



השפעת סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה על השקעות קרנות הפנסיה וקופות הגמל



גיא לקן

משה ברקת

ד"ר משה ברקת הוא חבר סגל בכיר בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב ויו"ר הפורום לחקר השקעות אלטרנטיביות בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב. רואה חשבון מוסמך וד"ר למנהל עסקים (PhD) מאוניברסיטת קולומביה בניו יורק, בעל תואר ראשון בחשבונאות וחקר ביצועים, ובעל שני תארים שניים בהצטיינות מאוניברסיטת תל אביב (MBA) ומאוניברסיטת קולומביה (Mph). הוא כיהן כמרצה וכמרצה בכיר באקדמיה מעל 20 שנה, בין היתר חמש שנים בסגל של אוניברסיטת דיוק בצפון קרלינה, ופרסם מספר ספרים, מחקרים ומאמרים. יועץ בכיר לחברות מובילות בין-לאומיות ומקומיות בתחומי השקעות, פיננסים, אסטרטגיה עסקית, חשבונאות, בנקאות וביטוח, ובעל ניסיון ניהולי בכיר במגזר הפרטי והציבורי. שימש כממונה על רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, כיו"ר הפניקס החזקות והפניקס ביטוח, כמנהל מחלקת תאגידים ברשות ניירות ערך, וכדירקטור בחברות ציבוריות. כמו כן, הוא אחד האנשים הבולטים שניהלו בתפקיד משמעותי (במשך 16 שנה במצטרב) בשלוש רשויות הפיקוח הפיננסיות בישראל: הפיקוח על הבנקים בבנק ישראל, רשות ניירות ערך, ורשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון.

גיא לקן הוא דוקטורנט ומרצה בבית הספר למנהל עסקים באוניברסיטה העברית. בעברו היה מנהל המחלקה הכלכלית ברשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון. מחקריו עוסקים בהשקעות הגופים המוסדיים בנכסים אלטרנטיביים, בעיקר בקרנות השקעה פרטיות מסוגים שונים, בהלוואות פרטיות ובנדל"ן. כמו כן, גיא חיבר במשותף עם משה ברקת ואיתי קדמי את הספר "תור הזהב של המשקיעים המוסדיים", השופך אור על סוגיות מרכזיות ואקטואליות הנוגעות לעולם ההשקעות של המשקיעים המוסדיים.

תקציר

במחקר זה נציג את ההשפעה הפוטנציאלית של סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה, שעשוי לחשוף למס חלק מהכנסותיה של קופת גמל (קרנות פנסיה), על השקעות הקופות בנכסים אלטרנטיביים. סעיף 9(2) עשוי להביא למצב שבו הכנסות קופות הגמל שהושגו מפעילויות מסוימות, כדוגמת השקעות ישירות בנדל"ן אן בתשתיות, עשויות להיות חשופות למס, ולמעשה לגרום להשקעה בחסר של קופות הגמל באותם הנכסים, תוך פגיעה בחוסכים ובכלכלה הישראלית. במחקר זה נתמקד בהשפעות על החוסכים בקופות הגמל, בהשוואה למבוטחים בביטוחי החיים (שסעיף 9(2) לפקודה לא חל עליהם). כמו כן, נדון בהשפעת הסעיף על הכלכלה הישראלית בעקבות השקעות החסר של קופות הגמל בשוק המקומי והנטייה שלהן להשקיע בנכסים זרים.

ברצוננו להודות למשתתפים בכנס הפורום לחקר השקעות אלטרנטיביות על הערותיהם המועילות. כמו כן, ברצוננו להודות לעוזר המחקר, מר עדי טפיאר, על סיועו הרב בביצוע המחקר.

מבוא

בשני העשורים האחרונים חל גידול חסר תקדים בסך הנכסים ארוכי הטווח (קרנות הפנסיה, קופות הגמל וביטוחי החיים) של הציבור בישראל. הגידול המסיבי בנכסים המנוהלים הוא תולדה של מספר רפורמות משמעותיות שחלו בשני העשורים האחרונים. הראשונה היא המעבר מפנסיה תקציבית (Defined benefits) לפנסיה צוברת (Defined contributions) שהתרחשה בשנת 1995.¹ המעבר מפנסיה תקציבית לצוברת הביאה לכך שאוכלוסיית החוסכים במדינת ישראל החלה להפקיד סכומי כסף משמעותיים לקרנות הפנסיה החדשות ולביטוחי החיים, דבר שתרם במידה ניכרת להתפתחות היקף הנכסים המנוהלים בקופות הללו. הרפורמה השנייה היא ועדת בכר, שהתרחשה בשנת 2005 ומטרתה המוצהרת הייתה להפחית את הריכוזיות של המערכת הבנקאית בשוק ההון. עיקרי הרפורמה הם סיום הבעלות של הבנקים על קופות הגמל וקרנות הנאמנות, עידוד התחרות בתחומי השקעות אלה, הגברת התחרות בתחום החיסכון הפנסיוני, והגברת הגיוון של אמצעי המימון במשק, באמצעות יצירת תחרות לאלו המוצעים על ידי הבנקים. הרפורמה השלישית הייתה חוק פנסיה לשכירים בשנת 2008. כל אלו הגדילו בצורה דרמטית את סך הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים כפי שניתן לראות באיור 1.

קצב הגידול המשמעותי בסך הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים מעלה סוגיות שונות ביחס לאפיקי ההשקעה השונים ולתמהיל התיק. בשנים האחרונות אנו עדים למספר תופעות בהתנהגות ההשקעה של הגופים, ובין היתר חשיפה מוגברת לנכסים זרים ולנכסים אלטרנטיביים.² הגידול המשמעותי בסך הנכסים המנוהלים על ידי הגופים המוסדיים, בשילוב המגבלה המבנית בשוק הסחיר בישראל (בשילוב עם מגבלות ספציפיות על השקעות הגופים המוסדיים בשוק ההון הסחיר המקומי, כגון חוק הריכוזיות), וכן המגמה העולמית לגידול בחשיפה לנכסים אלטרנטיביים, הובילו את הגופים המוסדיים בישראל להגדיל את שיעור החשיפה שלהם לנכסים אלטרנטיביים, כגון קרנות השקעה, קרנות הון-סיכון, הלוואות פרטיות ונדל"ן (מניב, יומי וקרנות נדל"ן פרטיות). למרות הגידול האמור באלוקציית ההחזקות בנכסים אלטרנטיביים בקרב הגופים המוסדיים בישראל, עדיין קיימים הבדלים חסרי תקדים

באלוקציה הממוצעת בהשוואה לקרנות הפנסיה בארה"ב. שיעור ההחזקות הממוצע בנכסים אלטרנטיביים בקרב קרנות הפנסיה בארה"ב עומד על כ-34% נכון לסוף שנת 2022, בהשוואה ל-16% בלבד בקרב הגופים המוסדיים בישראל (Randazzo, 2023).

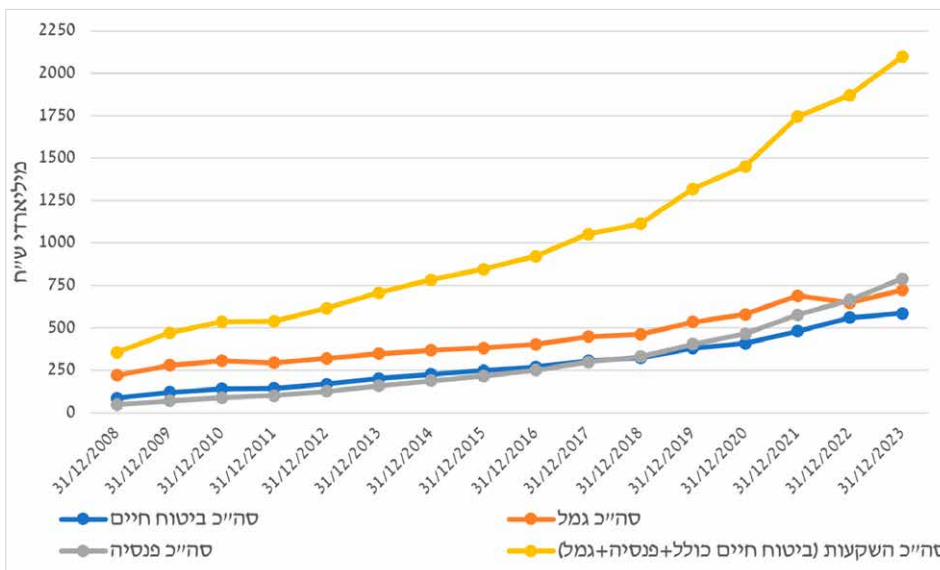
בהקשר הזה חשוב לציין שההבדל האינהרנטי הקיים בין מערכת הפנסיה בישראל, המבוססת על שיטת Defined contributions, לבין מערכת הפנסיה הציבורית בארה"ב, המבוססת על שיטת Defined benefits, היא כשלעצמה עשויה להסביר חלק מההבדלים בשיעור החשיפה לנכסים אלטרנטיביים. לחוסכים במערכת הפנסיה בישראל קיימת האפשרות לעבור בין קרנות הפנסיה לאורך תקופת החיסכון, בשונה ממערכת הפנסיה הציבורית בארה"ב. לכן מנהלי ההשקעות במערכת הפנסיה בישראל צריכים לשמור על רמה מסוימת של נזילות, במטרה לשרת את אותם נידוי כספים בין קרנות פנסיה, דבר שכאמור עשוי לבוא לידי ביטוי בשיעור חשיפה נמוך לנכסים אלטרנטיביים בקרב קרנות הפנסיה בישראל בהשוואה לקרנות הפנסיה בארה"ב.

ההבדלים הדרמטיים באלוקציית ההחזקות בנכסים אלטרנטיביים בקרב הגופים המוסדיים בישראל בהשוואה לקרנות הפנסיה בארה"ב, מעלים את חשיבות הדיון בחסמים רגולטוריים ומיסויים הנוגעים להשקעות באפיקים הללו, ויכולים להיות בעלי השפעה מהותית על תיק החיסכון ארוך הטווח של הציבור בישראל. במאמר זה נתייחס להשפעה הפוטנציאלית של סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה על אופן ניהול ההשקעות בקרנות הפנסיה החדשות ובקופות הגמל, תוך השוואה לביטוחי החיים שלא כפופים לסעיף ומהווים למעשה קבוצת ביקורת. לטעמנו, קיימת פגיעה מהותית בחוסכים בקרנות הפנסיה ובקופות הגמל בעקבות העיוות הקיים בפקודת מס הכנסה, שדה-פקטו מביא להקצאה לא יעילה של נכסי החיסכון ארוך הטווח של הציבור, בעיקר בנכסי הנדל"ן והתשתיות המוחזקים בצורה ישירה, תוך חלוקה לנכסים מקומיים וזרים. כאמור, האפקט מתחדד כאשר משווים את אלוקציית ההשקעות במוצרי החיסכון בעלי אופי דומה שלא כפופים לאותו עיוות הקיים בסעיף 9(2). כמו כן, העובדה כי קרנות הפנסיה וקופות הגמל עשויות להיות חשופות לתשלום מס על השקעותיהן בנכסי נדל"ן ותשתיות, בעיקר בשוק הישראלי, עלולות להביא להשלכות משקיות נרחבות בדמות תת-השקעה בסקטור הנדל"ן המסחרי והתשתיות, סקטורים שתת ההשקעה בהם בולטת במיוחד במשק הישראלי (בנק ישראל, 2014).

1 מדובר בתופעה כלל עולמית שתוארה בהרחבה במחקרם של (Van Rooij, Kool, and Prast 2007).

2 קרנות השקעה, קרנות הון-סיכון, השקעות ישירות בנדל"ן, הלוואות פרטיות ועוד.

איור 1: סך נכסים על פני זמן – בחלוקה לפנסיה גמל וביטוחי חיים



סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה

“הכנסתה של קופת גמל אם לא הושגה מעסק שקופת הגמל עוסקת בו או מכל הכנסה ששולמה על ידי חבר בני אדם העוסק בעסק שהוא בשליטת קופת הגמל או שלקופת הגמל יש בו החזקה מהותית”

סעיף 9(2) מעניק פטור לקופות גמל (כולל קרנות פנסיה) בגין הכנסותיהן, ובלבד שלא מדובר בהכנסות מעסק שקופת הגמל עוסקת בו או מדיבידנד, ריבית או הפרשי הצמדה ששולמו על ידי חברה עסקית שבשליטתו. כיום, השקעה ישירה של קופות גמל בנדל"ן ותשתיות עלולה להיחשב כפעילות עסקית ולכן עשויה להיות ממוסה. אחד מפסקי הדין התקדימיים שמהם ניתן ללמוד מתי תסווג פעילותו של מוסד ציבורי כפעילות עסקית לענייני מס הכנסה הוא פס"ד אגודת ידידי האוניברסיטה העברית (ע"א 335/79). פסק הדין עסק בעמותה שנהנתה מרווחים שהועברו לה על ידי גוף חקלאי שעובד פרדס שהיה בשליטתה. בית המשפט העליון פסק כי ההכנסות הן מעסק ואינן זכאיות לפטור ממס. הטיעון המרכזי של בית המשפט היה כי למרות העובדה שהעמותה לא ניהלה באופן ישיר את עיבוד הפרדס, היא הייתה חשופה לסיכונים ולסיכויים מהעיבוד החקלאי של הפרדס, ולכן יש להכיר בהכנסות הללו כהכנסות מעסק.

סעיף 9(2) מגדיר שני מבחנים כמותיים לבחינה האם ההכנסות שהתהוו מההשקעה יוגדרו כהכנסה מעסק. הראשון, קופת גמל בודדת מחזיקה מעל ל-20% בנכס; השני, מספר קופות גמל מחזיקות יחד מעל ל-50% מהנכס. חשוב לציין בהקשר הזה כי סעיף 9(2) חל על קופות גמל וקרנות פנסיה בלבד ולא על ביטוחי החיים, ולכן גוף מוסדי שמנהל גם כספי ביטוחי חיים היה יכול להקצות חלק מהעסקה לביטוחי חיים (ברוב המקרים מדובר על חלק משמעותי מאוד מהעסקה, כך שהגמל והפנסיה של הגוף המוסדי לא יעברו את הסף של 20%), ובכך ההשקעה בנכס תישאר שקופה למס.

האם קיים מיסוי דומה במערכות פנסיוניות במדינות אחרות?

כאשר בוחנים את מערכת הפנסיה הציבורית בארה"ב, ניתן למצוא התייחסות להכנסות שהתהוו מעסקים שלא קשורים במישרין לפעילות קרן הפנסיה – “unrelated business income tax” (“UBIT”) (Louis T. Mazawey, 2020). בפקודת המס האמריקאית יש מספר מבחנים לצורך קביעה האם ההשקעה של קרן הפנסיה תיחשב כ-UBIT ולכן תהיה חשופה למיסוי. הראשון, מבחן כמותי – בדומה למצב בישראל, הפקודה האמריקאית קובעת סף של 20% שממנו ההשקעה של קרן הפנסיה עשויה להיות מוגדרת כהכנסה מעסק. השני,

מבחן איכותי – מהי מידת המעורבות וההשפעה של קרן הפנסיה בניהול הנכס (ככל שקרן הפנסיה מנהלת ומתפעלת את הנכס בצורה אקטיבית, אף על פי שהמחזיק מחרוג הגנה על זכויות המיעוט של קרן הפנסיה מההחלטה להכיר בהכנסות כ-UBIT)? לטעמנו, ההבדל העיקרי והמהותי ביותר בין פקודת המס בישראל לפקודה בארה"ב היא המשקל שהמחזיק נותן למאפיינים האיכותניים של ההשקעה, ולבחינה מהותית (במקום בחינה טכנית) של הגדרת ההשפעה המהותית של קרן הפנסיה בנכס. אימוץ גישה דומה בישראל עשוי לתת פתרון לאנומליה שקיימת היום, הכרה בהכנסה מעסק גם כאשר אין לקרן הפנסיה אף אלמנט של השפעה או ניהול.

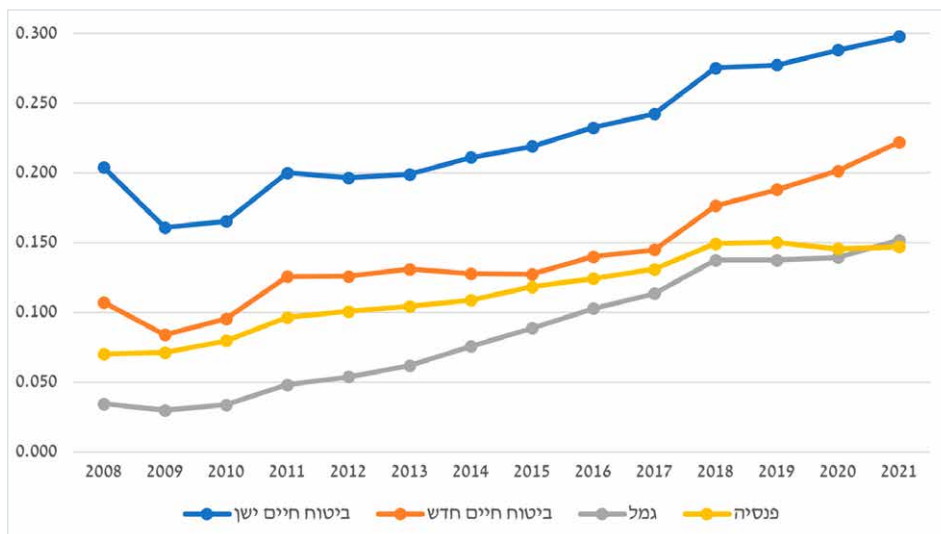
השקעות אלטרנטיביות בנדל"ן ותשתיות בקרב הגופים מוסדיים

בשני העשורים האחרונים חלה עלייה משמעותית בנטייה של הגופים המוסדיים בישראל להשקיע בנכסים אלטרנטיביים. נכון לסוף שנת 2021, אלוקציית ההחזקות הממוצעת בנכסי אקוויטי אלטרנטיביים (נכסים אלטרנטיביים, למעט אג"ח לא סחירות, הלוואות פרטיות וקרנות חוב פרטיות) בקרב הגופים המוסדיים בישראל עמדה על 16% (בהשוואה ל-4% בלבד בשנת 2008). מוצרי החיסכון השונים מתאפיינים ברמה גבוהה

של הטרונגניות באלוקציית ההחזקות בנכסים אלטרנטיביים, וביטוחי החיים מתאפיינים באלוקציה גבוהה משמעותית בנכסים אלטרנטיביים לעומת קופות הגמל וקרנות הפנסיה. הסיבה להבדלים נעוצה ברמת הנזילות הנדרשת על ידי הגופים המוסדיים בניהול המוצרים השונים: ביטוחי החיים מתאפיינים ברמה נמוכה של ניוידים בהשוואה לגמל ולפנסיה, ולכן ניתן למצוא בתיקים הללו שיעור גבוה של נכסים אלטרנטיביים.

התופעה אף מתעצמת כאשר בוחנים את ביטוחי החיים הישנים (קרן י' הישנה), שבהם אין כלל מעברים של חוסכים בין גופים מוסדיים, ושיעור ההחזקות בנכסים אלטרנטיביים הוא הגבוה ביותר (Hamdani et. al, 2016). איור 2 מציג את האלוקציה הממוצעת בהחזקות בנכסים אלטרנטיביים במוצרי החיסכון השונים על פני זמן. כפי שניתן לראות, ביטוחי החיים הישנים מתאפיינים בשיעור הגבוה ביותר של נכסים אלטרנטיביים. ביטוחי החיים החדשים מתאפיינים בשיעור נמוך בהשוואה לביטוחי החיים הישנים, אך בשיעור גבוה מזה של קרנות הפנסיה וקופות הגמל. בנוסף, ניתן לראות שהפנסיה מתאפיינת בשיעור נכסים אלטרנטיביים גבוה מזה של הגמל, אך הפער בין המוצרים מצטמצם על פני זמן. הסבר אפשרי לתופעה ניתן למצוא בהתרחבות במוצר הגמל להשקעה המנוהלת לטווח ארוך, וכן בתופעת התארכות אורך החיים של קרנות ההשתלמות כתוצאה ממיעוט פדיונות ומגישה ארוכת טווח כלפי המכשיר בקרב החוסכים.

איור 2: שיעור החזקות בנכסים לא סחירים



השקעות אלטרנטיביות בסקטור הנדל"ן

השקעות הוניות בסקטור הנדל"ן יכולות להתבצע באמצעות מספר אפיקים: מניות סחירות, השקעות אלטרנטיביות דרך מתווכים כגון קרנות נדל"ן פרטיות, וכן על ידי השקעות ישירות (רכישה ישירה של נכסי נדל"ן מניב ויזמי). בדומה למגמת הגידול ביתר הנכסים הלא סחירים בשני העשורים האחרונים, קרנות הפנסיה ברחבי העולם הגדילו את החשיפה שלהן לקרנות נדל"ן פרטיות ולנכסי נדל"ן בצורה ישירה (Riddiough, 2022). תופעה זו לווה בהקמת מערכי נדל"ן ייחודיים המתמחים בביצוע השקעות ישירות, וכן בשיתופי פעולה עם חברות נדל"ן וקרנות נדל"ן (Co-Invest).

סך ההחזקות בנדל"ן בישראל (מניב יזמי וקרנות פרטיות בישראל) גדל בתקופה שבין 2007-2021 פי חמישה – מהחזקות בשווי של כ-6 מיליארד ש"ח ב-2007 להחזקות בשווי של כ-30 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2021, מדובר בגידול ממוצע שנתי של קרוב ל-12%. עיקר ההשקעות הישירות של הגופים המוסדיים בנדל"ן בישראל מתרכזות בענף הנדל"ן המניב, אם כי אנו עדים בשנים האחרונות גם להתפתחות בהחזקות בקרנות נדל"ן ואף השקעות ישירות בנדל"ן יזמי – סקטור שמצריך רמת מומחיות רבה יותר מצד הגופים המוסדיים. חשוב לציין כי חלק ניכר מההשקעות הישירות בנדל"ן מתבצעות בשיתוף עם משקיעים בעלי מומחיות בהשקעות מסוג זה.

בהתאם למגמת ריבוי הנכסים האלטרנטיביים בביטוחי החיים, ניתן למצוא גם שיעור גבוה במיוחד של החזקות אלטרנטיביות בסקטור הנדל"ן בקרב חברות הביטוח בהשוואה לגמל ולפנסיה. כאמור, ההסבר לתופעה נעוץ בעובדה שבחלק ניכר מביטוחי החיים (קרן "הישנה") אין ניוודי מבטחים בין חברות ביטוח, ולכן שיעור גבוה יותר של נכסים לא סחירים מביא לידי ביטוי את הוודאות הקיימת בנוגע לצורכי הנזילות בקופות. ההסבר השני עשוי להיות ההשפעה הדיפרנציאלית של סעיף 29(2) על קופות הביטוח בהשוואה לקופות הגמל וקרנות הפנסיה כפי שנבחן בהמשך.

במקביל לגידול האבסולוטי שתועד בהחזקות הישירות בנכסי נדל"ן מקומיים, אנו עדים לתהליך דומה ואף משמעותי יותר בהחזקות הישירות בנכסי נדל"ן זרים. בשנים 2007-2021 חל גידול חסר תקדים בשיעור של כ-30% בממוצע שנתי

בסך ההחזקות הישירות בנכסי נדל"ן זרים. בניגוד להשקעות הישירות בנדל"ן המקומי, שמתמקדות בעיקר בסקטור הנדל"ן המניב והיזמי, החלק הארי בהשקעות הגופים המוסדיים מעבר לים מתמקד בקרנות נדל"ן פרטיות, ואילו מעט בהשקעות ישירות בנכסי נדל"ן מניב (קיימות גם השקעות בסכומים זניחים בנדל"ן יזמי).

אפיק ההשקעות בקרנות נדל"ן פרטיות בחו"ל צמח במהירות, מהחזקות בשווי זניח של כ-0.5 מיליארד ש"ח בשנת 2007, חלה עלייה מתמשכת עד לסכום של 21.5 מיליארד ש"ח נכון לשנת 2021 – עלייה של יותר מפי 40. הגידול המשמעותי הזה לווה בהקמת מערכי נדל"ן ייחודיים שמתמחים בביצוע עסקאות ישירות בנכסי נדל"ן מניב ברחבי העולם, וכן בהתקשרות עם קרנות נדל"ן פרטיות זרות. כאשר בוחנים על פני זמן את שיעור ההחזקות הישירות בנכסי נדל"ן זרים מתוך סך הנכסים המנוהלים מגלים כי חלה עלייה, בניגוד לשיעור ההחזקות הישירות בנדל"ן מקומי.

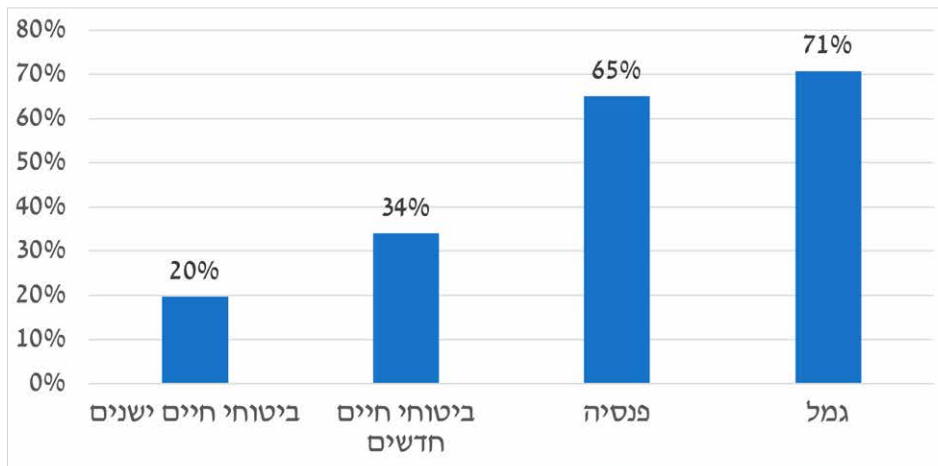
אם כן, ביטוחי החיים מתאפיינים בשיעור החזקות גבוה יותר בנכסי נדל"ן אלטרנטיביים. כאמור, ההסבר לתופעה עשוי להיות צורכי הנזילות הפחותים ביחס לשאר מוצרי החיסכון המתאפיינים בניוידים רבים המצריכים החזקת כרית נזילות. העובדה כי סעיף 29(2) לפקודת מס הכנסה חל בעיקר על השקעות בשוק הישראלי³, יכולה לשמש ככללי לאמידת ההשפעה של סעיף 29(2) על אופן ניהול תיק ההשקעות בקרנות הפנסיה ובקופות הגמל בהשוואה לביטוחי החיים, וזאת על ידי השוואת שיעור החשיפה לנכסים אלטרנטיביים זרים בסקטור הנדל"ן בקרב קרנות הפנסיה וקופות הגמל לזו של ביטוחי החיים.

איור 3 מציג את שיעור החשיפה לנכסים אלטרנטיביים זרים בסקטור הנדל"ן כשיעור מסך הנכסים האלטרנטיביים בסקטור הנדל"ן בקרב מוצרי החיסכון השונים. כפי שניתן לראות, קופות הגמל וקרנות הפנסיה מתאפיינות בשיעור גבוה (יותר מפי 2) מזה של ביטוחי החיים החדשים והישנים.

במילים אחרות, למרות העובדה שסך החשיפה של ביטוחי החיים לנכסים אלטרנטיביים בסקטור הנדל"ן גבוהה באופן מהותי מהחשיפה של קופות הגמל וקרנות הפנסיה (בגלל

³ בהשקעות זרות קיימת נטייה קטנה יותר להחזיק מעל 20% בנכס על ידי משקיע בודד, וכן עבור אלוקציה אגרסיבית של 50% על ידי מספר גופים מוסדיים.

איור 3: שיעור ההחזקות האלטרנטיביות בנדל"ן זר מתוך סך ההחזקות האלטרנטיביות בנדל"ן



עם סוגי נכסים אחרים (Carlo et al., 2023). סביבת הריבית הנמוכה תרמה אף היא לנידול המואץ בהשקעה בתשתיות.

השקעה בפרויקטים של תשתיות מתבצעת באמצעות מכשירי השקעה שונים (הלוואות, אג"ח, מניות וקרנות השקעה) וכוללת מגוון ענפי השקעה, כגון אנרגיה, מבנים ציבוריים, תקשורת, מים, איכות סביבה ותחבורה (כבישים, נמלים וחניונים). הרבה מהפרויקטים שבהם הגופים המוסדיים משקיעים הם במסגרת שותפות של המנזר הציבורי והפרטי (PPP), ומאופיינים בדרך כלל בהתחייבות תעריפית מצד המדינה (מעין רשת ביטחון) המצמצמת את סיכון ההשקעה עבור הגוף המממן.

למרות שממשלות מוציאות סכומים משמעותיים על תשתיות, מסמך של ה-World Bank (2018) מעריך שההשקעה הנדרשת בתשתיות ברמה הגלובלית עד שנת 2040 צריכה להיות 97 טריליון דולר, כאשר ה-World Bank מעריך פער של 15 טריליון דולר בין ההשקעה הצפויה לבין ההשקעה הנדרשת בתשתיות. על פי Schwartz et al. (2020), אחת הסיבות החשובות למאמצים של ממשלות לענות על צורכי ההשקעה בתשתיות היא שהיקף ההשקעה הנדרש גדול ממקורות המימון שמדינות יכולות לגייס בתקציב אחראי ומאוזן. כתוצאה מכך נשמעים ברחבי העולם קולות הקוראים למשקיעים מוסדיים, קרנות פנסיה וחברות ביטוח להשקיע בתשתיות.

היקף השקעות הגופים המוסדיים בתשתיות צמח בשנים 2015-2022 ביותר מ-70%, בשיעור צמיחה ממוצע של

המאפיינים הקבועים של המוצרים השונים), כאשר בוחנים את החשיפה לנכסים אלטרנטיביים זרים מקבלים תמונה הפוכה, הנובעת מהשפעתו של סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה.

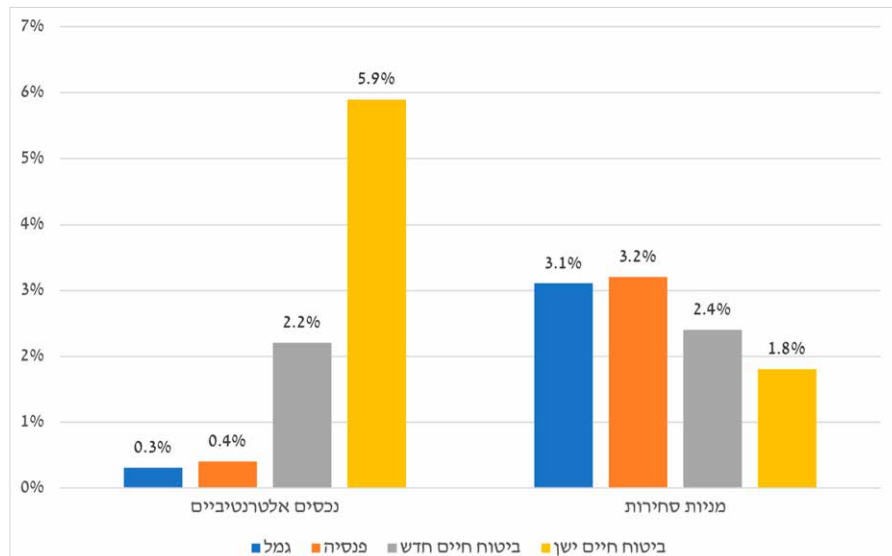
עדות נוספת להשפעת סעיף 9(2) על השקעות קרנות הפנסיה וקופות הגמל בנכסים אלטרנטיביים בסקטור הנדל"ן בישראל, היא הנטייה של המוצרים הללו להשיג חשיפה לסקטור הנדל"ן באמצעות מכשירים סחירים במטרה להימנע מתשלום המס ולהשיג את החשיפה הרצויה לסקטור הנדל"ן.

איור 4 מציג את שיעור החשיפה של כל אחד ממוצרי החיסכון לנכסים אלטרנטיביים ולנכסים סחירים בסקטור הנדל"ן בישראל (נכון לשנת 2022). כפי שניתן לראות, ביטוחי החיים מחזיקים בנכסים אלטרנטיביים בשיעור של 3%, ביחס לשיעור של בין 0.3%-0.4% בלבד בקרנות הפנסיה ובקופות הגמל. כאשר בוחנים את החשיפה לסקטור הנדל"ן באמצעות מניות סחירות, מקבלים תמונה הפוכה, החשיפה של קרנות הפנסיה וקופות הגמל גבוהה יותר מזו של ביטוחי החיים.

השקעות אלטרנטיביות בתשתיות

מימון פרויקטים של תשתיות על ידי גופים מוסדיים בעולם (ובישראל בפרט) תפסו תאוצה בשנים האחרונות בשל היתרונות המרכזיים במימון מסוג זה המותאם לאופי ולצורכי ההשקעה של הגופים המוסדיים, כגון אופק השקעה ארוך טווח, תשואות יציבות לתקופה ארוכה, סיכון נמוך ומתאם נמוך

איור 4: חשיפה לאקוויטי בסקטור הנדלין בישראל



לידי ביטוי ב"פיצוי" בדמות חשיפה גבוהה יותר בשווקים הזרים, שבהם כאמור סעיף 9(2) אוכף בצורה פחותה.

השפעות פוטנציאליות על החוסכים לפנסיה ועל המשק הישראלי

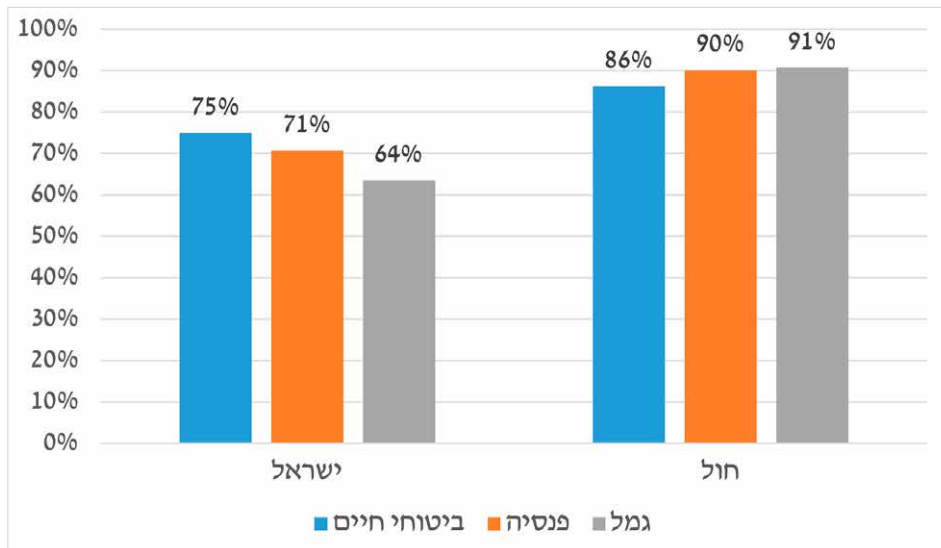
בספרות האקדמית ניתן למצוא עדויות רבות לקיומה של תשואה עודפת באפיקי השקעה לא סחירים, וזאת בעקבות פרמייית אי סחירות (McCulloch, J. H. 1975). מנגד, בשנים האחרונות נמצאו גם עדויות לירידה בתשואות העודפות של ההשקעות הללו (Sensoy, Wang & Weisbach, 2014). כמו כן, קיימות גם עדויות אמפיריות שמראות שהשקעה בנכסים אלטרנטיביים (קרנות השקעה פרטיות מסוגים שונים בשוק המקומי) מניבה תשואות עודפות בהשוואה להשקעה בנכסים אלטרנטיביים זרים, בעיקר על ידי יכולת בחירה טובה של יותר של הנכסים (Skill) וגישה לקרנות איכותיות יותר (Access). (Brav, Lakan, Yafeh, 2023).

להשקעות האלטרנטיביות עשויות כמובן להיות השפעות גם על תגודתיות התיק של הגופים המוסדיים. ראשית, העובדה שהנכסים הללו משוערכים בתדירות נמוכה מזו של הנכסים הסחירים (לרוב משוערכים בתדירות רבעונית או שנתית) עשויה

כ-8% בשנה. היקף החשיפה לסקטור התשתיות בחו"ל גדל כמעט לאורך כל התקופה. לעומת זאת, התשתיות בישראל היו במגמת צמיחה חיובית עד 2019, אך בשלוש השנים לאחר מכן קצב הצמיחה שלילי, כך שהיקף ההשקעה חזר לרמה דומה לזו שהייתה ב-2016. אם כך, אנו עדים למגמת גידול על פני זמן בשיעור החשיפה לנכסים אלטרנטיביים זרים בסקטור התשתיות על חשבון החשיפה לנכסים אלטרנטיביים מקומיים בסקטור התשתיות.

במטרה לזקק את השפעת סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה על הנטייה של קרנות הפנסיה וקופות הגמל להשקיע בנכסים אלטרנטיביים בסקטור התשתיות בהשוואה לחשיפה של ביטוחי החיים, ננקוט גישה דומה המתעלת את ההטרונגיות בהשפעת הסעיף בהשקעות המקומיות בהשוואה להשקעות הזרות. איור 5 מציג את שיעור החשיפה לנכסים אלטרנטיביים מקומיים וזרים בסקטור התשתיות, מתוך סך ההחזקות בסקטור התשתיות (נכון לסוף שנת 2022) בכל אחד ממוצרי החיסכון. פעם נוספת, ניתן להבחין כי ביטוחי החיים מתאפיינים בחשיפה גבוהה יותר לנכסים אלטרנטיביים בשוק המקומי, אך כאשר בוחנים את החשיפה לאפיק בשווקים הזרים מקבלים תמונה הפוכה – קופות הגמל והפנסיה מקצות שיעור גבוה יותר מהנכסים שלהן לאותן השקעות אלטרנטיביות בסקטור התשתיות. התוצאה מלמדת שהמגבלה שסעיף 9(2) מייצר לקרנות הפנסיה וקופות הגמל בהשקעות בשוק המקומי באה

איור 5: החזקות בנכסים אלטרנטיביים בסקטור התשתיות



(access) עודפת לנכסים מקומיים, וכן תנודתיות נמוכה יותר בשל העובדה שהנכסים הללו לא ממונפים.

קיימות עדויות רבות בספרות האקדמית בדבר ההשפעה של השקעות בתשתיות על הכלכלה. (Roller and Waverman, 2001) מוצאים קשר סיבתי בין השקעה בתשתיות תקשורת לצמיחה ארוכת טווח. (Cockburn et al., 2013) מוצאים שהשקעות בתשתיות ציבוריות מגדילות בדרך כלל את הצמיחה ומפחיתות את העוני ואת אי השוויון בטווח הארוך.

מעבר לפגיעה בחוסכים, סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה עשוי לגרום גם לפגיעה משמעותית במשק הישראלי, בעיקר באמצעות מחסור בהשקעות בסקטור התשתיות והנדל"ן המסחרי שנמצאות בתת-השקעה ארוכת טווח. הדבר מתעצם לאור העובדה שכיום חלה ירידה דרמטית בקצב ההפקדות בביטוחי החיים. זה קורה משני טעמים עיקריים: הראשון, התקבלה החלטת ממשלה להפסיק את שיווק המוצר. השני, החלק הארי של המבוטחים הקיימים, בעיקר בביטוחי החיים הישנים, הגיעו לשלב קבלת הקצבה. אם בעבר הגופים המוסדיים יכלו להקצות לביטוחי החיים חלקים משמעותיים מההשקעות שלהם בנכסים אלטרנטיביים בתחום הנדל"ן והתשתיות, הרי שכיום במצב שבו לא קיים מלאי נכסים חדש בביטוחי החיים, הגופים המוסדיים לא יכולים להקצות את ההשקעות הללו לביטוחי החיים בצורה כזאת שתהפוך את ההשקעה לשקופה למס עבור שאר מוצרי החיסכון. לכן אנו

לתרום באופן מלאכותי להורדת התנודתיות של תיק ההשקעות. כמובן שלא מדובר בהורדה אמיתית של התנודתיות אלא רק בתוצאה חשבונאית. לטעמנו, הדבר לא מהווה תמריץ לביצוע ההשקעות הללו בקרב הגופים המוסדיים, ולראיה ניתן למצוא את הנכסים הללו גם בתיק הנוסטרו של הגופים, שבו לא היינו מצפים למצוא תמריץ להורדת סטיות התקן באופן מלאכותי, בנוסף, ראוי לציין כי הגופים המוסדיים נדרשים להתייחס לתנודתיות האמיתית של הנכסים הללו בעת ניהול הסיכונים וקביעת ההון הנדרש על ידי הגופים לצורכי סולבנסי. שנית, נשאלת השאלה האם הנכסים האלטרנטיביים מתאפיינים בתנודתיות נמוכה יותר (תנודתיות אמיתית) מזו של הנכסים הסחירים ללא קשר לאלמנט החשבונאי. הספרות האקדמית דנה לא פעם בשאלה זו בהקשר של השקעות בקרנות השקעה פרטיות, אך חשוב לזכור שלגבי השקעה בנכסי נדל"ן באופן ישיר נצפה למצוא תנודתיות נמוכה יותר, ולו בגלל העובדה שהגופים רוכשים את הנכסים הללו ללא כל מינוף, בשונה מהשקעה בחברות נדל"ן מניב ציבוריות שמתאפיינות לא פעם בשיעור מינוף גבוה שמביא עימו גם תנודתיות גבוהה.

אם כך, העובדה שסעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה מביא להקצאת חסר של נכסי נדל"ן ותשתיות אלטרנטיביים (בהשוואה לביטוחי החיים שלא כפופים לסעיף), עשוי להביא לפגיעה דה-פקטו בתשואות של החוסכים במוצרים הללו, וסביר שבעקבות ביטול, תשואות התיקים יהיו גבוהות יותר הודות לפרמיית אי הסחירות, יכולת בחירה (skill) עודפת וגישה

צופים ירידה הולכת ומתמשכת בקצב ההשקעות של הגופים המוסדיים בתשתיות ונדל"ן בישראל, וגידול בהשגת החשיפה לסקטורים הללו בשווקים הזרים.

סיכום

בשנים האחרונות חלה עלייה דרמטית באלוקציית ההשקעות של הגופים המוסדיים ברחבי העולם בנכסים אלטרנטיביים. העלייה לא פסחה גם על הגופים המוסדיים בישראל, ובכל זאת אנו מוצאים כי הגופים המוסדיים בישראל נמצאים בתת-אלוקציה משמעותית בהשקעות שלהם בנכסים אלטרנטיביים. במאמר זה אנו שופכים אור על אחד מהגורמים שעשויים להשפיע על הנטייה של הגופים המוסדיים בישראל להקטין את החשיפה שלהם להשקעות האלטרנטיביות בתחום הנדל"ן והתשתיות. למעשה, סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה מכיר בהשקעות מסוימות של הגופים המוסדיים כהכנסות מעסק החייבות במס, וחושף למס חלק נכבד מההשקעות האלטרנטיביות של קרנות הפנסיה וקופות הגמל בנכסים אלטרנטיביים בסקטור התשתיות והנדל"ן (בעיקר בשוק המקומי). ההשפעה הישירה של סעיף 9(2) היא תת-אלוקצייה משמעותית לאפיקים הללו בקרב קרנות הפנסיה וקופות הגמל (בהשוואה לביטוחי החיים שסעיף 9(2) לא חל עליהם), תת האלוקציה הזאת תגרור ביצועי חסר בקרב החוסכים בקרנות

הפנסיה וקופות הגמל בהשוואה לחוסכים בביטוחי החיים. כמו כן, במטרה לייצר חשיפה ראויה לסקטורים הללו, הגופים המוסדיים הגדילו את שיעור ההשקעות שלהם בנכסי נדל"ן ותשתיות בשווקים הזרים בעקבות האפקט המתון שקיים לסעיף 9(2) בהשקעות אלטרנטיביות בשווקים הזרים בהשוואה לשוק הישראלי.

מעבר להשפעות הברורות של הסעיף על תשואות החוסכים בקרנות הפנסיה ובקופות הגמל, קיימת גם השפעה משקית בדמות תת-השקעות בסקטור הנדל"ן והתשתיות בישראל, נושא מהותי וחשוב מאוד לכלכלה הישראלית שכבר היום נמצא בשיח הציבורי לאור הפערים הקיימים מול המדינות המפותחות בעולם.

לטעמנו, יש לשקול מחדש את התנאים להכרה בהכנסה מעסק ולדבוק במודל האמריקאי, השם דגש על מהות ההחזקה בנכס ועל מידת ההשפעה והמעורבות בניהול (ובמילים אחרות, על מידת האקטיביות של הגופים המוסדיים), וזאת בנוסף לבחינה כמותית של שיעור ההחזקה האבסולוטי. שינוי כזה יחריג מקרים רבים שבהם דה-פקטו הגוף המוסדי לא אחראי כלל לניהול הנכס, ולכן למעשה לא מדובר כלל בהכנסה מעסק.

mosb443@gmail.com

ד"ר משה ברקת

- Brav, A., Laran, G., & Yafeh, Y. (2023). Private Equity and Venture Capital Fund Performance: Evidence from a Large Sample of Israeli Limited Partners. *European Corporate Governance Institute–Finance Working Paper* (930).
- Carlo, A., Eichholtz, P., Kok, N., & Wijnands, R. (2023). Pension fund investments in infrastructure. *Journal of Asset Management*, 1–17.
- Cockburn, J., Dissou, Y., Duclos, J. Y., & Tiberti, L. (2013). *Infrastructure and economic growth in Asia* (p. 148). Springer Nature.
- Hamdani, A., Kandel, E., Mugerman, Y., & Yafeh, Y. (2016). *Incentive fees and competition in pension funds: Evidence from a regulatory experiment* (No. w22634). National Bureau of Economic Research.
- Louis T. M. (2020). Final UBIT Regulations Likely to Affect Many Benefit Plan Investors. Groom Publication.
- McCulloch, J. H. (1975). An estimate of the liquidity premium. *Journal of Political Economy*, 83(1), 95–119.
- Randazzo, A (2023). Emerging Threats to America's Public Pensions: Valuation Risk, Market Uncertainty, and Politics.
- Riddiough, T. J. (2022). Pension funds and private equity real estate: history, performance, pathologies, risks. In *Handbook of Real Estate and Macroeconomics* (pp. 371–412). Edward Elgar Publishing.
- Röller, L. H., & Waverman, L. (2001). Telecommunications infrastructure and economic development: A simultaneous approach. *American economic review*, 91(4), 909–923.
- Sensoy, B. A., Wang, Y., & Weisbach, M. S. (2014). Limited partner performance and the maturing of the private equity industry. *Journal of Financial Economics*, 112(3), 320–343.
- Van Rooij, M. C., Kool, C. J., & Prast, H. M. (2007). Risk-return preferences in the pension domain: are people able to choose? *Journal of public economics*, 91(3–4), 701–722.
- רמת התשתיות בישראל וההשקעה בהן: השוואה בין-לאומית ובחינה לאורך זמן, בנק ישראל, 2014
- פסק דין ע"א 335/79, פקיד שומה נגד "אגודת ידידי האוניברסיטה העברית בע"מ" [פד"א י"א 44]