

הארץ

מהפכת דמי הניהול || להעביר את קרנות הפנסיה לניהול פסיבי, ליותר על מנהלי השקעות

בעוד ניטש הוויכוח על גובה דמי הניהול בחיסכון הפנסיוני, בא פרופ' חיים לוי ומציע להוריד אותם באופן דרמטי ולהוסיף מאות אלפים לפנסיה שלכם

19:08 | 03.02.2012 | [שרון שפורר](#)

איש אקדמיה מנותק מהמציאות או הילד שמצביע על המלך העירום? כבר כמה שבועות שפרופ' חיים לוי - דיקן בית הספר למינהל עסקים במרכז האקדמי למשפט ועסקים ברמת גן, ודיקן לשעבר של בית הספר למינהל עסקים באוניברסיטה העברית - סבור שבידו הפתרון האולטימטיבי לניהול החיסכון הפנסיוני של הציבור. הוא מנסה להפוך את הרעיון להצעת חוק מהפכנית. בשבוע הקרוב הוא ייפגש עם שר בכיר בממשלה, הידוע כרפורמטור, בתקווה שיצליח למכור לו את הרעיון.

דרכו של לוי לא תהיה פשוטה. הוויכוח המרכזי על החיסכון הפנסיוני נסוב כיום על מידת ההגבלה של דמי הניהול - האם יוגבלו ל-1.2%, כפי שמציע הממונה על שוק ההון והביטוח עודד שריג; או שיוגבלו ל-0.7%, כפי שמציע חבר הכנסת חיים כץ (הליכוד). קשה לחשב את גודל הפער הזה בסכום אבסולוטי, שכן ההצעות של כץ ושריג מתייחסות לאפיקים שונים בחיסכון הפנסיוני.

ואולם לנוכח העובדה שכלל החיסכון הפנסיוני של הציבור בישראל מסתכם בכ-850 מיליארד שקל, וכמחצית מכך באפיקים השונים אליהם מתייחסים כץ ושריג - הרי שמדובר בפער שיכול להגיע גם למאות מיליוני שקלים בשנה.

כיום נעים דמי הניהול הממוצעים על הכסף שנצבר בקופה סביב 1%. עם זאת, הם מוטים כלפי מטה בשל הקופות המפעליות (קופות כמו אלה של התעשייה האווירית, האוניברסיטאות וכו') אשר בהן דמי הניהול הממוצעים נמוכים מאוד. על פי נתוני משרד האוצר, יותר משני שלישים מהחוסכים בישראל משלמים למעלה מ-1.2% דמי ניהול.

אש הממשלה בנימין נתניהו שלח את כץ ושריג לפתור את העניין במשא ומתן. לוי, לעומת זאת, חושב שאת דמי הניהול אפשר להוריד עד ל-0.3%, ואולי פחות. איך? לדעתו הגיע הזמן להפנות את החיסכון הפנסיוני של הציבור אל הניהול הפסיבי - כלומר, השקעה של קופות הגמל באופן עיוור במדדים או בתעודות סל המחקות את תנועת המדדים המובילים, כך שיד אדם כמעט ולא תגיע בהן. מהלך זה יקטין באופן דרמטי את דמי הניהול הנגבים על ניהול אותן קופות. המהלך לא יפגע בתוצאות של הקופות - שכן הוא יכווץ את הוצאותיהן ממילא.

כולם טועים

"מנהלי השקעות בכל העולם, וגם בישראל, שבויים בקונצפציה שהם יודעים להכות את השוק (כלומר: להשיג תשואות גבוהות יותר מהתשואה של השוק). הם חושבים שהם יודעים להשקיע בעיתוי הנכון ולבחור את ניירות הערך הנכונים", אומר לוי בראיון ל"הארץ". "אבל כבר שנים רבות שהמציאות מלמדת, שאף אחד לא יודע להכות את השוק - בוודאי לא לאורך זמן - ושאנחנו בכלל לא צריכים אותם".

מה זאת אומרת?

"קחי למשל את ביל גרוס, מנהל אחת הקרנות הגדולות בעולם - פימקו. ב-2009 הוא הכה את רוב המתחרים שלו בקטגוריית ההשקעות באג'י"ח, שבה הוא מתמחה. הכסף החל לזרום אליו והוא הגיע לשווי נכסים מנוהל של 250 מיליארד דולר. ומה קרה ב-2011? התשואה שלו היתה רק 4.2%, הוא פיגר אחרי 70% מהקרנות המתחרות - והכסף התחיל לברוח ממנו. קנת רוגוף, הכלכלן שחזה את קריסת הבנקים בארה"ב ב-2008, חזה בסוף 2009 שהתשואה באגרות החוב לטווח ארוך של

ממשלת ארצות הברית תגיע ל-7%. היא הגיעה ל-2% בלבד. זה פער שנשמע זניח, אבל הוא יכול להתבטא בעשרות אחוזים בתשואה של תיקים מנוהלים.

"אבי ג'וזף כהן, האסטרטגית הראשית של גולדמן סאקס, אופטימית לגבי השווקים כבר שנים - אבל טועה כל פעם מחדש. ב-2008 היא צפתה עלייה של 10% במדד דאו ג'ונס האמריקאי, אבל הוא גמר בירידה של 34%. אלה אנשי המקצוע הטובים בעולם, אבל מתברר שאף אחד לא יודע לנבא לאן הולך השוק".

אתה מדבר על ארה"ב וגם על קרנות השקעה, ואנחנו מדברים על קופות גמל.

"קופות גמל הן בעצם תיקים מנוהלים, והמצב שם דומה גם בישראל. לאחרונה בדקתי את הביצועים של אלף קופות וקרנות פנסיה ביחס לסיכון שהן נוטלות לאורך חמש שנים. זהו מדד מקובל לבדיקת ביצועים, הקרוי בשפת הכלכלנים 'אלפא'. האלפא מחשבת עד כמה כל קופה הצליחה להכות את השוק ולהשיג יותר מהמוצע ביחס לסיכון שלה, כלומר למידת תנודתיותה. הממצאים הדהימו אותי: הביצועים של חצי מהקופות היו טובים יותר מהשוק ביחס לסיכון שנטלו, וחצי מהקופות פיגרו אחרי השוק. ואם לא די בכך, ברגע שניכיתי מהממצאים את דמי הניהול הממוצעים בקופות, בגובה כ-1%, גיליתי שנשארו רק ארבע קופות מתוך אלף שהצליחו להכות את השוק.

"בשביל זה אני צריך שינהלו לי את החיסכון הפנסיוני שלי? תודה רבה, אני אטיל מטבע בעצמי, ושמנהלי ההשקעות, האנליסטים והכלכלנים ימצאו משהו אחר לעשות במקום לשבת, לנתח, לחזות נכונה רק בחלק מהמקרים ולקבל ממני כסף".

ובכל זאת, אנחנו רואים בכל שנה בדירוג הביצועים של קופות הגמל מי טוב ומי לא, מי הכה את השוק ומי לא - אז נראה שאיכות הניהול חשובה.

כמה זוללים דמי הניהול? לחצו להגדלה

"בעזרת ניהול אפשר להכות בשנה מסוימת את השוק - אבל בוודאי לא לאורך זמן. אם מדרגים את ביצועי קופות הגמל רואים, שהקופה הטובה ביותר לפני שנה היתה של ילין לפידות; לפני שלוש שנים, הקופה הטובה ביותר היתה של מיטב; ולפני חמש שנים הקופה הטובה ביותר היתה של אנליסט. כלומר, המובילים מתחלפים כל הזמן ואי אפשר להסיק שום דבר על ביצועים עתידיים".

אז מה אתה מציע?

"אפשר לעשות אחת משתיים - להקים מסלולים של ברירת מחדל בגופים הקיימים: כל לקוח שלא יבחר אחרת, החיסכון הפנסיוני שלו ינוהל באופן פסיבי, כך שהכסף יושקע בתעודות סל או מדדים קבועים מראש. דרך אחרת היא, שהאוצר יקים מלכ"רים (מוסדות ללא כוונת רווח) שינהלו את החסכונות באופן פסיבי. חוסך שיבקש אחרת - כלומר, ירצה שכספו ינוהל בידי אדם ולא באופן אוטומטי וממוחשב, ויושקע במדדים או תעודות סל - יוכל לעשות זאת. הוא יחליט, לנוכח הביצועים במסלולים האקטיביים, אם שווה לו לשלם דמי ניהול גבוהים יותר".

אתה מתעלם מכך, שהחלק מדמי הניהול הנובע מניהול ההשקעות נמוך ביחס לכלל דמי הניהול ומגיע ל-0.1%, בעוד דמי הניהול הממוצעים הם לפחות 1%. כלומר, אין פה אפשרות לחיסכון דרמטי בגלל מעבר לניהול פסיבי.

"נכון שניהול ההשקעות הוא חלק קטן, אבל באמצעות סלים קבועים מראש אפשר יהיה לצמצם את חלק הארי של דמי הניהול, ולא רק את זה שיוצא על ניהול השקעות. לא צריך סוכנים שמשמשים רק מתווך ומקבלים חצי מדמי הניהול - כי כל הסלים יהיו זהים. אין הוצאות תפעול גדולות, אין צורך בהון אנושי רב ובשיווק, לא צריך מנהלים, לא אנליסטים, לא דירקטוריונים ולא ועדות השקעה. אין צורך אפילו ביותר מדי רגולציה כי ההשקעות, כאמור, יעשו באופן אוטומטי וממוחשב.