלי שהמשקיעים יצטרכו לוותר על הסחירות והנזילות של הניירות המונפקים. המערכת תאפשר גם למשקיעים מוסדיים גמישות רבה יותר בניהול השקעות אלה, שכן הם יוכלו ביתר קלות, למכור או לקנות ניירות ערך לאחר ההנפקה. החברות המנפיקות מעדיפות בדרך כלל גיוס חוב באמצעות הנפקה פרטית, שכן היא מהירה יותר ועלותה נמוכה יותר. נוסף על כך, אם יתאפשר בעתיד גם לקרנות הנאמנות

15 אם יתברר בעתיד כי רמת הסחירות והנזילות במערכת גבוהה, תאפשר הרשות גם לקרנות הנאמנות להשקיע בניירות ערך הרשומים למסחר במערכת זו.

להשקיע בניירות הערך הרשומים במערכת מסחר זו יגדל מיגוון המשקיעים בניירות הלא סחירים, דבר שיתרום תמורה נוספת להתפתחות שוק זה.

ג. שינוי שיטת השיערוך לנכסים לא סחירים המוחזקים בידי משקיעים מוסדיים

תקנות ההשקעה של קופות הגמל וחברות הביטוח קבעו הוראות שיערוך לנכסים שמחזיקים משקיעים אלה, נוסף על כללי השקעה שעל פיהם הם רשאים להשקיע. תקנות ההשקעה קבעו, כי נכסי הקופות ישוערכו על פי השווי ההוגן, וזאת כדי למנוע את הבעייתיות הגלומה בהצגת נכסים לפי העלות המותאמת. השווי ההוגן נקבע כסכום שתמורתו ניתן להחליף נכס או לסלק התחייבות במהלך העסקים הרגיל בין קונה מרצון למוכר מרצון, שברשותם המידע הדרוש לצורך ביצוע העסקה. כיום הנכסים הסחירים בתיק הנכסים של הקופות משוערכים על פי השווי ההוגן, אולם קיימים עדיין מספר סוגי נכסים לא סחירים המשוערכים על פי העלות המותאמת, ואלה היוו בסוף 2004 בממוצע כ-56 אחוזים מנכסי המשקיעים המוסדיים¹⁶. נכסים אלה הם פיקדונות, הלוואות, אג"ח לא סחירות ותעודות חוב מסחריות לא-סחירות.

על פי הנחיות דיווח חדשות שהוציא משרד האוצר, החל מאפריל 2005, תשתנה שיטת השיערוך של הנכסים הלא סחירים: כל המשקיעים המוסדיים ישערכו את הנכסים הלא סחירים שלהם בהתאם לשוויים הכלכלי הוגן. השיטה תחול על פיקדונות, הלוואות ואג"ח לא-סחירות, ורק לגבי נכסים שהונפקו או נרכשו לאחר אוגוסט 2003 (למעט אג"ח מיועדות בקרנות הפנסיה הוותיקות). השיערוך יתבצע באמצעות תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים מהנכס והיוון כל תזרים ותזרים לפי שיעור התשואה המתאים, בהתאם לרמת הסיכון והתקופה לפדיון. חברת "שערי ריבית", שנבחרה על ידי משרד האוצר, תהיה זו שתספק ציטוט של שיעורי הריבית חסרי הסיכון ופרמיות הסיכון לצורך שיערוך נכסים לא-סחירים עבור המשקיעים המוסדיים. שיטת השיערוך החדשה, על פי השווי ההוגן, תאפשר לעמיתים לקבל את השווי הקרוב ביותר לשווי הכלכלי האמיתי של הנכס, ועשויה למנוע החלטות השקעה שלא על בסיס כלכלי אמיתי, סבסוד בין עמיתים ובעיות נוספות. השיטה החדשה שומרת על אובייקטיביות מלאה בכל הנוגע לחישוב שוויים ההוגן של נכסים דומים, כך שפיקדון או הלוואה שנתנו המשקיעים המוסדיים לתאגיד ישוערכו בהתאם לשיעורי ריבית אחידים, המתאימים לאותו תאגיד בהתאם לציטוט שיעורי הריבית. כן צפוי המעבר לשיטת השיערוך החדשה להקטין את התמריץ שהיה למשקיעים מוסדיים להשקיע בנכסים לא סחירים כדי למתן את התנודתיות בתשואותיהם.

ד. הגדלת שיעור ההפקדות במכשירי חיסכון פנסיוניים

כחלק ממדיניות הממשלה לעידוד החיסכון לגיל הפרישה, הוכנס תיקון לתקנות מס ההכנסה בדבר הגדלת שיעור ההפקדות למכשירי חיסכון פנסיוניים. התיקון מאפשר להגדיל את שיעור ההפקדות המותרות לכל מכשירי החיסכון הפנסיוניים (קופות גמל, ביטוחי מנהלים המאושרים כקופות גמל וקופות פנסיה ותיקות וחדשות) ולהעמידם על שיעור אחיד של 7 אחוזים מהשכר להפקדות עובד ו-7.5 אחוזים מהשכר להפקדות מעביד. תוקף תחולת התיקון הוא ינואר 2005, ולגבי קרנות פנסיה ותיקות – ינואר 2004. המשמעות הנגזרת של תיקון זה היא שיהיה אפשר להגדיל את החיסכון הפטור ממס, וכך

16 קופות הגמל, קרנות ההשתלמות, קרנות הפנסיה והתכניות לביטוח חיים.

ליהנות מתנאי פרישה משופרים ומסכומי חיסכון גבוהים יותר לצורך פנסיה. האחדת גובה ההפקדות בכל האפיקים הפנסיוניים גם תקל על העמיתים והמעבידים את ההשוואה בין אפיקי החיסכון השונים, ותגביר את התחרות ביניהם.