

השפעת סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה על השקעות קרנות הפנסיה וקופות הגמל¹

משה ברקת² וגיא לקן³

יוני 2024

במחקר זה נציג את ההשפעה הפוטנציאלית של סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה, אשר עשוי 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 או 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), וכן, נדון בהשפעת הסעיף על הכלכלה הישראלית בעקבות השקעות החסר של קופות הגמל בשוק המקומי והנטייה שלהן להשקיע בנכסים זרים.

¹ ברצוננו להודות למשתתפים בכנס הפורום לחקר השקעות אלטרנטיביות על הערותיהם המועילות. כמו כן, ברצוננו להודות לעוזר המחקר, מר עדי טפיארו, על סיועו הרב בביצוע המחקר.

² הפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל אביב

³ בית הספר למנהל עסקים, האוניברסיטה העברית

1. מבוא

בשני העשורים האחרונים חל גידול חסר תקדים בסך הנכסים ארוכי הטווח (קרנות הפנסיה, קופות הגמל וביטוחי החיים) של הציבור בישראל. הגידול המאסיבי בנכסים המנוהלים הוא תולדה של מספר רפורמות משמעותיות אשר חלו בשני העשורים האחרונים. הראשונה היא המעבר מפנסיה תקציבית (Defined benefits) לפנסיה צוברת (Defined contributions) אשר התרחשה בשנת 1995⁴ המעבר מפנסיה התקציבית לצוברת הביאה לכך שאוכלוסיית החוסכים במדינת ישראל החלה להפקיד סכומי כסף משמעותיים לקרנות הפנסיה החדשות ולביטוחי החיים דבר אשר תרם במידה ניכרת להתפתחות היקף הנכסים המנוהלים בקופות הללו. הרפורמה השנייה היא וועדת בכר אשר התרחשה 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, בין היתר, חשיפה

מוגברת לנכסים זרים ולנכסים אלטרנטיביים.⁵ 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, לדוגמא: 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, יזמי 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).

ההבדלים הדרמטיים באלוקציית ההחזקות בנכסים אלטרנטיביים בקרב הגופים המוסדיים בישראל בהשוואה לקרנות הפנסיה בארה"ב, מעלה את חשיבות הדיון בחסמים רגולטוריים ומיסויים הנוגעים להשקעות באפיקים הללו, ואשר עשויה להיות להם השפעה מהותית על תיק החיסכון ארוך הטווח של הציבור בישראל. בנייר זה נתייחס להשפעה הפוטנציאלית של סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה על אופן ניהול ההשקעות בקרנות הפנסיה החדשות ובקופות הגמל, תוך השוואה לביטוחי החיים אשר לא כפופים לסעיף ומהווים למעשה קבוצת ביקורת.

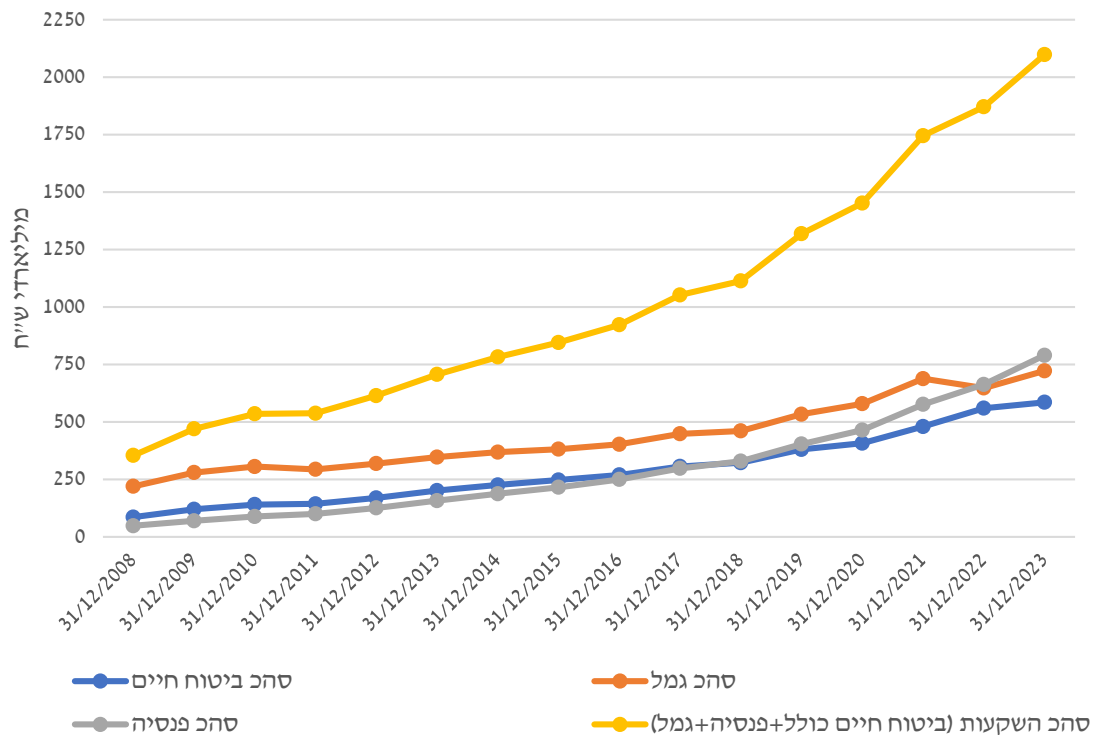
⁵ קרנות השקעה, קרנות הון סיכון, השקעות ישירות בנדל"ן, הלוואות פרטיות ועוד.

⁴ מדובר בתופעה כלל עולמית אשר תוארה בהרחבה במחקרם של (Van Rooij, Kool, and Prast 2007).

(2). כמו כן, העובדה כי קרנות הפנסיה וקופות הגמל עשויות להיות חשופות לתשלום מס על השקעותיהם בנכסי נדל"ן ותשתיות, בעיקר בשוק הישראלי, עלולות לגרור להשלכות משקיות נרחבות בדמות תת השקעה בסקטור הנדל"ן המסחרי והתשתיות, סקטורים שתת ההשקעה בהם בולטת במיוחד במשק הישראלי (בנק ישראל, 2014).

לטעמנו, וכפי שאנו מציגים בנייר, קיימת פגיעה מהותית בחוסכים בקרנות הפנסיה ובקופות הגמל, וזאת בעקבות העיוות הקיים בפקודת מס הכנסה אשר דה פאקטו מביא להקצאה לא יעילה של נכסי החיסכון ארוך הטווח של הציבור בעיקר בנכסי הנדל"ן והתשתיות המוחזקים בצורה ישירה, תוך חלוקה לנכסים מקומיים וזרים. האפקט מתחדד כאמור, כאשר משווים את אלוקציית ההשקעות במוצרי החיסכון בעלי אופי דומה אשר לא כפופים לאותו העיוות הקיים בסעיף

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



2. סעיף 29(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 29(2) מעניק פטור לקופות גמל (כולל קרנות פנסיה) בגין הכנסותיה, ובלבד שלא מדובר בהכנסה מעסק שקופת הגמל עוסק בו או מדיבינד, ריבית או הפרשי הצמדה ששולמו על ידי חבר עסקית שבשליטתו. כיום, השקעה ישירה של קופות גמל בנדליין ותשתיות, עלולה להיחשב כפעילות עסקית, ועל כן, 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). פס"ד הדין עסק בעמותה שנהנתה מרווחים שהועברו לה על ידי גוף חקלאי אשר עיבד פרדס אשר היה בשליטתה. ביהמ"ש העליון פסק כי ההכנסות הן מעסק ואינן זכאיות לפטור ממס. הטיעון המרכזי של ביהמ"ש היה כי למרות העובדה שהעמותה לא ניהלה באופן ישיר את עיבוד הפרדס, היא הייתה חשופה לסיכונים ולסיכויים מעיבוד החקלאי של הפרדס, ועל כן יש להכיר בהכנסות הללו כהכנסות מעסק.

סעיף 29(2) מגדיר שני מבחנים כמותיים לבחינה האם ההכנסות אשר התהוו 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 29(2) חל על קופות גמל וקרנות פנסיה בלבד ולא על ביטוחי חיים, לכן, גוף מוסדי

שמנהל גם כספי ביטוחי חיים יכל להקצות חלק מהעסקה לביטוחי החיים (ברוב המקרים מדובר על חלק משמעותי מאוד מהעסקה, כך שהגמל והפנסיה של הגוף המוסדי לא יעברו את סף 20%) ובכך ההשקעה בנכס תישאר שקופה למס.

האם קיים מיסוי דומה במערכות פנסיוניות במדינות אחרות?

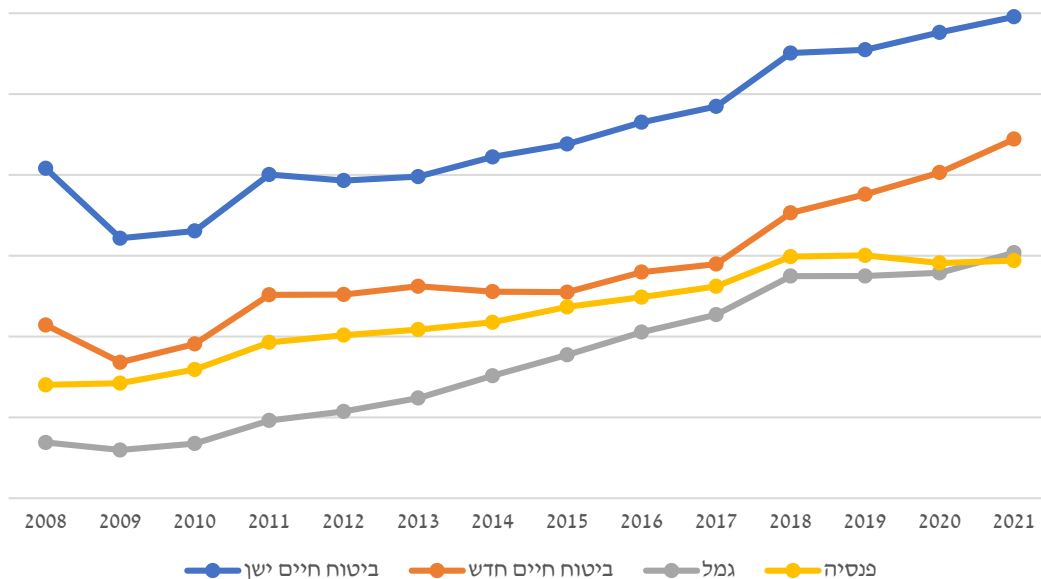
כאשר בוחנים את מערכת הפנסיה הציבורית בארה"ב ניתן למצוא התייחסות להכנסות שהתהוו מעסקים שלא קשורים במישרין לפעילות קרן הפנסיה - "unrelated" ("UBIT") business income tax. (Louis T. Mazawey, 2020). פקודת המס האמריקאית קובעת מספר מבחנים לצורך קביעה האם ההשקעה של קרן הפנסיה תיחשב כ-UBIT, ועל כן תהיה חשופה 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 - מה היא מידת המעורבות וההשפעה של קרן הפנסיה בניהול הנכס? ככל שקרן הפנסיה מנהלת ומתפעלת את הנכס בצורה אקטיבית. אף על פי, שהמחוקק מחריג הגנה על זכויות המיעוט של קרן הפנסיה מהחלטה להכיר בהכנסות כ-UBIT. לטעמנו, ההבדל העיקרי והמהותי ביותר בין פקודת המס בישראל לפקודה בארה"ב, היא המשקל שהמחוקק 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.

3. 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 2022 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% (וזאת בהשוואה ל 4% בלבד בשנת 2007). מוצרי היחסכון השונים מתאפיינים ברמה גבוהה של הטרונגניות באלוקציית ההחזקות בנכסים אלטרנטיביים. ביטוחי החיים מתאפיינים בשיעורי החזקה גבוהים משמעותית בנכסים אלטרנטיביים, ביחס לקופות הגמל ולקרנות הפנסיה. הסיבה להבדלים נעוצה ברמת הנזילות הנדרשת על ידי הגופים המוסדיים בניהול המוצרים השונים, ביטוחי החיים מתאפיינים ברמה נמוכה של ניוודים בהשוואה לגמל ולפנסיה, ועל כן 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, ובהם שיעור 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 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, וגישה 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 - 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 לוותה 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 בכפי חמישה, מהחזקות בשווי של כ-6 מיליארד ₪ ב 2007 להחזקות בשווי של כ-30 מיליארד ₪ בסוף שנת 2021, המדובר 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 בהתפתחות 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. כפי שכבר ציינו לפני, ההסבר לתופעה נעוץ בעובדה שבחלק ניכר מביטוחי החיים (קרן י' הישנה),

אין ניודי מבוטחים בין חברות ביטוח, ועל כן, שיעור גבוה יותר של נכסים לא סחירים המביא לידי ביטוי את הוודאות הקיימת בנוגע לצרכי הנזילות בקופות. ההסבר השני עשוי להיות ההשפעה הדיפרנציאלית של סעיף 9(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, אשר מתמקדות 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 הכה משמעותי לווה בהקמת מערכי נדל"ן ייחודיים אשר מתמחים בביצוע עסקאות ישירות בנכסי נדל"ן מניב ברחבי העולם, וכן, בהתקשרות עם קרנות נדל"ן פרטיות זרות. כאשר בוחנים את שיעור ההחזקות הישירות בנכסי נדל"ן זרים מתוך סך הנכסים המנוהלים על פני זמן מגלים כי חלה עלייה, וזאת בניגוד לשיעור ההחזקות הישירות בנדל"ן מקומי (כפי שניתן לראות באיור 5 **מספר האיור שגוי**). באיור 7 **אין איור כזה** ניתן לראות את שיעור ההחזקות הישירות בנכסי נדל"ן זרים מתוך הנכסים

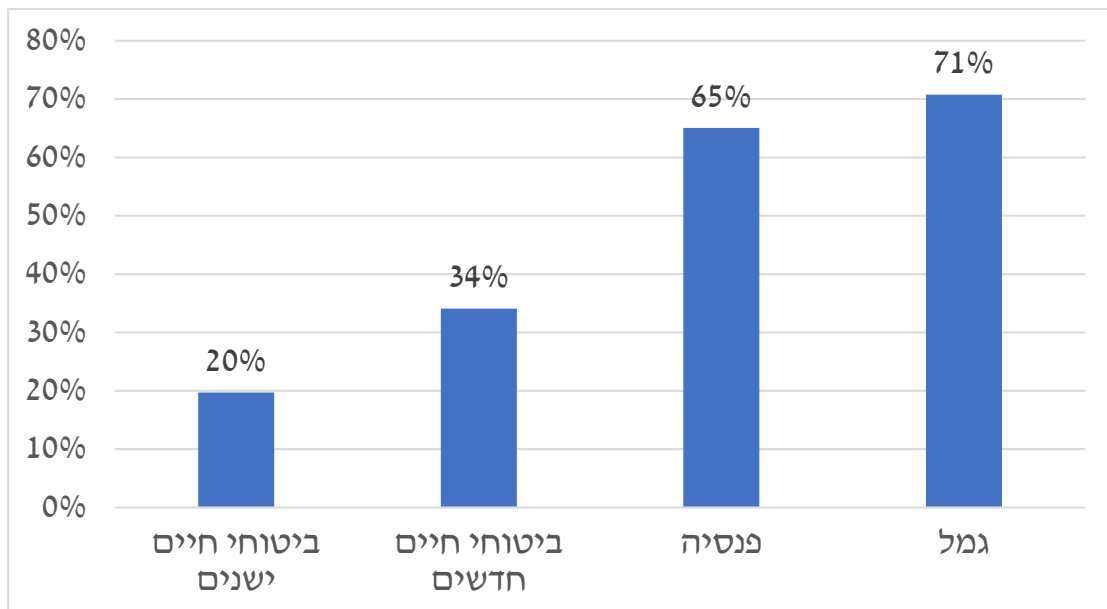
המנוהלים, בחלוקה למוצרי החיסכון השונים. כאמור, שיעור ההחזקות הכולל עלה משיעור של כ-0.1% מסך התיק המנוהל בשנת 2007, לשיעור של כ-1% בשנת 2021.

אם כך, ביטוחי החיים מתאפיינים בשיעור החזקות גבוה יותר בנכסי נדל"ן אלטרנטיביים, כפי שצינו לפני ההסבר לתופעה עשוי להיות צרכי הנזילות הפחותים ביחס לשאר מוצרי החיסכון המתאפיינים בניידים רבים המצריכים החזקת כרית נזילות. העובדה כי סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה אוכף בעיקר על השקעות בשוק הישראלי⁶. על כן, נוכל להתייחס לשיעור החשיפה לנכסים אלטרנטיביים זרים בסקטור הנדל"ן, מתוך סך החשיפה לנכסים אלטרנטיביים בסקטור הנדל"ן, בקרב קרנות הפנסיה וקופות הגמל ביחס לביטוחי החיים, כאומד להשפעת סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה.

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

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



החזקה אגרגטיבית של 50% על ידי מספר גופים מוסדיים.

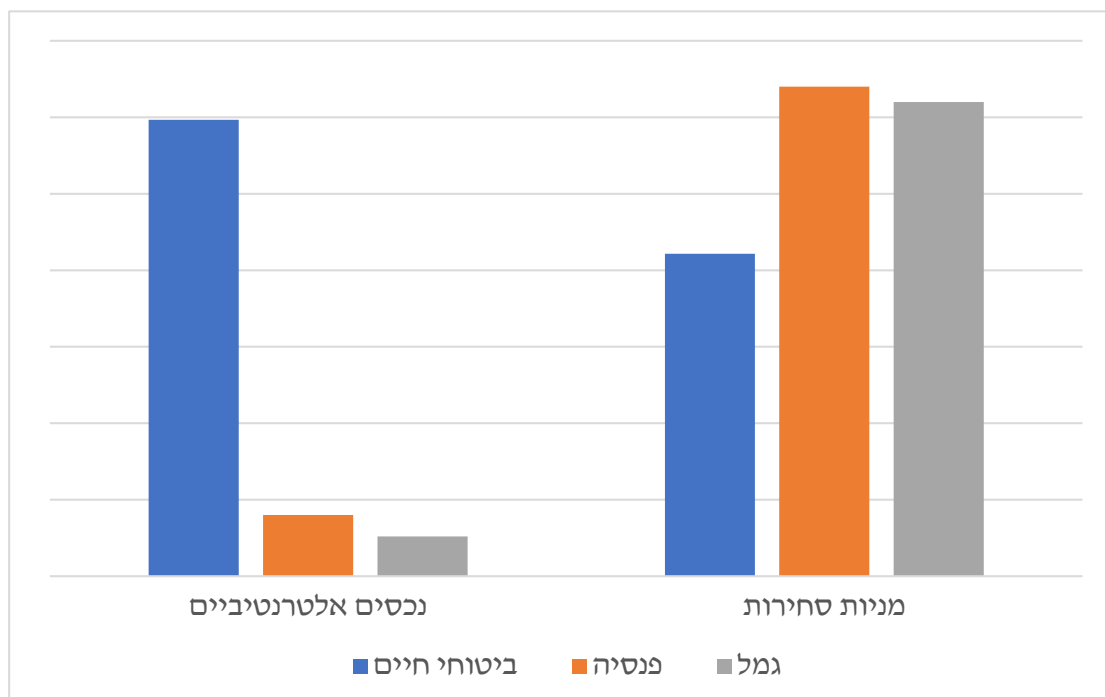
⁶ בהשקעות זרות קיימת נטייה קטנה יותר להחזיק מעל 20% בנכס על ידי משקיע בודד, וכן, לעבור

ולנכסים סחירים בסקטור הנדל"ן בישראל (נכון לשנת 2022). כפי שניתן לראות, בעוד שביטוחי 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.

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, וזאת במטרה להימנע מתשלום המס ולהשיג את החשיפה הרצויה לסקטור הנדל"ן.

איור 4 מציג את שיעור החשיפה של כל אחד ממוצרי החיסכון לנכסים אלטרנטיביים

איור 4 – חשיפה לאקוויטי בסקטור הנדל"ן בישראל



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 ולצרכי ההשקעה של הגופים המוסדיים, כגון: אופק השקעה ארוך טווח, תשואות יציבות לתקופה ארוכה, סיכון נמוך ומתאם נמוך עם סוגי נכסים אחרים (Carlo et al., 2023). סביבת הריבית הנמוכה תרמה אף היא לגידול המואץ בהשקעה בתשתיות.

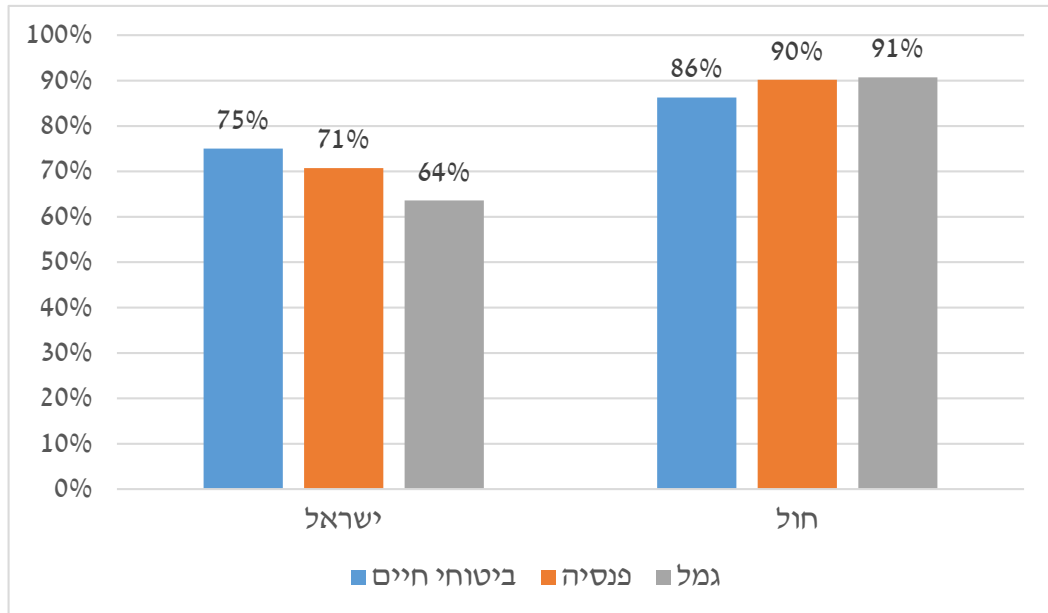
השקעה בפרויקטים של תשתיות מתבצעת באמצעות מכשירי השקעה שונים (הלוואות, אג"ח, מניות וקרנות השקעה) וכוללת מגוון ענפי השקעה, כגון: אנרגיה, מבנים ציבוריים, תקשורת, מים, איכות סביבה ותחבורה (כבישים, נמלים וחניונים). חלק מרכזי של הפרויקטים בהם הגופים המוסדיים משקיעים הם במסגרת שותפות של המגזר הציבורי והפרטי (PPP), המאופיינים בד"כ בהתחייבות תעריפית מצד המדינה (מעין רשת בטחון) 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 למאמץ של ממשלות לענות על צרכי ההשקעה בתשתיות היא שהיקף ההשקעה הנדרש גדול ממקורות המימון שמדינות יכולות לגייס בתקציב אחראי ומאוזן. כתוצאה מכך, יש קריאות ברחבי העולם שמשקיעים מוסדיים, קרנות פנסיה וחברות ביטוח ישקיעו בתשתיות.

היקף השקעות הגופים המוסדיים בתשתיות צמח בשנים 2015—2022 ביותר מ-70%, בממוצע שיעור צמיחה של 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 בגישה דומה המתעלת את ההטרונות בהשפעת הסעיף בהשקעות המקומיות בהשוואה להשקעות הזרות. אזור 5 מציג את שיעור החשיפה לנכסים אלטרנטיביים מקומיים וזרים בסקטור הנדל"ן (נכון לסוף שנת 2022) בכל אחד ממוצרי החיסכון. פעם נוספת, ניתן להבחין כי ביטוחי החיים מתאפיינים בחשיפה גבוהה יותר לנכסים בשוק המקומי, אך כאשר בוחנים את החשיפה לאפיק בשווקים הזרים, מקבלים תמונה הפוכה – קופות הגמל והפנסיה מקצות שיעור גבוה יותר מהנכסים שלהן לאותם השקעות אלטרנטיביות בסקטור התשתיות. התוצאה מצביעה על כך שהמגבלה שסעיף 9(2) מייצר לקרנות הפנסיה וקופות הגמל בהשקעות בשוק המקומי, באה לידי ביטוי בפיצוי בדמות חשיפה גבוהה יותר בשווקים הזרים, שבהם כאמור סעיף 9(2) אוכף בצורה פחותה.

איור 5 - החזקות בנכסים אלטרנטיביים בסקטור התשתיות



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, וזאת בעיקר על ידי מחסור בהשקעות בסקטור התשתיות והנדל"ן המסחרי, שנמצאות בתת השקעה ארוכת טווח. הדבר מתעצם לאור שכיום חלה ירידה דרמטית בקצב ההפקדות בביטוחי החיים, משני טעמים עיקריים; הראשון, התקבלה החלטה בממשלה להפסיק את שיווק המוצר. השני, החלק הארי של המבוטחים הקיימים, בעיקר בביטוחי החיים הישנים, הגיעו לשלב קבלת הקצבה. אם בעבר הגופים המוסדיים יכלו להקצות

4. השפעות פוטנציאליות על החוסכים לפנסיה ועל המשק הישראלי

בספרות האקדמית ניתן למצוא עדויות רבות לקיומה של תשואה עודפת באפיקי השקעה לא סחירים, וזאת בעקבות פרמיית אי סחירות (McCulloch, J. H. 1975). מעבר לכך, קיימות גם עדויות אמפיריות המצביעות על כך שהשקעה בנכסים אלטרנטיביים (קרנות השקעה פרטיות מסוגים שונים בשוק המקומי, מניבות תשואות עודפות בהשוואה להשקעה בנכסים אלטרנטיביים זרים, וזאת בעיקר על ידי יכולת בחירה טובה של יותר של הנכסים (Skill) וגישה לקרנות איכותיות יותר (Brav, Lakan, Yafeh, Access). 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 פאקטו בתשואות של החוסכים במוצרים הללו.

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 המוסדיים בתשתיות ונדל"ן בישראל, וגידול בהשגת החשיפה לסקטורים הללו בשווקים הזרים.

5. 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. בנייר 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. סעיף 9(2) לפקודת מס הכנסה, שלמעשה מכיר בהשקעות מסוימות של הגופים המוסדיים כהכנסות מעסק החייבות במס, וחושף למס למעשה 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 אלוקציה משמעותית לאפיקים הללו בקרב קרנות הפנסיה וקופות הגמל (בהשוואה לביטוחי החיים שסעיף 9(2) לא חל עליהם), תת האלוקציה הזה תגרור ביצועי חסר בקרב החוסכים בקרנות הפנסיה וקופות הגמל בהשוואה לחוסכים בביטוחי החיים.

הללו לביטוחי החיים בצורה כזאת שתהפוך את ההשקעה לשקופה למס עבור יתר מוצרי החיסכון. על כן, אנו צופים ירידה הולכת ומתמשכת בקצב ההשקעות של הגופים

כמו כן, במטרה לייצר חשיפה ראויה לסקטורים הללו, הגופים המוסדיים הגדילו את שיעור ההשקעות שלהם בנכסי נדל"ן ותשתיות בשווקים הזרים, וזאת 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 אל מול המדינות המפותחות בעולם.

לטעמנו, יש לשקול מחדש את התנאים להכרה בהכנסה מעסק, ולדבוק במודל האמריקאי ששם דגש על המהות ההחזקה בנכס, על מידת ההשפעה והמעורבות בניהול או במילים אחרות, על מידת האקטיביות של הגופים המוסדיים, וזאת חלף בחינה כמותית של שיעור ההחזקה האבסולוטי (20%). שינוי כדלקמן, יחריג מקרים רבים שבהם זה פאקטו הגוף המוסדי לא אחראי כלל לניהול הנכס, ולכן, למעשה לא מדובר כלל בהכנסה מעסק.

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]

Brav, A., Lakan, 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., Mugeran, 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.