

הופעת אורח

זכות הציבור לא לדעת

השילוב בין החובה לשערך אחת לחודש את הנכסים הלא סחירים בקופות הגמל לבין רפורמת הניוד החופשי, גורם למנהלים לבצע השקעות מסוכנות, ולעיתים אף לדרווח על תשואות שקריות • הפתרון: הקופות ישערכו את הנכסים הלא סחירים אחת לחודש, אך יפרסמו את התוצאות רק פעם בשנה-שנתיים



פרופ' חיים לוי

לאחרונה ספגו שלושה בתי השקעות - אקסלנס, ילין לפידות ופרפקט - קנסות בגין דיווחים לא נכונים על תשואות שהשיגו קופות גמל בנייהולם. למרות שלא נמצאו ראיות לפלילים, עובדה היא שמנהלי הקופות שיערכו בצורה שגויה את הנכסים הלא סחירים שלהם, וכתוצאה מכך דיווחו לציבור המשקיעים על תשואות שגויות. דבר זה עלול להטעות את המשקיעים ולהסב להם נזק. ב-29 בנובמבר פורסם שהמשטרה בודקת חשד שלפחות קופת גמל נוספת, רביעית במספר, פרסמה תשואות לא נכונות, בעקבות תלונה של המפקח על שוק ההון באוצר, דין ענתבי. האם מדובר בשוגג או

במזיד? על כך נדע בתום החקירה המשטרתית. אבל מכיוון שסכומי עתק מחסי כונות הציבור מושקעים בקופות הגמל (למעלה מ-200 מיליארד שקל), כדאי שנבדוק את הסיבות שיכולות לגרום לדיווחים שגויים, ואת הסיבות שעלולות לדרווח את מנהלי קופות הגמל לשערך בצורה לא מדויקת את הנכסים הלא סחירים בפורטפוליו של הקופה שלהם.

צרת השיערוך

צריך לזכור שקרנות נאמנות משקיעות על פי חוק רק בנכסים סחירים, בעיקר מניות ואגרות חוב. לפיכך, בתום כל יום מסחר ניתן לקבוע במדויק את שווי הנכסים של כל קרן נאמנות על פי השערים בבורסה. המצב שונה בקופות הגמל, שרשאיות להשיע גם בנכסים לא סחירים, כגון

נדל"ן ואגרות חוב לא סחירות. כדי לקבוע את שווי נכסי קופות הגמל, יש צורך לבצע כל כמה זמן שיערוך, או אמדן שווי, של הנכס הללו. השיערוך אינו מתיימר להיות מדויק, ומהווה אמדן בלבד לשווי הכלכלי האמיתי של הנכס. ולמה נחוץ שיערוך שכזה? למשיע קיעים בקופות הגמל מותר למשוך את כספם בחזרה מהקופה בתום תקופת ההשקעה. במידה ולא יערך תהליך שיערוך נכסים, המשיכות יהיו בהתאם לשווי ההיסטורי של הנכס, שבו הוא נרכש במקור על ידי הקופה, ולא לפי הערכת השווי הנוכחי שלו. כתוצאה מכך, משקיע המושך את כספו יכול להפסיד (אם ערך הנכס עולה עם הזמן, מה שגורם לשווי הנוכחי המשוערך להיות גבוה מן השווי ההיסטורי בו רכשה הקופה את הנכס), או להרוויח (אם השווי ההיסטורי גבוה מהשווי המשוערך בהווה).

המפקח הקודם,

אייל בן שלוש, היה ער לבעיה הזו, ולכן הנהיג את החובה לשערך את הנכסים הלא סחירים אחת לחודש. כיועץ של בן שלוש, תמכתי בצורך לשערך נכסים לא סחירים. אולם, השילוב בין הצורך בדיווח חודשי לבין הרפורמה שהתחרה ללה בינתיים בשוק ההון במטרה להרחיב את גמישות ההשקעה של הציבור מול הקרנות והקופות, הוא קטלני. שילוב זה יוצר מדרף מטורף אחרי שיעורי תשואה, שבמהלכו נגררים מנהלי הקופות לבצע השקעות לא רצויות, ואולי אף לדרווח על תשואות שקריות.

בעיית הניוד

הרפורמה בשוק ההון אפשרה למשקיע הישראלי, לראשונה בתולדות שוק ההון, לעבוד מקופת גמל אחת לשנייה בקלות יחסית, במקום להיות מחויב לקרן אחת למשך כל זמן ההשקעה. החופש הזה יצר תחרות עזה בין הקופות: כל מנהל של קופת גמל חושש לדרווח על תשואה נמר כה יחסית, שעלולה לגרום לבריחת משקיעים לקופת אחרת. כאן טמונה סיבה אחת שעלולה להביא לדיווח על תשואות גבוהות מאלה שהושגו בפועל, באמצעות שיערוך המוטה כלפי מעלה של נכסים לא סחירים. כאמור, חריגה כזו עלולה להיגרם גם בשוגג, מאחר והשיערוך אף פעם לא מדויק.

אבל אפילו אם דיווח התשואות הוא מדויק לגמרי, חובת הדיווח על תשואות הקופה מדי חודש פוגעת בכלכלתו - ציבור החוסכים לטווח ארוך. הסיבה לכך היא שאסטרטגיית השקעה לטווח ארוך, ופיזור התיק בין מניות, אגרות חוב, מט"ח ועוד, שונה בתכלית מטקטיקת השקעות לטווח קצר של חודש בלבד. כיום, מנהל קופת גמל מרגיש שהוא נשפט מדי חודש על ידי העיתונות הכלכלית, שמפרסמת בהבלטה את טבלת התשואות של כל קופות הגמל. המנהל יודע שגם חברי הדירקטוריון של הקופה קוראים את העיתון, והם לא יחסו להפנות אליו אצבע מאשימה אם קופת הגמל בניהולו תדרג במקום נמוך בטבלת התשואות החודשיות. בדיוק כמוהו, גם הם מבינים שהציבור מסתכל על הטבלה,

כל מנהל של קופת גמל חושש לדרווח על תשואה נמוכה יחסית, שעלולה לגרום לבריחת משקיעים לקופת אחרת

אם התנודתיות בבורסה היא כזו שביצועים בחודש אחד לא מנבאים דבר, אין סיבה להתהדר או להתבייש בתשואות

התשואות החודשיות, בשעה שקרן אחת מככבת בראש הטבלה ומתפארת בתשואות גבוהות יותר? במציאות שנוצרה כיום, מנהלי ההשקעות מנסים למצוא חן בתום כל חודש בעיני המשקיע. ואין דרך טובה יותר למצוא חן בעיני משקיעים קיימים ולפזול לכיוון משקיעים חדשים, מאשר לדרווח על תשואות חודשיות המקנות לקופה דרוג גבוה יחסית - אפילו במחיר של פגיעה באותם משקיעים עצמם בטווח הארוך.

גם המשקיעים עצמם אחראים למצב שנוצר. מעבר תזזיתית בין קופות שנעשה על בסיס הצצה בדירוג התשואות החודשי, מנוגד לכל היגיון כלכלי. לדוגמה, אם קופה אחת משקיעה רק 5% מהונה במניות והיתר באג"ח, ואילו קופה שנייה משקיעה 20% במניות, בחודש בו הבורסה עולה האחרונה תוכל להציג תשואות גבוהות יותר. טבלת התשואות תתפרסם, ומשקיעים שירצו לקפוץ על הסוס המנצח יעבירו נכסים מקרן

רו מרצונם לעבור לשנייה, ימצאו את עצמם שוב מפסידים. המסקנה היא שמומלץ למשקיעים לגלות אורך רוח, ולא לקפוץ בתזזיתיות מקופת גמל אחת לשנייה, למרות שעכשיו החוק מאפשר זאת. מה הם כן צריכים לעשות? לברוק היטב את אסטרטגיית ההשקעה של קופת הגמל, ולבחור את זו שמתאימה להם מבחינת תמהיל ההשקעה (מניות/אג"ח), ומבחינת רמת הסיכון שכל משקיע מוכן ליטול על עצמו.

מרדף שקול ומחושב

אין ספק שרצוי שקופות הגמל ימשיכו לשערך את הנכסים הלא סחירים כל חודש. כך יוכיחו משקיעים שפודים את כספם, לקבל את התמורה המשוערכת לנכס שברשותם, גם אם היא לא מדויקת במאה אחוז. ואולם, מומלץ שתשואות הקופות לא יפורסמו כל חודש אלא רק פעם בשנה, או אפילו פעם בשנתיים. כך יוכל מנהל הקופה לנהל את ההשקעות לטווח ארוך, ללא שמרחת מעל ראשו כל העת חרב העיתונות. התחרות בין הקופות תימשך, אבל זה יהיה מרוץ שקול ומחושב לטווח ארוך, ולא מרדף פרוץ על בסיס יום-יומי. אחרי הכל, קופות גמל הן אפיק השקעה לטווח ארוך, וניהול הקרן צריך להיעשות בהתאם - מתוך ראייה למרחקים.

בקיצור, שיערוך חודשי - כן, דיווח חודשי - לא. הדיווח בתדירות גבוהה מכביד את מנהלי הקרן פות לחץ לא בריא במרדף אחר תשואות לטווח הקצר. בסופו של דבר הוא גורם למדיניות השקעות שמפחיתה את התגמולים למשקיעים. אם התנודתיות בבורסה היא כזו שביצועים בחודש אחד לא מהווים מנבא טוב לחודש שאחריו, אין כל סיבה להתהדר או להתבייש בתשואות שהושגו בתקופת זמן זו. כל מנהלי הקופות יודעים את זה. הגיע הזמן שהם יתחילו לפעול בהתאם, וישנו את יחידות הזמן שבהם הם פועלים משבועות חודשיים לשניים. •

צילום: Istock



www.globes.co.il
גלובס
עיתון העסקים של ישראל

Grant Thornton
פאהן קנה ושות'

הזמנה ללקוחות וידידי פאהן קנה ושות'
כנס היערכות במסים 2008
יום חמישי, 13 בדצמבר 2007
מלון דניאל הרצליה

בכנס יושק המדריך
"היערכות במסים 2008"
ויחולק כשי ללקוחות

על סדר היום:

| | |
|-------------|---|
| 8:30-9:00 | התכנסות וכיבוד קל |
| 9:00-9:15 | דברי פתיחה והנחיית הכנס |
| 9:15-9:45 | ר"ח מיקי בלומנטל, שותף מנהל - פאהן קנה ושות' Grant Thornton |
| 9:45-10:15 | סקירת שינויים ב-2007 ומבט לקראת 2008 |
| 10:15-10:45 | ר"ח יגאל רופא, מנהל מחלקת המסים - פאהן קנה ושות' Grant Thornton |
| 10:45-11:15 | עדכוני פסיקה |
| 11:15-11:45 | עו"ד יוסי דולן - יוסי דולן משרד עו"ד |
| 11:45-12:45 | דגשים עיקריים בחוק לעידוד השקעות הון |
| 12:45-13:45 | ר"ח (עו"ד) יוסי קורן - משרד שיבולת ושות' עורכי דין |
| 13:45-14:15 | פאנל מומחים - השלכות מיסוי, חשבונאות וכלכלה בעידן ה-IFRS |
| 14:15-14:45 | ר"ח שלומי ברטוב, מנכ"ל - פאהן קנה ושות' Grant Thornton |
| 14:45-15:15 | ר"ח אודי סדן, מנהל המחלקה המקצועית - פאהן קנה ושות' Grant Thornton |
| 15:15-15:45 | ר"ח יגאל רופא, מנהל מחלקת המסים - פאהן קנה ושות' Grant Thornton |
| 15:45-16:15 | הפסקה |
| 16:15-16:45 | היבטי מס ביחס להשקעות נדל"ן בהודו |
| 16:45-17:15 | ר"ח מיטל הושמנד-חלימי, מנהלת תחום מיסוי בינלאומי, מחלקת המסים - פאהן קנה ושות' Grant Thornton |
| 17:15-17:45 | מחירי העברה - מבט לפרקטיקה בישראל ובארה"ב |
| 17:45-18:15 | ר"ח ערן גבאי, מנהל תחום מחירי העברה, מחלקת המסים - פאהן קנה ושות' Grant Thornton |
| 18:15-18:45 | פתרונות מס ותכנונים לפעילות בארץ ובח"ל |
| 18:45-19:15 | ר"ח יגאל רופא, מנהל מחלקת המסים - פאהן קנה ושות' Grant Thornton |
| 19:15-19:45 | ר"ח מיטל הושמנד-חלימי, מנהלת תחום מיסוי בינלאומי, מחלקת המסים - פאהן קנה ושות' Grant Thornton |
| 19:45-20:15 | ארוחת צהריים חגיגית |

נשמח לראותכם