



תמריצים ותחרות בקרנות פנסיה: עדויות מניסוי רגולטורי

יבגני מוגרמן

בית הספר למנהל עסקים
אוניברסיטת בר-אילן

yevgeny.mugerman@biu.ac.il

תקציר

רגולטורים על פי רוב אוסרים על קרנות פנסיה פרטיות לגבות דמי ניהול תלויי ביצועים, מתוך חשש שעמלות אלה יעודדו לקיחת סיכונים מופרזת, ומתוך הנחה שתחרות בין מנהלי הקרנות מהווה תמריץ מספק על מנת לוודא שמנהלי השקעות מקבלים החלטות שמשרתות את טובתם ארוכת הטווח של לקוחותיהם. ניסוי רגולטורי מישראל מאפשר להשוות בין את ההשפעות של תמריצים ושל תחרות בקרב מסלולי חיסכון של אותן חברות ניהול, אשר הוקצו באופן אקסוגני: (א) קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים, ללא תחרות; (ב) קרנות ללא דמי ניהול תלויי ביצועים, בסביבה עם מעט תחרות; (ג) קרנות ללא דמי ניהול תלויי ביצועים, בסביבה תחרותית מאוד. מניסוי זה עולה שקרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים מפגינות תשואות מותאמות לסיכון שהינן גבוהות משמעות מיתר הקרנות, אך אינן בהכרח מסוכנות יותר. לעומת זאת, לחץ תחרותי מוביל לביצועים ירודים. מכך ניתן להסיק כי תמריצים ותחרות אינם תחליפים מושלמים בענף החיסכון הפנסיוני, וכי ייתכן שיש לשקול מחדש את המגבלות הרגולטוריות המקיפות על השימוש בעמלות תמריצים, אשר עשויות למעשה להסב לחוסכים נזק רב בטווח הארוך.

מילות מפתח: רגולציה, חסכון טווח ארוך, דמי ניהול תלויי ביצועים, תחרות

1. מבוא

לחיסכונות פנסיוניים פרטיים תפקיד הולך וגדל ברחבי העולם. בסוף 2013, קרנות חיסכון פנסיוני ברחבי מדינות ה-OECD ניהלו נכסים בשווי של כ-25 טריליון דולר (OECD, 2014), ומדינות מסתמכות יותר ויותר על מנגנוני חיסכון צובר, שבו החוסכים הם שנושאים בסיכונים ההשקעות (OECD, 2013). בשל כך, גורלם של פנסיונרים עתידיים ברחבי העולם תלוי בטיב ההחלטות של מנהלי השקעות. אך האם התמריצים של אותם מנהלי השקעות אכן מתואמים עם טובתם ארוכת הטווח של המשקיעים והחוסכים?

קיימות מספר אסטרטגיות אשר קובעי מדיניות עשויים להשתמש בהן על מנת ליצור הלימה בין מטרותיהם של מנהלי הקרנות לאלו של החוסכים. ראשית, ניתן לפקח על גובה העמלות ומבניהן,

לרבות הפיצוי ברמת המנהל הבודד. שנית, ניתן לקבוע את רמת התחרות בין הקרנות תוך הטלת מגבלות על ניידות חוסכים, או לחלופין על ידי אימוץ אמצעים שיקלו על החוסכים את המעבר בין תוכניות חיסכון שונות.¹ שלישית, ניתן להטיל מגבלות על החלטות המנהלים בנושאים כגון הקצאת נכסים, או באופן ישיר, על ידי הגבלות כמותיות על השקעות בסוגי נכסים מסוימים (Antolin et al., 2009), או בעקיפין באמצעות חובות נאמנות (Gordon, 1987; Davis, 2002). לבסוף, ניתן לחייב את מנהלי הקרנות במגוון חובות דיווח ותקנות ממשל תאגידי.

מחקרם של Hamdani, Kandel, Mugerman and Yafeh (2016) בוחן את שני כלי המדיניות הראשונים המוזכרים לעיל: (א) מבנה תמריצים, ובפרט, השוואה בין מבנה דמי ניהול בעלי רכיב תלוי ביצועים (להלן, דמי ניהול תלויי ביצועים)

¹ באיטליה, למשל, מתנהל כעת דיון בשאלה האם לאפשר ניידות מלאה של חסכונות פנסיוניים (Moreolo, 2015).

ייחודית זו מאפשרת ל-Hamdani et al. (2016) לבחון כיצד מבנה התמריצים ורמת התחרות משפיעים על רמת הניהול ולקחת הסיכונים באפיקי חיסכון ארוכי טווח.

המחקר עושה שימוש בנתוני הקצאת נכסים ותשואות עבור 72 קרנות חיסכון ארוכות טווח, עבור 11 השנים מינואר 2005 ועד פברואר 2016. הקרנות במדגם מתחלקות לשלוש קבוצות: (א) קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים, בסביבה ללא תחרות; (ב) קרנות עם דמי ניהול מבוססי נכסים, בסביבה עם מעט תחרות; (ג) קרנות עם דמי ניהול מבוססי נכסים, בסביבה עם תחרות רבה. כאמור, החלוקה לקבוצות הינה אקסוגנית. תקופת המדגם מכילה את המשבר הפיננסי של שנת 2008, שבו קרנות שלקחו סיכונים גבוהים יותר נפגעו באופן קשה במיוחד.

ממצאיהם של Hamdani et al. (2016) הינם כדלהלן: ראשית, קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים מפגינות תשואות גבוהות יותר מאשר קרנות עם דמי ניהול מבוססי נכסים. הן גם עשויות להפגין נטייה מוגברת ללקיחת סיכונים, אך זה תלוי במדד הסיכון, ועל פי רוב ההבדלים ברמת הסיכון אינם מובהקים. שנית, ואולי אף חשוב מכך, קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים נהנות מתשואות מתואמות לסיכון גבוהות יותר, וזאת באופן עקבי על סמך חישוב מדד ה- α במספר דרכים שונות. ההבדל ב- α ברוטו בין קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים וקרנות עם דמי ניהול מבוססי נכסים מוערך בכ-0.85% בשנה. שלישית, מהשוואה בין קרנות עם דמי ניהול מבוססי נכסים שפועלות בסביבה עם תחרות עזה, לבין קרנות עם דמי ניהול מבוססי נכסים אשר פועלות בסביבה עם מעט תחרות, עולה כי הקרנות הפועלות בסביבה תחרותית מפגינות ביצועים נחותים ביחס לאלו שפועלות בסביבה ללא תחרות (אם כי פער זה קטן יותר מהפער בין קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים לקרנות עם דמי ניהול מבוססי נכסים).

לבין דמי ניהול שנקבעים על סמך שיעור קבוע מהנכסים המנוהלים (להלן, דמי ניהול מבוססי נכסים); (ב) רמת התחרות בסביבה שבה פועלת קרן הפנסיה. המחקר מסתמך על ניסוי רגולטורי ייחודי שנערך בישראל, שמאפשר לבחון את הקשרים בין רגולציה, מבנה תמריצים, תחרות וביצועי קרנות.²

הטענה המרכזית של Hamdani et al. (2016) הינה שהשילוב של דמי ניהול מבוססי נכסים וסביבה תחרותית מעוות את מערך התמריצים עבור מנהלי קרנות הפנסיה, וגורם להם לקחת סיכונים מיותרים ולהתמקד בתשואות קצרות טווח. ממצאים אלה עולים בקנה אחד עם ספרות מתחום קרנות הנאמנות. גם שם ישנן עדויות לתופעה דומה, וסיבה אפשרית אחת לכך הינה שמנהלי הקרנות מתמקדים בביצועים שמושכים חוסכים חדשים, ובכך מגדילים את סך הנכסים המנוהלים. ככל שתנועת החוסכים מושפעת מהיסטוריית הביצועים של הקרן ביחס למתחריה בטווח הקצר (Sirti and Tufano, 1998), מצב של דמי ניהול מבוססי נכסים בשילוב עם תחרות עשוי לגרום לכך שמנהלי הקרנות יתמקדו בתשואות אבסולוטיות קצרות טווח במקום בתשואות מותאמות לסיכון ארוכות טווח.

אידאלית, על מנת לבחון את ההשפעה של דמי ניהול תלויי ביצועים ותחרות על ביצועים, יש להשוות בין שתי קרנות זהות, אשר מסיבות אקסוגניות נבדלות זו מזו רק במבנה התשלומים ובסביבה התחרותית. על פי רוב, רגולטורים ברחבי העולם מטילים איסור על דמי ניהול תלויי ביצועים בקרנות פנסיה, דבר שמקשה את המענה על שאלה זו. עם זאת, היסטוריה רגולטורית ייחודית בישראל מספקת הזדמנות נדירה לבחון את השפעתם של תמריצים ותחרות על ביצועי הקרנות. תהליכי רפורמה לאורך עשור יצרו הבדלים בין אפיקי חיסכון פנסיוניים שונים, הן במבנה דמי הניהול והן ברמת התחרות. ההקצאה הינה אקסוגנית ותלויה רק בשנה שבה אפיק החיסכון הוקם. יתר על כן, במקרים רבים אותה חברת ניהול מנהלת בו-זמנית את כל סוגי החיסכון. סביבה

למנהל הבודד, הם מוגבלים משום שדמי הניהול ברמת הקרן אינם תלויי ביצועים. ראו Ma et al. (2015) עבור מחקר עדכני על מנגנוני הפיצוי עבור מנהלי ההשקעות בענף קרנות הנאמנות בארה"ב.

² בהיעדר נתונים לגבי פיצוי או שיקולי קריירה (כגון גיל או ניסיון) ברמת המנהל הבודד, בחרנו להתמקד בדמי הניהול המשולמים לחברות הניהול ולא למנהל הבודד. עם זאת, יש קשר ברור בין השניים: אף אם דמי ניהול תלויי ביצועים עשויים להתקיים ברמת תשלום החברה

אופטימלי, וסביר שמבנה דמי ניהול טוב יותר אף יעצים את התוצאות.

לבסוף, הניתוח של Hamdani et al. (2016) מציע כיוון חדש לרגולציה בהקשרי מבנה דמי ניהול ותחרות של קרנות פנסיה. ניתן להיעזר במגוון אמצעים על מנת למזער לקיחת סיכונים גם כאשר דמי הניהול הינם תלויי ביצועים, לדוגמה חובות נאמנות או הגבלות כמותיות על השקעות בסוגי נכסים מסוימים. לעומת זאת, לא סביר שאמצעים רגולטוריים יצליחו לגרום למנהלי קרנות להתאמץ יותר או להתמקד יותר בטווח הארוך, ואף תחרות אינה מסוגלת להבטיח זאת כהלכה. אם כן, על קובעי המדיניות לשקול הסרה של האיסור על דמי ניהול תלויי ביצועים, ונקיטת צעדים רגולטוריים חלופיים על מנת למנוע לקיחת סיכונים יתרה.

2. רקע – תחרות ומבנה דמי ניהול בקרנות לחיסכון פנסיוני

מרבית המחקר בתחום החיסכון הפנסיוני עסק בארה"ב, שבה עובדים על פי רוב חוסכים דרך המעסיק, ולכן השפעת העובדים על מסלול החיסכון הינה מוגבלת ביותר. לכן, עיקר המחקר עסק בשאלת החלטות החיסכון של המעסיקים ובביצועיהן של קרנות נאמנות (Fisch, 2010; Martin, 2014). עם זאת, במדינות רבות, לרבות ישראל, החוסכים (ולא המעסיקים) הם שבוחרים את אפיק החיסכון, והם תלויים במנהלי הקרנות המקצועיים שמקבלים החלטות בשמם. מנהלי הקרנות רשאים אפוא להפעיל שיקול דעת רב בסוגיות כגון הקצאת נכסים ובחירת ניירות ערך להשקעה. מצב זה יוצר בעיית סוכן מובנית בין מנהלי הקרנות לבין החוסכים: המנהלים מקבלים החלטות הרוות גורל עבור החוסכים, אך תמריציהם עלולים לא להיות מתואמים עם טובתם של

מאידך, תחרות נוטה להיות מתואמת עם דמי ניהול נמוכים יותר.

לממצאים אלה מספר השלכות עבור רגולציה של קרנות פנסיה פרטיות. ראשית, בענף החיסכון הפנסיוני, תמריצים ותחרות אינם מהווים תחליפים מושלמים זה לזה.³ ביצועיו של תיק השקעות של חוסכת שחשכונותיה מנוהלים על ידי קרן עם דמי ניהול תלויי ביצועים גבוהים מאלו של תיק השקעות של חוסך שחשכונותיו מנוהלים על ידי קרן עם דמי ניהול מבוססי נכסים. לעומת זאת, תיק שמנוהל על ידי קרן עם דמי ניהול מבוססי נכסים שפועל בסביבה תחרותית יפגין ביצועים נחותים מאלו של תיק שמנהליו אינם נתונים לחצים תחרותיים.

שנית, הממצאים מטילים ספק ביעילות האיסור על דמי ניהול תלויי ביצועים בקרנות פנסיה. בפרט, איסור זה אף נוטה לפגוע באיכות ניהול הקרט. למרות שקרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים עשויות להיתפש כמסוכנות יותר (גם אם לפי מרבית המדדים שנבדקו זה אינו המצב), דמי ניהול תלויי ביצועים למעשה משפרים את איכות ניהול הקרן, כך שקרנות עם דמי ניהול שכאלה משיגות באופן עקבי תשואות מותאמות לסיכון גבוהות יותר מאשר קרנות עם דמי ניהול מבוססי נכסים. לא ניתן לקבוע על סמך המחקר האם רמת הסיכון של הקרנות הינה רמת הסיכון האופטימלית, אך ניתן לקבוע כי ככל שדמי ניהול מבוססי נכסים מצמצמים סיכון, צמצום זה בא על חשבון פגיעה באיכות הניהול. במילים אחרות, ייתכן שנטייתם הטבעית של רגולטורים למנוע משבר חסכון בטווח הקצר טומנת בחובה עלויות ארוכות טווח משמעותיות עבור פנסיונרים.⁴ יש לציין גם כי ממצאי המחקר מהווים למעשה גבול תחתון, שכן מבנה דמי הניהול תלויי הביצועים בוודאות אינו

נוספת הינה שתשואות גבוהות יותר אינן נובעות מ"מזל" או הקצאה של השקעות טובות שמגיעות במועד אקראי לקרנות מסוג מסוים; ההנחה במחקר הינה שביצועים הינם תוצאה של מאמץ, כישורים וכיו"ב. עבור דיון עדכני בשימוש בתמריצים בניהול כספים, ראו מאמר "Insight" של העיתון Financial Times (9 ביולי 2015, עמ' 38):

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/ba9207a8-248e-11e5-bd83-71cb60e8f08c.html?siteedition=uk#axzz3fTL1j3Xp>

³ Giroud and Mueller (2011) דנים בכמה מודלים תאורטיים אודות הקשר שבין תמריצים ותחרות. אמנם מחקרים שונים נבדלים בהנחותיהם ותוצאותיהם, אך ישנה תמיכה רבה ברמה התאורטית לסברה האינטואיטיבית כי תמריצים ותחרות מהווים תחליפים בנסיבות מסוימות.

⁴ ההשלכות המוצגות כאן עבור המדיניות הרגולטורית מסתמכות על ההבנה כי ביצועיהן הטובים של קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים אינן תוצאה של הונאה או מניפולציות חשבונאיות (שקשה מאוד לבצע תחת המשטר הרגולטורי הנוקשה בישראל). הנחה חשובה

רבות, בקרב מוצרי השקעה שמיועדים לציבור הרחב, לרבות חיסכון פנסיוני, ישנן מגבלות רגולטוריות אשר אוסרות על גביית דמי ניהול תלויי ביצועים,⁷ כך שמבנה הפיצוי הרווח בקרנות פנסיה וקרנות נאמנות מסתמך על אחוז קבוע מהנכסים המנוהלים. מבין מדינות ה-OECD, ישנן רק שתיים, פולין וצ'כיה, שמתירות דמי ניהול תלויי ביצועים בקרנות פנסיה (OECD, 2011).

ההצדקה לאיסור זה הינה שדמי ניהול תלויי ביצועים עלולים להוביל ללקיחת סיכונים מיותרת (ראו לדוגמה Illig, 2007).⁸ זהו חשש משמעותי בענף קרנות הפנסיה משתי סיבות: ראשית, בעוד שחוסכים נוטים לפזר את חסכונותיהם בין מספר קרנות נאמנות, בקרנות הפנסיה בסביבה שנחקרה במאמר זה, כל חסכונותיו הפנסיוניים של החוסך מנהלים על ידי קרן אחת בודדת. שנית, מנהלי קרנות פנסיה נוטים ליהנות מחופש רב יותר בקבלת החלטות לעומת מנהלי קרנות נאמנות, משום שהם רשאים להפעיל שיקול דעת ניכר באשר להקצאת הנכסים של תיק ההשקעות שתחת ניהולם, ולכן לקיחת סיכונים יתרה הינה חשש משמעותי במיוחד בענף זה.

על פניו, דמי ניהול מבוססי נכסים אינם מהווים תמריץ מספק עבור מנהלי הקרנות, משום שהם אינם מושפעים ישירות מתשואות הקרנות או מבנה העלויות שלהן.⁹ הסברה היא שבסביבות שבהן חל איסור על דמי ניהול תלויי ביצועים, ניתן להסתמך על תחרות בין הקרנות השונות על מנת להבטיח את טובתם ארוכת הטווח של החוסכים (Cooper, 2010). בבסיס סברה זו עומדת ההנחה כי קרנות בעלות תשואות גבוהות יותר ימשכו יותר משקיעים, ובכך יגדילו את סך הנכסים תחת ניהולן, ובהתאם גם את הפיצויים למנהלי הקרן.

ה"עוין" כלפי דמי ניהול תלויי ביצועים בארה"ב הינו ב-Investment Advisers Act משנת 1940, ובייחוד למקבץ רגולציות משנות ה-70 של המאה ה-20 שהטילו מגבלות על סוגי דמי הניהול תלויי הביצועים המותרים (למשל, על ידי חיוב תמריצים סימטריים במקרים של רווח והפסד) ועל סוגי הלקוחות שלהם ניתן להציע קרנות עם דמי ניהול מסוג זה.

9 Kahan and Rock (2007) רואים בדמי ניהול מסוג זה את האחראי העיקרי לגישתם הפסיבית של משקיעים מוסדיים בארה"ב כלפי ניטור מנהלים. Mahoney (2004) ו-Illig (2007) טוענים כי הקלת המגבלות הרגולטוריות על דמי ניהול תלויי ביצועים עשויה להטיב עם משקיעים.

לקוחותיהם. רק מיעוט יחסית מתוך הספרות האקדמית בתחום החיסכון הפנסיוני עסק בסוגיית תמריצים אלה.

קיימות מספר אסטרטגיות אשר קובעי מדיניות עשויים להשתמש בהן על מנת ליצור הלימה בין מטרותיהם של מנהלי הקרנות לאלו של החוסכים. ראשית, ניתן לפקח על גובה דמי הניהול ומבניהם, לרבות הפיצוי ברמת המנהל הבודד. שנית, ניתן לקבוע את רמת התחרות בין הקרנות תוך הטלת מגבלות על ניידות חוסכים, או לחלופין על ידי אימוץ אמצעים שיקלו על החוסכים את המעבר בין תוכניות חיסכון שונות.⁵ שלישית, ניתן להטיל מגבלות על החלטות המנהלים בנושאים כגון הקצאת נכסים, או באופן ישיר, על ידי הגבלות כמותיות על השקעות בסוגי נכסים מסוימים (Antolin et al., 2009), או בעקיפין באמצעות חובות נאמנות (Gordon, 1987; Davis, 2002). לבסוף, ניתן לחייב את מנהלי הקרנות במגוון חובות דיווח ותקנות ממשל תאגידי.

לפי מרבית הספרות בנושא בעיית הסוכן, ההמלצה הינה לשלב בדי הניהול רכיב מסוים של תשלום תלויי ביצועים עבור סוכן שביצעו תלויים בפעולות שאינן ניתנות לצפייה. אכן, דמי ניהול תלויי ביצועים הינם דבר שבשגרה בענפים שונים כגון הון סיכון, הון פרטי וקרנות גידור. משקיעים מוסדיים ובעלי הון, שיכולים לבחור באופן חופשי, מעדיפים להשקיע בקרנות בעלות ניהול אקטיבי, שבהן הפיצוי תלויי בביצועי הקרן. קרנות כאלה למעשה מקבלות שיעור משמעותי (כ-20 אחוזים) מהתשואות של משקיעיהן (Gompers and Lerner, 1999; Metrick and Yasuda, 2010; Kandel et al., 2011).⁶ לעומת זאת, במדינות

⁵ באיטליה, למשל, מתנהל כעת דיון בשאלה האם לאפשר ניידות מלאה של חסכונות פנסיוניים (Moreolo, 2015).

⁶ ראו גם Lim et al. (2016) עבור ניסיון למדוד תמריצים ישירים ועקיפים בקרנות גידור.

⁷ בבריטניה, למשל, דמי ניהול בקרנות פנסיה יכולים להיקבע כשיעור מסך הנכסים המנוהלים, שילוב של שיעור מסך הנכסים המנוהלים ושיעור מהפקדות, או שילוב של סכום קבוע ושיעור מסך הנכסים המנוהלים. <http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2015/879/regulation/5/made>

⁸ Illig (2007) ומחקרים קודמים (למשל, Manges, 1975; Lovitch, 1972) מעידים כי מקורו של היחס

שהוקמו החל משנת 1992, גובים דמי ניהול תלויי ביצועים. ב-2004, בשל חשש מלקיחת סיכונים יתרה במסלולים אלה, הרגולטור אסר גבייה של דמי ניהול מסוג זה. החל מ-2004, מסלולי "ביטוח מנהלים ישן" אינם רשאים לצרף עמיתים חדשים, אך עדיין מאפשרים לעמיתים קיימים להפקיד כספים, וגובים מהם דמי ניהול תלויי ביצועים. החל משנת 2004, אותן חברות ביטוח, במקביל לניהול מסלולי "ביטוח מנהלים ישן", החלו להציע מסלולי "ביטוח מנהלים חדש" דומה, אלא שבמסלולים החדשים דמי הניהול הינם מבוססי נכסים באופן בלעדי. עבור חוסכים הן במסלולים החדשים והן במסלולים הישנים, עלויות המעבר הינן משמעותיות ולכן הלחץ התחרותי מוגבל: אין חשש שחוסכים קיימים יעזבו, אך במקרה של המסלולים החדשים, כן יש תחרות באשר למשיכת חוסכים חדשים.

סוג שלישי של מסלול חיסכון הינו קופות גמל וקרנות השתלמות (להלן "קופות גמל" מטעמי נוחות).¹⁰ במסלולים מסוג זה, דמי הניהול הינם מבוססי נכסים, ועמיתים יכולים לעבור בקלות מקרן אחת לקרן אחרת. חלק מקופות הגמל מנהלות על ידי אותן חברות ביטוח שמנהלות את מסלולי "ביטוח החיים ישן" ו"ביטוח החיים החדש", וחלקן מנהלות על ידי בתי השקעות מסחריים, מעסיקים או איגודי עובדים. מאפייניהם השונים של שלושה סוגים אלה של מסלולי חיסכון מוצגים בטבלה 1.¹¹

המדגם נבנה על סמך נתונים רשמיים על מסלולי חיסכון פנסיוני שפורסמו על ידי משרד האוצר. המדגם מכיל נתונים חודשיים אודות תשואות החל מינואר 2005 ועד פברואר 2016, ואודות הקצאת נכסים החל מינואר 2008 ועד פברואר 2016. תקופת המדגם מכילה את המשבר הפיננסי של שנת 2008.

4. תוצאות

4.1. השפעת תמריצים על תשואה וסיכון

ההשקעות של קרנות אלה מורכב מאגרות חוב מיועדות, שהן למעשה אג"ח ממשלתיות חסרות סיכון. בשל כך, לא ניתן להשוות את ביצועיהן והקצאת נכסיהן לאלו של שלושת סוגי החיסכון האחרים.

עם זאת, הנחה חזקה נוספת בבסיסו של היגיון זה הינה ההנחה כי תנועת המשקיעים בין קרנות מונעת על ידי הערכה נכונה של ביצועי הקרן מצד החוסכים, הנחה שבה נדון כעת.

ברמה האמפירית, ספרות מחקרית נרחבת אודות קרנות נאמנות מראה כי השילוב של תחרות ודמי ניהול בשיעור קבוע מתוך הנכסים עשוי לעוות את התמריצים עבור מנהלי ההשקעות. סיבה אפשרית אחת לכך הינה שמנהלי הקרנות מתמקדים בביצועים שמושכים חוסכים חדשים, ובכך מגדילים את סך הנכסים המנוהלים. ככל שתנועת החוסכים מושפעת מהיסטוריית הביצועים של הקרן ביחס למתחריה בטווח הקצר (Sirri and Tufano, 1998), מצב של דמי ניהול מבוססי נכסים בשילוב עם תחרות עשוי לגרום לכך שמנהלי הקרנות יתמקדו בתשואות אבסולוטיות קצרות טווח במקום בתשואות מותאמות לסיכון ארוכות טווח. דבר זה עלול להוביל ללקיחת סיכונים בלתי יעילה (Chevalier and Ellison, 1997 and 1999), וכן לתופעת "עדר" (Grinblatt et al., 1995; Wermers, 1999), שבה מרבית הקרנות מקבלות החלטות דומות, תוך פגיעה בביצועים וייתכן שאף פגיעה ביציבות המערכת הפיננסית כולה. בהקשרי חיסכון פנסיוני בפרט, מנהלים שמתמקדים בביצועים קצרי טווח עלולים לסכן באופן ניכר את עתידם ארוך הטווח של החוסכים. לעומת זאת, דמי ניהול תלויי ביצועים אמנם עשויים להוות תמריצים קצרי טווח גם כן, את מבנה דמי הניהול ניתן לעצב כך שהתמריצים מעודדים התמקדות בטווח ההשקעה ההולם, בעוד שאת התחרות לא ניתן לעצב באופן דומה.

3. מתודולוגיה ומדגם

האסטרטגיה האמפירית של Hamdani et al. (2016) מסתמכת על כך שבישראל ישנם כמה סוגים של אפיקי חיסכון פנסיוני, אשר מסיבות אקסוגניות (היסטוריות) נבדלים זה מזה בשימוש בדמי ניהול תלויי ביצועים וברמת החשיפה שלהם לתחרות. מסלולים מסוג "ביטוח מנהלים ישן",

¹⁰ ההבדלים בין קרנות השתלמות לקופות גמל אינם עקרוניים עבור דיון זה.

¹¹ סוג נוסף של אפיקי חיסכון פנסיוני שאינו נכלל במדגם מכונה בישראל "קרנות פנסיה". עד 30% מתיקי

טבלה 1: סוגי מסלולי חיסכון פנסיוני במדגם

Competition/Fee Structure	AUM	Incentive Fees
No competition	N/A	OLI ⁽ⁱ⁾ N=8
Weak Competition	NLI ⁽ⁱⁱ⁾ N=9	N/A
Strong Competition	Provident Funds ⁽ⁱⁱⁱ⁾ N=55	N/A

(i) **מסלולי "ביטוח מנהלים ישן" (OLI)**: הוקמו לפני 2004. פוליסות ביטוח חיים עם רכיב חיסכון משמעותי. דמי הניהול מורכבים משילוב של רכיב מבוסס נכסים קטן יחסית (עד 0.6%) ורכיב תלוי ביצועים גדול (עד 15% מהתשואות מותאמות לאינפלציה). ישנו תנאי שמבטיח כי מנהל הקרן מקבל את הרכיב תלוי הביצועים רק לאחר שכלל ההפסדים מהשנים הקודמות הוחזרו. לא נגבים דמי ניהול על הפקדות. קרנות אלה סגורות לעמיתים חדשים; עמיתים ותיקים רשאים לעזוב ללא קנס, אך מאבדים הטבות משמעותיות בכך. עם זאת, עמיתים ותיקים רשאים גם להפסיק את ההפקדות לקרן תוך שמירה על חלק מההטבות. בינואר 2013 שתי חברות ביטוח התמזגו, וכך לשנים 2013-2016 נותרו שבעה מסלולי OLI.

(ii) **מסלולי "ביטוח מנהלים חדש" (NLI)**: הוקמו מ-2004 ואילך. מסלולים אלה דומים למסלולי ה-OLI, אלא שדמי הניהול מורכבים מרכיב מבוסס-נכסים ורכיב הנקבע לפי שיעור מההפקדות. בניגוד למסלולי ה-OLI, מסלולי ה-NLI פתוחים לעמיתים חדשים, אך ישנן עלויות מעבר משמעותיות, ולכן לא סביר שחוסכים ירצו לעזוב או לעבור למסלול אחר. בנוסף לשמונה חברות הביטוח המספקות מסלולי OLI, המדגם כולל גם חברת ביטוח נוספת שמציעה מסלול NLI בלבד. אותו המיזוג שהוזכר גם בסעיף (א) הקטין את מדגם מסלולי ה-NLI לשמונה בשנים 2013-2016.

(iii) **קופות גמל (PF)**: מסלול חיסכון ארוך טווח, אשר מעניק הטבות מס דומות לאלו של מסלולי ביטוח מנהלים, אך ללא הכיסוי הביטוחי. דמי הניהול על מוצרים מסוג זה הינם מבוססי נכסים, והסביבה שבה הם פועלים הינה תחרותית ביותר, וללא עלויות מעבר. תקנות מס מאפשרות למרבית החוסכים ב-PF למשוך את חסכונותיהם לאחר 15 שנים (ולעיתים אף פחות) ללא קנס, אך משיכה זו כרוכה בווייתור על הטבות המס על תשואות עתידיות. PF הן הקרובות ביותר לקרנות נאמנות בארה"ב מבחינת הסביבה שבה הן פועלות. המדגם של המחקר מכיל רק PF שסך הנכסים המנוהלים שלהם היה מעל 500 מיליון ש"ח (125 מיליון דולר) בשנת 2013. ככל שישנן חברות שבעבר נמצאו מעל לסך זה אך נכון ל-2013 כבר אינן מקיימות את תנאי הגודל, ביצועי ה-PF הנמדדים כאן הינם גבול עליות לביצועיו של הענף בפועל. מספר הקרנות נוטה להשתנות מחודש לחודש.

טבלה 2: נתונים סטטיסטיים לפי סוג הקרן

	Average Fund AUM (billions NIS, as of 12/2013)	Average Gross Monthly Return (1/2005-2/2016)	Cumulative Gross [Net] Returns (1/2005-2/2016)	Average Annual STD of Monthly Returns	Average Annual Fees
Old Life Insurance	18.5*	0.57%*	107.07%*	1.56%	1.28%*
Plans	(6.5)	(0.06)	[79.85%]	(0.06)	(0.07)
New Life Insurance	4.2	0.53%	98.67%	1.56%	1.15%
Plans	(1.6)	(0.05)	[74.86%]	(0.06)	(0.02)
Provident Funds	2.8	0.52%	96.71%	1.51%	0.71%
	(0.5)	(0.02)	[81.82%]	(0.03)	(0.02)

הערות: גודל הקרן בדולר ארה"ב הינו כ-1/4 מגודל הקרן במונחי שקלים. תשואות חודשיות ומצטברות הינן תשואות ברוטו במונחים נומינליים. סטיית התקן של התשואות החודשיות מחושבת באופן שנתי, ולאחר מכן מחושב הממוצע לאורך השנים ובין סוגי חברות. דמי ניהול מתייחסים לסך כל דמי הניהול הנגבים (ללא דמי ביטוח מנהלים). קרנות OLI ו-NLI מספקות ביטוח "אריכות יומין" שאינו קיים ב-PF, ולכן ייתכן שההבדל בין דמי הניהול והתשואות נטו הינו מוגזם. טעויות תקן (סטיות טקן חלקי השורש הריבועי של מספר התצפיות) מופיעות בסוגריים, מלבד עבור התשואות המצטברות, שם התשואות המצטברות בניכוי דמי ניהול מופיעות בסוגריים מרובעים. * מייצג מקרים שבהם ההבדלים בין OLI ו-NLI הינם מובהקים סטטיסטית ברמות המקובלות לפי מבחני t מזווגים (בתוך מנהל הקרן). אף אחד מההבדלים בין NLI ו-PF אינן מובהק סטטיסטית, מלבד ההבדל בדמי הניהול.

מניבים תשואות גבוהות יותר מהמסלולים החדשים, אך אינם בהכרח מסוכנים יותר. זאת למרות שמנקודת המבט של חברת הניהול, המהלך הזול והפשוט ביותר היה לבנות תיק השקעות יחיד ולהקצותו באופן פרופורציונלי בין המסלולים החדשים והישנים.

4.2. השפעת תחרות על תשואה וסיכון

השוואה דומה בין מסלולי "ביטוח מנהלים חדש" לבין קופות גמל מאפשר להעריך את השפעת התחרות (במסלולי "ביטוח מנהלים חדש" הלחץ התחרותי נמוך, בעוד שקופות גמל עומדות בפני תחרות עזה). כפי שמראה **טבלה 2**, התשואות החודשיות והמצטברות כמעט זהות בין שני סוגי הקרנות. סטיית התקן של התשואות החודשיות גם הן קרובות מאוד, וכך גם שיעור תיק ההשקעות שמושקע בנכסים בלתי נזילים. אם כן, בממוצע, ביצועיהן של קרנות חיסכון פנסיוני בסביבה תחרותית דומה לזו של מקביליהן בסביבה שאינה תחרותית.

ההבדל המשמעותי היחיד הינו בגובה דמי הניהול, שהינו נמוך בכ- 0.7% בשנה בממוצע בקופות הגמל ביחס למסלולי "ביטוח החיים החדש". עם זאת, סביר שמדובר בהערכת יתר משתי סיבות: ראשית, מסלולי ביטוח מנהלים מתחייבים מראש ליחס המרה קבוע מחסכונות לתשלומים בעת הפרישה, ולכן החוסכים במסלולים אלה מוגנים בפני הסיכון של תוחלת החיים ההולכת ועולה. במסלולי קופת גמל, לעומת זאת, החוסכים חשופים לסיכון זה. כמו כן, ישנן קופות גמל אשר פועלות שלא למטרות רווח מטעם איגודי עובדים או מעסיקים, אשר גובות דמי ניהול נמוכים מאוד מהעובדים. לכן, למעשה, ההבדל בטבלה ככל הנראה גבוה יותר מהשינוי בפועל בדמי הניהול עבור חוסך ממוצע שעובר מקופת גמל מסחרית למסלול חיסכון חלופי.

4.3. תשואה מותאמת לסיכון לפי סוגי

קרנות

מוטים נגד זיהוי ביצועים טובים יותר בקרב מסלולי "ביטוח מנהלים ישן" גדולים יותר.¹² סך האינפלציה המצטברת מינואר 2005 ועד דצמבר 2015 עמד על 23%.

טבלה 2 מציגה את הנתונים הסטטיסטיים הבאים, בחלוקה לפי סוגי קרנות: היקף נכסים מנוהלים ממוצע, תשואה חודשית ממוצעת, תשואה מצטברת לעשר שנים (ברוטו ונטו), סטיית תקן של תשואות חודשיות, דמי ניהול ממוצעים.¹²

מסלולי "ביטוח מנהלים ישן" הינם גדולים יחסית למסלולי חיסכון אחרים, ומניבים תשואות חודשיות גבוהות יותר ממסלולי "ביטוח מנהלים חדש" (שנבדלים במבנה דמי הניהול, שהם תלויי ביצועים במסלולים הישנים ומבוססי נכסים במסלולים החדשים) בכ- 0.04%. לאורך 11 שנות המדגם, התשואה המצטברת של המסלולים הישנים גבוהה יותר בכ- 8% מהתשואה המצטברת של המסלולים החדשים (כ- 107% ו- 99% בהתאמה, במונחים נומינליים).¹³ המסלולים הישנים גובים דמי ניהול מעט גבוהים יותר מהחדשים, אך אף בניכוי דמי הניהול, המסלולים הישנים הניבו תשואות גבוהות יותר בכ- 5% מאלו של המסלולים החדשים. כל ההבדלים מובהקים סטטיסטית.

רמת הסיכון, הנמדדת לפי תנודתיות התשואות, נראית דומה למדי בין המסלולים החדשים והישנים. דרך נוספת להעריך את רמת הסיכון הינה על סמך ביצועים בעקבות זעזוע המשבר בשנת 2008 (וב- 2011 בהיקף מצומצם יותר). בשנת 2008 התשואה החודשית הממוצעת של המסלולים הישנים היתה בערך -1.54%, קרובה לזו של המסלולים החדשים, -1.47%. גם בשנת 2011 המספרים דומים (תשואה חודשית ממוצעת של -0.33% עבור המסלולים החדשים והישנים כאחד). המדד היחיד לפיו נראה כי ייתכן שהמסלולים הישנים הינם מסוכנים יותר מהחדשים הינו שיעור הנכסים הבלתי נזילים (הלוואות פרטיות, מניות בלתי סחירות, נדל"ן, הון סיכון, הון פרטי וכו'), שהינו כפול במסלולים הישנים יחסית לחדשים (27% ו- 14-15% בהתאמה).

ממצאים אלה מעידים על כך שבניגוד לתפישה הרגולטורית הרווחת, המסלולים הישנים דווקא

¹² ברגרסיות הבאות מתבצעת בקרה עבור גודל הקרן, על מנת לוודא שהממצאים אינם נובעים מהקצאת כישורים או מאמץ לקרנות גדולות יותר. ישנה סברה כי קרנות קטנות יותר מסוגלות להניב תשואות גבוהות יותר בשל ה"גמישות" שלהן; אם כן, ייתכן שהמבחנים במחקר זה

טבלה 3: השוואת תוצאות רגרסיה ברמת הקרן הבודדת, בחלוקה על פי סוג הקרן

	R^2	α	t-stat of α	β Tel Aviv 100	β MSCI World	β Corporate Bonds
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Old Life Insurance Plans	0.91 (0.01)	2.53* (0.19)	2.23* (0.18)	0.22 (0.01)	0.19 (0.01)	0.39 (0.04)
New Life Insurance Plans	0.92 (0.01)	1.66 (0.23)	1.57 (0.21)	0.22 (0.01)	0.16 (0.01)	0.36 (0.04)
Provident Funds	0.93 (0.01)	1.42 (0.10)	1.42 (0.075)	0.20† (0.003)	0.125† (0.005)	0.39 (0.02)

הערות: טבלה זו מציגה טעינות גורמים מרגרסיות ספציפיות לקרן בודדת, שבהן המשתנה התלוי הינו תשואה עודפת חודשית (והשער חסר הסיכון נגזר מתשואות על אג"ח ממשלתיות קצרות טווח) והמשתנים הבלתי תלויים הינם מספר מדדים (פרוקסי) לגורמי סיכון. α נמדד באחוזים, במונחים שנתיים. בכל הרגרסיות התבצעה חלוקה לתקופות של 36 חודשים (-2011, 2008-2010, 2005-2007, 2013-2015, 2013), כאשר החודש הראשון הינו 1/2005. כל הממוצעים אינם משוקללים; טעויות התקן (סטיית התקן של המשתנה, חלקי השורש הריבועי של מספר התצפיות) מופיעות בסוגריים. * מייצג מקרים שבהם ההבדלים בין OLI ו-NLI הינם מובהקים סטטיסטית ברמות המקובלות לפי מבחני t מזווגים (בתוך מנהל הקרן). † מייצג מקרים שבהם ההבדלים בין NLI ו-PF הינם מובהקים סטטיסטית ברמות המקובלות (במבחנים בלתי מזווגים).

שם השקעה בנכסים בלתי נזילים משפיעה על מדידת התשואות מותאמות-הסיכון, השפעה זו תבוא לידי ביטוי בקרנות בעלות שיעור גבוה יותר של נכסים בלתי נזילים. ניתן לראות כי המקדם של מסלולי "ביטוח מנהלים ישן" יורד בכ-40% ביחס לעמודה 1, אך עדיין נותר חיובי ומובהק סטטיסטית. מכך ניתן להסיק כי חלק מההבדל בתשואות מותאמות-הסיכון לטובת מסלולי "ביטוח מנהלים ישן" נובע משיעור גבוה יותר של נכסים בלתי נזילים במסלולים אלה, אך לא ניתן להסביר כך את ההבדל כולו.

הממצאים המוצגים לעיל מטילים ספק בכדאיותה של הרגולציה הרווחת המגבילה את השימוש בדמי ניהול תלויי ביצועים במסלולי חיסכון פנסיוני. קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים מפגינות ביצועים טובים יותר באופן עקבי מאשר קרנות עם דמי ניהול מבוססי נכסים. כמו כן, קרנות הפועלות בסביבה עם לחץ תחרותי גבוה מפגינות ביצועים נחותים לאלו של קרנות הפועלות בסביבה עם לחץ תחרותי נמוך, עדות חזקה לכך שתחרות אינה מהווה תחליף הולם לתמריצים. מסקנה זו עשויה להדאיג רגולטורים ברחבי העולם, אשר נוטים להסתמך כמעט באופן בלעדי על תחרות על מנת לספק תמריצים למנהלי חסכונות פנסיוניים. עם זאת, חשוב להדגיש שוב כי מחקרם של Hamdani et al. (2016) בוחן את השפעתם של תמריצים ותחרות בנפרד, ולא ניתן לגזור ממנו מסקנות אודות שיווי המשקל ואודות רווחת הפנסיונרים בסביבה שבה קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים מתחרות עם קרנות עם דמי ניהול מבוססי נכסים.

5. סיכום

המאמר בוחן ניסוי רגולטורי ייחודי בישראל, אשר מאפשר לבדוק את השפעתם של תמריצים ותחרות על ביצועיהן של קרנות חיסכון פנסיוני. ממצאים אלה הינם בעלי חשיבות רבה בתכנון סביבה רגולטורית יעילה עבור קרנות פנסיה צוברות פרטיות, אשר משחקות תפקיד הולך וגדל באספקת הכנסה לאחר גיל הפרישה. השלכה אחת של הממצאים היא שתמריצים עשויים להיות יעילים יותר מאשר תחרות בהבטחת הלימה בין האינטרסים של מנהלי הקרנות ואלו של לקוחותיהם. דבר זה חשוב משום שחוסר הלימה

המדד העיקרי לאיכות הניהול (תשואה מותאמת לסיכון) בו עושה שימוש המחקר הינו α , התשואה העודפת שמניבים מנהלי הקרנות, תוך בקרה עבור מגוון גורמי סיכון כמקובל בספרות. הקרנות במדגם מנהלות תיקים המורכבים מסוגים שונים של נכסים, ולכן, על מנת למדוד את α , ניתן להתמקד במספר מצומצם יחסית של מדדים קלים לזיהוי.

המדגם מחולק לארבע תקופות של 36 חודשים כל אחת: ינואר 2005 עד דצמבר 2007, ינואר 2008 עד דצמבר 2010, ינואר 2011 עד דצמבר 2013, ינואר 2013 עד דצמבר 2015. **טבלה 3** מציגה את ממוצע ארבע התקופות של מקדמי רגרסיית הבסיס עבור כל אחד מסוגי הקרנות. זוהי רגרסיה של התשואות העודפות (ביחס לריבית חסרת הסיכון) של כל קרן על שני מדדי מניות, מדד ת"א 100 ומדד MSCI World Index, וכן על התשואות העודפות של שלושה מדדי אג"ח: אג"ח ממשלתיות מוצמדות, אג"ח ממשלתיות בלתי מוצמדות, ואג"ח קונצרניות מוצמדות.

כפי שניתן לראות בטבלה, α גבוהה משמעותית במסלולי "ביטוח מנהלים ישן" מאשר במסלולי "ביטוח מנהלים חדש", ו- α במסלולי קופות גמל נמוכה אף יותר. זאת עדות נוספת לכך שמסלולי "ביטוח מנהלים ישן" מפגינים כישורי ניהול טובים יותר לטווח הארוך בשל טיב המנהלים והתמריצים שהם מספקים להם. השפעת התחרות נראית הפוכה מהשפעת התמריצים. במילים אחרות, נראה שתחרות פוגעת בכישורי הניהול לטווח הארוך.

בטבלה 4 מוצגות תוצאות הרגרסיה בתוספת משתני בקרה. גם כאן, עמודה 1 מראה כי מסלולי "ביטוח מנהלים ישן" מפגינים תשואות מותאמות-סיכון גבוהות יותר ב-1.3% מאשר מסלולי "ביטוח מנהלים חדש", וכן כי למסלולי "ביטוח מנהלים חדש" ביצועים טובים יותר מאשר קופות גמל, אם כי בהפרש קטן יותר.

כאמור, מסלולי "ביטוח מנהלים ישן" משקיעים יותר בנכסים בלתי נזילים, ולכן עמודה 2 מוסיפה לרגרסיה את שיעור התיק המושקע בנכסים בלתי נזילים עבור התקופה הרלוונטית. זאת מתוך הנחה

טבלה 4: השפעת דמי הניהול תלויי-הביצועים והתחרות על תשואה מותאמת לסיכון

	Whole Sample	
	(1)	(2)
Old Life Insurance Plans	1.31 *** (0.26)	0.77 ** (0.32)
Provident Funds	-0.32 * (0.17)	-0.40 (0.26)
Percentage in Illiquid Assets		4.75 *** (1.67)
Size (log AUM)	-0.22 *** (0.08)	-0.35 ** (0.16)
Observations	224	160
R²	.46	.47
Period Fixed Effects	Yes	Yes
Management Company Fixed Effects	Yes	Yes

הערות: רגרסיות OLS; טעויות תקן רובוסטיות, מקובצות ברמת הקרן (עמודה 1 – 72 קרנות, עמודה 2 – 64 קרנות) מופיעות בסוגריים. המשתנה התלוי הינו α (במונחים שנתיים) עבור ארבע תקופות של 36 חודשים כל אחת. עמודה 1 מציגה את הספציפיקציה המרכזית, וכוללת את כל הקרנות במדגם. עמודה 2 מוסיפה לרגרסיה כמשתנה בקרה את השיעור הממוצע באחוזים מתוך התיק המושקע בנכסים בלתי נזילים במהלך תקופת האמידה (שאינו זמין בתקופת המדגם הראשונה). ***-מובהק ברמה של 1%; **-מובהק ברמה של 5%; *-מובהק ברמה של 10%. מספר התצפיות שונה בין עמודה (1) לעמודה (2) משום שלחלק מתצפיות במדגם בעמודה (1) היו ערכים חסרים עבור המשתנה הנוסף בעמודה (2), ולכן התוכנה השמיטה תצפיות אלה באופן אוטומטי בעת הרצת הרגרסיה.

קיצה. בהקשר זה, בהינתן שרמת הסיכון הממוצעת של קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים אינה בהכרח גבוהה יותר, ייתכן שהרגולטורים חוששים מאירועי קיצון. ייתכן גם שתופעה זו מועצמת על ידי "מפולת מידע" (Bikhchandani et al., 1998): חששות אלה הביאו לאיסור על דמי ניהול תלויי ביצועים במדינות בודדות, ומדינות אחרות העתיקו מדיניות זו מתוך הנחה שהמדינות הקודמות קיבלו החלטה מושכלת. לאור זאת, בעוד שהמשטר הרגולטורי הקיים אינו יעיל, הסבירות שהוא יתוקן נראית נמוכה.

רשימה ביבליוגרפית

ANTOLÍN, PABLO, SANDRA BLOME, DAVID KARIM, STÉPHANIE PAYET, GERHARD SCHEUENSTUHL AND JUAN YERMO (2009), "INVESTMENT REGULATIONS AND DEFINED CONTRIBUTION PENSIONS," OECD WORKING PAPERS ON INSURANCE AND PRIVATE PENSIONS, No. 37, OECD PUBLISHING.

BIKHCHANDANI, SUSHIL, DAVID HIRSHLEIFER AND IVO WELCH (1998). "LEARNING FROM THE BEHAVIOR OF OTHERS: CONFORMITY, FADS, AND INFORMATIONAL CASCADES," JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES, VOL. 12, PP. 151-170.

CHEVALIER, JUDITH AND GLENN ELLISON (1997), "RISK TAKING BY MUTUAL FUNDS AS A RESPONSE TO INCENTIVES," JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, VOL. 105, PP. 1167-1200.

CHEVALIER, JUDITH AND GLENN ELLISON (1999), "CAREER CONCERNS OF MUTUAL FUND MANAGERS," QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, VOL. 114, PP. 389-432.

COOPER, JEREMY (2010), "SUPER FOR MEMBERS: A NEW PARADIGM FOR AUSTRALIA'S RETIREMENT INCOME SYSTEM," ROTMAN INTERNATIONAL JOURNAL OF PENSION MANAGEMENT, VOL. 3, PP. 8-15.

DAVIS, PHILIP (2002), "PRUDENT PERSON RULES OR QUANTITATIVE RESTRICTIONS? THE REGULATION OF LONG-TERM INSTITUTIONAL INVESTORS' PORTFOLIOS," JOURNAL OF PENSION ECONOMICS AND FINANCE, VOL. 1, PP 157-191.

בתמריצים עלול לא רק לפגוע בפנסיונרים לעתיד, אלא גם לפגוע במנגנוני ההגנה על החוסך, לעכב צמיחה כלכלית ואף לערער את יציבותה של המערכת הפיננסית כולה. עם זאת, תחרות כן מובילה לירידה בגובה דמי הניהול עצמם.

השלכה נוספת הינה הטלת ספק בהשקפה הרגולטורית הרווחת בעולם, לפיה דמי ניהול תלויי ביצועים הינם מסוכנים ויש לאסור את השימוש בהם בניהול קרנות פנסיה. הממצאים מראים שקרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים מסוכנות יותר רק אם הסיכון נמדד במונחים של השקעות בנכסים בלתי נוזלים. יתר מדדי הסיכון שנבדקו אינם עולים בקנה אחד עם התפישה הרגולטורית. מאידך, קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים מזוהות בבירות עם ניהול השקעות איכותי. במילים אחרות, אפילו אם קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים אכן מסוכנות יותר מקרנות ללא דמי ניהול מסוג זה, סיכון זה מלווה בניהול השקעות טוב יותר.

המלצת המדיניות העולה מתוך המאמר הינה שעל קובעי המדיניות לשקול הסרה של המגבלות על דמי ניהול תלויי ביצועים, תוך נקיטת אמצעים ישירים למניעת לקיחת סיכונים מופרזת. עם זאת, יש לזכור כי הניתוח במאמר אינו מסוגל לספק ראיות ישירות אודות שיווי המשקל אשר עשויים להיווצר בעולם האמיתי תחת מנגנון מעורב המשלב רכיבים הן של תחרות והן של תמריצים. במצב היפותטי של תחרות בין קרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים לקרנות עם דמי ניהול מבוססי נכסים, למשל, האם הקרנות עם התמריצים יצליחו לגייס את המנהלים המוכשרים ביותר? האם הקרנות ללא התמריצים ייעלמו? מבנה הניסוי הרגולטורי שבבסיסו של מחקר זה אינו מאפשר לבחון זאת.

מדוע, אם כן, מגבלות בלתי יעילות אלה כל כך נפוצות בקרב רגולטורים במדינות רבות? ייתכן שרתיעתם של הרגולטורים מדמי ניהול תלויי ביצועים משקפת למעשה את שנאת הסיכון שלהם עצמם. אף אחד לא יאשים רגולטור לשעבר בכך שקיבל פנסיה שהייתה יכולה לצבור יותר. לעומת זאת, מקרה בודד של לקיחת סיכונים מופרזת על ידי מנהל אחד עלול לגרור גל עצום של ביקורת שייתכן שאף יביא את הקריירה של הרגולטור אל

- LOVITCH, FRED (1975), "THE INVESTMENT ADVISERS ACT OF 1940-WHO IS AN INVESTMENT ADVISER?" UNIVERSITY OF KANSAS LAW REVIEW, VOL. 24, PP. 67-104.
- MA, LINLIN, YUEHUA TANG AND JUAN-PEDRO GÓMEZ (2015), "PORTFOLIO MANAGER COMPENSATION IN THE U.S. MUTUAL FUND INDUSTRY," UNPUBLISHED MANUSCRIPT, IE BUSINESS SCHOOL.
- MAHONEY, PAUL (2004), "MANAGER-INVESTOR CONFLICTS IN MUTUAL FUNDS," JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES, VOL. 18, PP. 161-182.
- MANGES, GERARD (1972), "THE INVESTMENT COMPANY AMENDMENTS ACT OF 1970-AN ANALYSIS AND APPRAISAL AFTER TWO YEARS," BOSTON COLLEGE INDUSTRIAL AND COMMERCIAL LAW REVIEW, VOL. 14, PP. 387-436.
- MARTIN, ROGER (2014), "WHY MONOPOLISTIC PENSION FUNDS UNDERMINE CAPITALISM," HARVARD BUSINESS REVIEW ONLINE, OCTOBER 6, 2014.
- METRICK, ANDREW AND AYAKO YASUDA (2010), "THE ECONOMICS OF PRIVATE EQUITY FUNDS," REVIEW OF FINANCIAL STUDIES, VOL. 23, PP. 2303-2341.
- MOREOLO, CARLO (2015), "ITALIAN REGULATOR QUESTIONS MERIT OF PENSION FUND COMPETITION BILL," INVESTMENTS & PENSION EUROPE, JULY 3, 2015.
- OECD (2011), PENSIONS AT A GLANCE: RETIREMENT-INCOME SYSTEMS IN OECD AND G20 COUNTRIES (PARIS, OECD PUBLISHING).
- OECD (2013), PENSIONS AT A GLANCE: OECD AND G20 INDICATORS (PARIS, OECD PUBLISHING).
- OECD (2014), PENSION MARKET FOCUS NO. 11 (PARIS, OECD PUBLISHING).
- SIRRI, ERIK AND PETER TUFANO (1998), "COSTLY SEARCH AND MUTUAL FUND FLOWS," JOURNAL OF FINANCE, VOL. 53, PP. 1589-1622.
- GIROUD, XAVIER AND HOLGER MUELLER (2011), "CORPORATE GOVERNANCE, PRODUCT MARKET COMPETITION, AND
- FISCH, JILL (2010), "RETHINKING THE REGULATION OF SECURITIES INTERMEDIARIES," UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW, VOL. 158, PP. 1961-2041.
- GOMPERS, PAUL AND JOSH LERNER (1999), "AN ANALYSIS OF COMPENSATION IN THE U.S. VENTURE CAPITAL PARTNERSHIP," JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS VOL. 51, PP. 3-44.
- GORDON, JEFFREY (1987), "THE PUZZLING PERSISTENCE OF THE CONSTRAINED PRUDENT MAN RULE," NEW YORK UNIVERSITY LAW REVIEW, VOL. 62, PP. 52-115.
- GRINBLATT, MARK, SHERIDAN TITMAN AND RUSS WERMERS (1995), "MOMENTUM INVESTMENT STRATEGIES, PORTFOLIO PERFORMANCE, AND HERDING: A STUDY OF MUTUAL FUND BEHAVIOR," AMERICAN ECONOMIC REVIEW, VOL. 85, PP. 1088-1105.
- HAMDANI, ASSAF, EUGENE KANDEL, YEVGENY MUGERMAN AND YISHAY YAFEH (2016), "INCENTIVE FEES AND COMPENSATION IN PENSION FUNDS: EVIDENCE FROM A REGULATORY EXPERIMENT," NBER WORKING PAPER, NO. W22634.
- ILLIG, ROBERT (2007), "WHAT HEDGE FUNDS CAN TEACH CORPORATE AMERICA: A ROADMAP FOR ACHIEVING INSTITUTIONAL INVESTOR OVERSIGHT," AMERICAN UNIVERSITY LAW REVIEW, VOL. 57, PP. 225-339.
- KAHAN, MARCEL AND EDWARD ROCK (2007), "HEDGE FUNDS IN CORPORATE GOVERNANCE AND CORPORATE CONTROL," UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA LAW REVIEW, VOL. 155, PP. 1021-1093.
- KANDEL, EUGENE, DIMA LESHCHINSKII AND HARRY YUKLEA (2011), "VC FUNDS: AGING BRINGS MYOPIA," JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, VOL. 46, PP. 431-457.
- LIM, JONGHA, BERK SENSOY AND MICHAEL WEISBACH (2016), "INDIRECT INCENTIVES OF HEDGE FUND MANAGERS," JOURNAL OF FINANCE, VOL. 71, PP. 871-918.

PRICES," JOURNAL OF FINANCE, VOL. 54, PP. 581–622.

EQUITY PRICES," JOURNAL OF FINANCE, VOL. 66, PP. 563–600.

WERMERS, RUSS (1999), "MUTUAL FUND HERDING AND THE IMPACT ON STOCK