



החיסכון הפנסיוני המנדטורי: הצעה לגיוון מוצרי ופרגמנטציה של תיק ההשקעות של הציבור

עו"ד טל הפלינג*

* עו"ד טל הפלינג היא דוקטורנטית החוקרת את הרגולציה הפיננסית החלה על מערכת הפנסיה הישראלית. ברצוני להודות למכון לבנקאות ותיווך פיננסי ע"ש ויקי וג'וזף ספרא, הפקולטה לניהול ע"ש קולר, אוניברסיטת תל אביב על תמיכתו הנדיבה.



המכון לבנקאות ותיווך פיננסי ע"ש ויקי וג'וזף ספרא, הפקולטה לניהול
ע"ש קולר, אוניברסיטת תל-אביב, רמת אביב 6997801
טלפון - 03-6406302

Safrainst@tauex.tau.ac.il
<https://coller.tau.ac.il/institutes/safra>



המכון לבנקאות ותיווך פיננסי ע"ש ויקי וג'וזף ספרא, הוקם בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל-אביב מתוך הכרה בחיוניותה של מערכת בנקאית איכותית ומתקדמת להתפתחות כלכלית נאותה.

חזון המכון הוא לקדם את יכולתו של מערך הבנקאות והתיווך הפיננסי לממש את ייעודו לסייע לצמיחת המשק וליצור חברה שמאפשרת מוביליות לאזרחיה, תוך דגש על איכות השירותים והמוצרים, הורדת עלותם, והנגשתם לכל שכבות הציבור.

המכון יקדם מחקרים פורצי דרך שיעשירו את הידע העדכני ביותר שיכול לסייע במימוש חזונו. הוא יפעל במשותף עם המערכת הבנקאית והגופים השונים בתעשייה הפיננסית בישראל ובעולם כדי לאפשר לסטודנטים ולחוקרים הפעילים בו להפוך לחוד החנית בתחומי המחקר והעשייה הפיננסית.

1.....	תקציר
3.....	שער 1 : מבנה המערכת הפנסיונית
3.....	1. מבוא
4.....	1.1. התפתחויות שוק הפנסיה עד 2008
5.....	1.2. מבנה השוק הפנסיוני כיום
8.....	1.3. ועדות ורפורמות משנת 2008 ואילך
8.....	1.3.1. ועדת זקן (2013) וועדת שטרס (2015)
9.....	1.3.2. הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות (2021–2022)
9.....	1.3.3. צוות בחינת אמצעים להגברת התחרות במערכת הבנקאית (2025)
11.....	שער 2 : המוצר הפנסיוני ותכונותיו
11.....	2. מפת המוצרים הפנסיוניים
11.....	2.1. ביטוחי מנהלים
12.....	2.2. קרנות פנסיה (מקיפות ומשלימות)
12.....	2.3. קופות גמל לחיסכון
13.....	2.4. קופת גמל בניהול אישי (IRA)
13.....	3. פירוק המוצר הפנסיוני לרכיביו (Unbundling)
14.....	3.1. "ארנק הפנסיה" : רכיב התפעול והשמירה (Custody)
14.....	3.2. ניהול ההשקעות — תשואה מותאמת סיכון
15.....	3.3. רכיבי ביטוח — אובדן כושר עבודה, ביטוח חיים ושארים
15.....	3.4. היבטים אקטואריים בקרנות הפנסיה — עקרון הערבות והביטוח ההדדיים
16.....	שער 3 : הצרכנים ותכונותיהם
16.....	4. הצרכן הפנסיוני : שלושה מאפיינים מייחדים
16.....	4.1. ביקוש קשיח לפי דין
16.....	4.2. רציונליות חסומה
17.....	4.3. תת-אוריינות פיננסית
17.....	5. נגישות המוצרים לצרכן
17.....	5.1. סוכנים מורשים מחוץ למערכת הבנקאית
17.....	5.2. סוכנים מורשים במערכת הבנקאית
18.....	5.3. הפצה ישירה
18.....	6. ארביטראז' רגולטורי בין צרכנים : שכירים ועצמאים
18.....	6.1. אי-זמינות מוצר הגמל לשכירים
18.....	6.2. תת-הפקדה בקרב עצמאים
19.....	שער 4 : היצרנים, תוצרי הלוואי והצעת המדיניות
19.....	7. היצרנים — מבנה שוק הגופים המוסדיים
19.....	7.1. עשרות יצרני מוצרי חיסכון לטווח ארוך
19.....	7.2. ריכוז הנכסים בידי חמשת הגופים הגדולים

19.....	חסמי כניסה גבוהים ליצרנים חדשים	7.3.
20.....	מבנה ניהול ההשקעות	8.
20.....	מסלולי השקעה- תפריט מוגבל	8.1.
20.....	זהות בשמות, שונות בהרכב	8.2.
20.....	ועדת השקעות אחת ומנהל אחד – מונולטיות ברמת הגוף	8.3.
21.....	עדירות והטיית ביתיות — מונולטיות חוצת-גופים	8.4.
21.....	החצנות וסיכונים מערכתיים בניהול ההשקעות המוסדי	9.
22.....	פתרונות למונולטיות ההשקעית	10.
22.....	תקרת השפעה למנהל השקעות יחיד	10.1.
23.....	הוספת מסלולים ויצירת אפיקי השקעה מובהקים	10.2.
23.....	חיזוק הניהול העצמאי : קופת הגמל בניהול אישי	10.3.
24.....	בסיס לרפורמת גיוון ההשקעות הפנסיוניות עקרון ה-Unbundling	11.
24.....	חלופה א': הפעלת הארנק בידי "עמיתים"	11.1.
24.....	חלופה ב': הפעלת הארנק בידי המערכת הבנקאית	11.2.
25.....	רובד ניהול ההשקעות בקופת גמל בניהול אישי	12.
26.....	לקוח המנהל בעצמו — חשיפה למדדים מובילים או קרנות מתמחות	12.1.
26.....	תחרות במקטע ניהול ההשקעות- קרנות נאמנות מתמחות לפי יעד פרישה	12.2.
27.....	מנהלי השקעות בעלי רישיון ניהול תיקים בלבד	12.3.
27.....	מהלכים משלימים נדרשים	13.
27.....	יישור מגרש ההפצה	13.1.
27.....	חובת גילוי	13.2.
28.....	תפקיד המעסיק	13.3.
28.....	סיכום עקרונות הרפורמה המוצעת	14.
28.....	סיכום	15.
30.....	ביבליוגרפיה	
30.....	חקיקה	
30.....	דוחות ופרסומים רשמיים	
30.....	ספרות	

נייר עמדה זה בוחן את המונוליותיות ההשקעית והמוצרית המאפיינת את המערכת הפנסיונית המנדטורית בישראל, ומציע לה מענה מבני: רפורמה שעניינה התרת האיגוד (Unbundling) של רכיבי מוצר החיסכון לטווח ארוך. פירוק זה נועד להשיג שתי תכליות משלימות — צמצום הדמיון באופן ניהול כספי הציבור ובהרכב תיק ההשקעות המוסדי (הפחתת המונוליותיות ההשקעית), והרחבת מנעד המוצרים העומד לרשות צרכן הקצה (הפחתת המונוליותיות המוצרית) — תוך פתיחת כל מקטע מוצרי שיווצר מן הפירוק לתחרות בין יצרנים נוספים.

מאז רפורמת פנסיה חובה (2008) צומח היקף נכסי החיסכון לטווח ארוך של הציבור בקצב שנתי ממוצע של כ-10%, ונכון להיום מנוהלים למעלה משלושה טריליון ש"ח בידי מספר מצומצם של גופים מוסדיים — תחת מבנה אסדרתי אחיד ומפורט, המעצב את המוצר וממעט את מנעד המסלולים והמוצרים הזמינים לחוסך.

טענת הנייר היא כי אופן עיצובו הרגולטורי של המוצר מוליד ריכוזיות מבנית, הבולטת במיוחד במקטע ניהול ההשקעות. במישור הפנים-מוסדי שוררת מונוליותיות שמקורה בממשל התאגידי: בכל גוף מוסדי מתקבלות החלטות ההשקעה על יסוד מדיניות אחת, המיושמת ומפוקחת בידי ועדת השקעות אחת (למעט מקרים שבהם ריבוי מוצרים או סקטורים מתיר ריבוי ועדות) ובידי מנהל השקעות עמיתים אחד, העומד בראש אגף השקעות מאוחד.

במישור הכלל-מוסדי מצטרפת לכך מונוליותיות שנייה, הנתמכת בעדויות אמפיריות ובהטיות התנהגותיות מתועדות — ובראשן אפקט העדר והטיית הביתיות — המסבירות את הנטייה לדמיון בין תיקי ההשקעות של הגופים השונים, לצד הסברים משלימים הנעוצים במבנה התמריצים.

מבנה שוק זה מייצר סיכונים מערכתיים שאין להקל בהם ראש, ובהם סיכון ההדבקה הנובע מן ההתנהגות העדרית וסיכון "גדול מכדי ליפול" (Too Big to Fail).

הנייר טוען כי התערבות מסורתית לעידוד תחרות במבנה המוצרי הקיים, כגון הגנות ינוקא למוסדיים חדשים, אינה בהכרח רלוונטית שכן החשש אינו תחרותי בבסיסו- וזאת לאור אינדיקציות למחיר תחרותי, אלא האתגר הוא בבחינת מבנה המוצר עצמו, והחלופות לו.

זאת ועוד, בבחינת רפורמות קודמות שביקשו לשפר את התועלת עבור צרכני הקצה, כגון אלו שהונהגו במקטע הבנקאות, התוצאות בשטח לימדו על מוגבלותם של שחקנים קטנים וחדשים לייצר שינוי מגמה ממשי. זאת, בין היתר, בשל מאפייניו הייחודיים של מוצר פיננסי מפוקח- היוצרים חסמי כניסה גבוהים בשל התלות ברישיונות רגולטוריים ובשל מבנה הוצאות והכנסות המקשה על הגעה לכדאיות מסחרית, במיוחד לאור מגמות הוזלת התעריפים על ידי היצרנים הגדולים והמבוססים.

החלופה המוצעת בנייר היא ה-Unbundling: הפרדת "הארנק" הפנסיוני — רכיב התפעול, המשמורת והביטוח — מרכיב ניהול ההשקעות ומן המוצרים המשלימים (הכיסויים הביטוחיים הכרוכים כיום בחלק ממוצרי החיסכון לטווח ארוך).

הארנק יישען על תשתית תשלומים ותפעול יציבה ומפוקחת. תשתית זו יכולה להיות מוצעת בידי הגופים המוסדיים הקיימים, אך ראוי לפתוח את שורותיהם גם לבנקים המסחריים ולנותני שירותי תשלום איתנים, ואף לשקול הקמתה של לשכת שירות ממשלתית ייעודית.

שיקול הדעת ההשקעתי יפוזר בין ריבוי מקבלי החלטות, שרובם אינם שותפים לתהליך כיום: החוסך עצמו — מקום שבו הוא משקיע באמצעות קופת גמל בניהול אישי (Individual Retirement Account – IRA) — מנהלי תיקים מפוקחים ומורשים, קרנות נאמנות מתמחות, ואגפי ההשקעות המוסדיים הפעילים כיום. פיזור זה, כשלעצמו, יגוון הן את המוצרים הזמינים לצרכן והן את הרכב תיק הנכסים של הציבור.

יודגש כי שילוב הבנקים כמפעילי הארנק אינו צפוי להחיות את ניגוד העניינים שאותו ביקשה ועדת בכר למגר, שכן הבנק אינו הגורם המחליט על אופן השקעת כספי הארנק הפנסיוני; ההחלטה נתונה ללקוח עצמו או לגורמי ניהול השקעות שאינם קשורים לבנק — מנהלי תיקים או יצרני קרנות נאמנות.

כדי להבטיח התאמה מיטבית של המוצרים ללקוחות ואת זמינותם המלאה, נדרש יישור של מגרש היצרנים ושל מגרש המתווכים הפנסיוניים כאחד. במתכונת זו יוכל הלקוח להרכיב חבילה פנסיונית המשלבת ארנק פנסיוני מיצרן אחד, ניהול השקעות מיצרן שני, והשתתפות בקולקטיב ביטוחי לאובדן כושר עבודה ולשארים מיצרן שלישי — ולמתווכים הפיננסיים שמור בכך תפקיד מרכזי.

מהלך זה עולה בקנה אחד עם נכונותם המתגבשת של המחוקק והרגולטור להתיר עירוב פעילויות בנקאיות ומוסדיות, כפי שבאה לידי ביטוי בהמלצות הצוות לבחינת האמצעים להגברת התחרות במערכת הבנקאית למגזר הקמעונאי (יולי 2025, "צוות גרדוס") — ובלבד שיישמרו חוצצים מבניים המבטיחים את עקרונות ועדת בכר ברמת השליטה בנכסי הלקוח, ומונעים ניגוד עניינים במקטע ההפצה.

משכך, לצד המהלך נדרשים צעדים משלימים: יישור מגרש ההפצה, הנגשת המוצרים וחינוך השוק, עיגון חובות גילוי ואמון מורחבות, קביעת כללים אחידים לניהול השקעות לטווח ארוך, והקפדה על ניטרליות שיטת ההעסקה והתנהלות המעסיק. תוצאתו של המתווה המוצע היא הפחתת המונוליטיות ההשקעית והמוצרית וסיכוייה המערכתיים — בלא לפגוע ביציבות המערכת ובאמון הציבור בה.

1. מבוא

בשלהי שנת 2026, למעלה מחמש עשרה שנים לאחר שנכנסה לתוקפה רפורמת פנסיה חובה, המחייבת כל עובד במשק להפריש מדי חודש חלק משכרו לחיסכון פנסיוני, חלו בשוק החיסכון לטווח ארוך בישראל מספר התפתחויות, אשר מזמינות בחינה מחודשת של אופן ניהולו.

הגופים המוסדיים- חברות הביטוח ובתי ההשקעות המנהלים את קרנות הפנסיה, קופות הגמל וקרנות ההשתלמות, צברו נכסים בהיקף העולה על שלושה טריליון ש"ח, מסה המקנה להם משקל מערכתי בכלכלה הישראלית.

רקע זה מחדד תופעה מבנית עמוקה יותר. שוק יצרני מוצרי החיסכון לטווח ארוך בישראל מתאפיין במספר מצומצם של גופים המנהלים את חלקו הארי של החיסכון הפנסיוני, וברמה גבוהה של אחידות: אחידות מבנית בין היצרנים, אחידות מוצרית במנעד המוצרים, אחידות השקעתית במספר ואפיק מסלולי ההשקעה המוצעים לחוסך, ואחידות השקעתית בהרכב תיק הנכסים שבו מנהלים כספי הציבור בפועל- בשל מיעוט מקבלי החלטות ביחס לסך הסכום המנוהל.

אחידות זו, שאכנה להלן "מונוליטיות", אינה נובעת אך ורק ממבנה השוק, אלא גם מאסדרה אחידה ומפורטת המעצבת את כלל רכיבי הפירמות, המוצרים ואף ההשקעות, ומהתנהגות המתועדת בספרות של מנהלי ההשקעות המוסדיים ובכללה הטיית ביתיות ואפקט עדר, המצמצמת את השונות בין תיקי ההשקעות של הגופים השונים.

נייר עמדה זה מבקש לבחון את המונוליטיות ההשקעתית והמוצרית כתופעה העומדת בפני עצמה, ולהציע לה מענה בדמות רפורמה שתסייע בשני ההיבטים: גיוון מוצרי — הרחבת מנעד המוצרים והמסלולים העומדים לרשות החוסך — ופרגמנטציה של תיק ההשקעות — פיזור שיקול הדעת ההשקעתי על פני מספר רב יותר של מקבלי החלטות.

הגברת השונות בין תיקי ההשקעות, לצד הרחבת מנעד הבחירה של החוסך, עשויות להפחית את החשש מהסיכון הסיסטמי הנלווה למונוליטיות, לשפר את התאמת המוצר לצרכיו של החוסך היחיד, ולמתן את ההשפעות המצרפיות של הטיית התנהגותיות המשותפות למנהלים המוסדיים — וזאת מבלי לפגוע ביציבות המערכת ובאמון הציבור בה.

הנייר בנוי בארבעה שערים. השער הראשון ממפה את מבנה המערכת הפנסיונית: התפתחותה ההיסטורית עד רפורמת פנסיה חובה, תצורת השוק שנקבעה בעקבותיה, וגל הוועדות והרפורמות שביקשו להתמודד עם הריכוזיות ועם היעדר התחרות במוצרים הפיננסיים בישראל (וועדות זקן ושטרס- במקטע הבנקאי, הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות ו"צוות גרדוס"). השער השני מנתח את המוצר הפנסיוני ותכונותיו — מבנה המוצר ורכיביו הנפרדים (שמירה ומשמורת, ניהול השקעות וכיסוי ביטוחי) — כתשתית לרעיון ה-Unbundling שבבסיס ההצעה. השער השלישי עוסק בצרכן ובמאפייניו — הביקוש הקשיח הנכפה בדיון, מגבלות הרציונליות והאוריינות הפיננסית, וגגיות המוצרים. השער הרביעי דן ביצרנים — מבנה שוק הגופים המוסדיים, אופן ניהול ההשקעות והחצנותיו — ומציג את הצעת המדיניות המשולבת ואת אופן יישומה.

מבחינה מתודולוגית, נייר זה אינו חולק על תמונת המצב שהציגו הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות ודוח מבקר המדינה, אלא מבקש להוסיף עליהם שני נדבכים. ראשית, הוא ממשיג ומבחין בין שני צירי אחידות שנוטים להתמוגג בדיון הציבורי: 'מונוליטיות מוצרית' — צמצום מנעד המוצרים והמסלולים המוצעים לחוסך — ו'מונוליטיות השקעית' — הדמיון בפועל בין תיקי ההשקעות של הגופים, הנובע ממיעוט מקבלי החלטות ומהטיות משותפות. שנית, הוא מציע כפתרון מסגרת יישומית קונקרטית Unbundling — של רכיבי המוצר — הנשענת על מכשיר הקיים כבר היום בדין (קופת גמל בניהול אישי) שאינה מחייבת פירוק או חלוקה של מבנה שוק היצרנים הפנסיוניים הקיים, אלא הרחבה מבוקרת שלו.

1.1. התפתחויות שוק הפנסיה עד 2008

שורשיהן של מערכות הפנסיה המודרניות נטועים בביטוח הסוציאלי הממלכתי, והתפתחותן ניתנת לתיאור בשלושה שלבים היסטוריים. בשלב הראשון שכנה הפנסיה על מאזן המדינה: גרמניה של ביסמרק כוננה בשנת 1889 את ביטוח הזקנה הממלכתי הראשון — הסדר חובה תלוי-שכר בניהול המדינה — שהיווה אב-טיפוס ל"מודל הביסמרקי" באירופה הקונטיננטלית; בבריטניה התפתח בעקבות דוח Beveridge מודל אוניברסלי של קצבה אחידה; ובארצות הברית כונן ה-Social Security Act בשנת 1935 שהוא הסדר ממלכתי המבוסס על מימון שוטף (Pay-As-You-Go) בכל אלו גבה הריבון את התשלומים מהציבור, ניהל אותם ונשא לבדו בסיכוני תוחלת החיים והתשואה.

השלב השני התאפיין בנדידת ההתחייבות הפנסיונית אל מאזני המעסיקים או ארגונים יציגים אחרים. בעשורים שלאחר מלחמת העולם השנייה פרחו בארצות הברית ובבריטניה הסדרים תעסוקתיים מסוג זכויות מוגדרות (Defined Benefit- DB) שבהם מובטח לעובד תקבול קבוע מראש בפרישה, והמעסיק או הארגון היציג נושא בסיכוני ההשקעה ואריכות החיים.

הבטחה זו התגלתה כחרב פיפיות: הצמיחה בעלויות תשלומי הפנסיה גררה את המעסיקים אל חדלות פירעון, כפי שהמחישה קריסת מפעלי Studebaker בשנת 1963, שהותירה אלפי עובדים ללא פנסיה והפכה זרז מרכזי לחקיקת ERISA בשנת 1974. ההיסטוריה הבריטית סיפקה תמרוך אזהרה משלה בפרשת Maxwell שבה ירדו לטמיון נכסי קרנות תעסוקתיות, ושהובילה לחקיקת דיני הפנסיה הבריטיים בשנים 1995 ו-2004.

השלב השלישי, שחל במועדים שונים במדינות השונות, הוא עידן ההפקדות המוגדרות (Defined Contribution) שכולל, למשל, את הנהגת תכניות 401(k) בארצות הברית לצד דעיכת ה-DB התעסוקתי; וכן הסדרים מקבילים במדינות אירופה, הכפופים לרעיון המסדר של העברת סיכון ההשקעה ואריכות הימים לחוסך עצמו. בתצורה זו נצברים כספי החוסכים בנכסים פיננסיים בשוק הפרטי, והחוסך היחיד — לא המדינה ולא המעסיק — הוא הנושא בסיכון ההשקעה ובסיכון האריכות. מהלך זה כונה בספרות "הסטת הסיכון הגדולה" (Hacker)¹

¹ Jacob S. Hacker, The Great Risk Shift: The New Economic Insecurity and the Decline of the American Dream (2006).

ההיסטוריה הישראלית מגלמת את אותו מהלך עצמו. עד אמצע שנות התשעים נהג בישראל בעיקר המודל התקציבי, ולצדו קרנות הפנסיה ההסתדרותיות המכונות כיום "הקרנות הוותיקות", שבהן הופקדו עיקר כספי העובדים המאוגדים. קרנות אלו סבלו מקשיים ניהוליים וצברו גירעונות אקטואריים, ובשנת 1995 ערכה המדינה הסדר חוב הכולל רכיב של הלאמה, שבמסגרתו מנוהלות קרנות אלו עד היום בגוף מעין-ציבורי המכונה "עמיתים".

בשנים 2003–2004 חלה מסת שינויים באסדרת החיסכון לטווח ארוך; אחדות וספיבק (2010) מונים חמישה מאפיינים מרכזיים לרפורמה זו²: מעבר מתוכניות DB לתוכניות DC; מעבר מהשקעה באג"ח מדינה להשקעה בנכסים פרטיים בשוק ההון החופשי; הפרטת הקרנות ההסתדרותיות ומכירתן לידיים פרטיות והתאמות מס.

ב-2008 הושלמה רפורמה קריטית נוספת, והיא חקיקת צו פנסיה חובה³. פרטי הרפורמה כללו, בין היתר, הגדרת חיסכון פנסיוני חובה, העלאת גיל הפרישה, מנגנון איזון אקטוארי, האחדת שיטת חישוב הפנסיה, שינוי דמי הניהול והפחתת היקף האג"ח המיועדות. במבט-על, שינוי הפרדיגמה הפנסיונית בישראל, ששיאו באימוץ רפורמת פנסיה חובה בשנת 2008, התבטא במעבר מניהול הסדר פנסיוני מדינתי, או לכל הפחות בערבות מדינתית חלקית המבוססת על השקעה בנכסים מדינתיים, לניהול פרטי המושקע בנכסים פרטיים. מציאות זו, שבה הריבון כופה חיסכון אך מאציל את ניהולו המלא לידיים פרטיות, היא נקודת המוצא לניתוח המבנה הנוכחי של השוק, שאליו אפנה עתה.

1.2. מבנה השוק הפנסיוני כיום

ככלל, משטר פנסיה חובה קובע כי על העובד והמעסיק להפריש מדי חודש שיעור מינימלי משכר העובד, כ-20 אגורות מכל שקל, לטובת חיסכון פנסיוני פרטי (ללא קשר להפרשה לביטוח לאומי). בעוד היקף ההפקדה מוגדר מראש, אין לצדו התחייבות לתשואה, והתקבול בפרישה מבוסס על חלוקת סך ההפקדות והתשואות בגין במספר שנות המחיה הצפויות (בהתאמות אקטואריות מסוימות בקרנות הפנסיה).

על פי דין, ההפרשה חייבת להיות מועברת לאחד מן המוצרים המוכרים לחיסכון לטווח ארוך — קרנות פנסיה, ביטוחי מנהלים וקופות גמל — המנוהלים בידי תאגידים בעלי רישיון ייעודי, המכונים להלן למען הנוחות "גופים מוסדיים". מבנה השוק מתאפיין במונוליטיות מבנית של הפירמות, במונוליטיות מוצרית ובסביבת מחירים הומוגנית⁴, כאשר פועלים בו מספר מצומצם של שחקנים המרכזים כוח רב, והכול תחת כללי אסדרה אדוקים.

אחידות מבנה הפירמה והמוצר נובעת מכך שהאסדרה מגדירה באופן מחייב ומפורט את אופן התנהלותם של תהליכים רבים בגוף המוסדי. כפועל יוצא, הגופים דומים זה לזה במבנה הארגוני, במוצרים, באפשרויות התמחור ובערוצי ההפצה, ומוגבלים ביכולתם לגוון את מוצריהם.

² ראו ניתוחם של לאה אחדות ואביה ספיבק בדבר מאפייני הרפורמה במערכת הפנסיה בישראל (2010).

³ צו הרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק לפי חוק הסכמים קיבוציים, התשי"ז-1957 (ינואר 2008); לסקירת רצף הרפורמות ראו לאה אחדות ואביה ספיבק מערכת הפנסיה בישראל לאחר חמש-עשרה שנות רפורמה (מכון ון ליר בירושלים, מחקר מדיניות 8, 2010).

⁴ דוח הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות — הפרדת תאגידים ריאליים מגופים פיננסיים (משרד האוצר, ספטמבר 2022) (להלן: דוח הריכוזיות (2022)).

מרבית כספי החיסכון מושקעת באפיקים המנוהלים על ידי הגופים עצמם, בשיטת "מסלולי ההשקעה"⁵: הלקוח בוחר אחד מבין כעשרה מסלולים המוצעים על ידי אותו גוף, ושיקול הדעת בניהול הכספים בתוך המסלול נותר בידי הגוף המוסדי במרביתו המכרעת.⁶

מוצרי פנסיה בהתאמה אישית- בין אם מנוהלים על ידי החוסך עצמו, מנהל השקעות אישי שלו, או קרן ייעודית לשנת פרישה מוגדרת, הדומים במהותם למודל האמריקאי שבו בוחר הלקוח את השקעותיו במישרין, קיימים בשוק באופן חלקי ובהיקפים זניחים.

מבחינת דמי הניהול, דוח צוות הריכוזיות (2022)⁷ מצביע על תחרות המתבטאת בשיעורי ניוד ובמגמת ירידה בדמי הניהול; ואולם דמי הניהול אינם חזות הכול. ייתכן כי דמי ניהול נמוכים משמשים "הזמנה" ללקוח, בעוד "טיב" המוצר — המתבטא בעיקר בתשואה מותאמת סיכון ארוכת הטווח — יתגלה בדיעבד כנחות, קרי כ"עלות סמויה".

תופעה זו היא ביטוי ל"תכונות סמויות" (Shrouded Attributes) ולתמחור שיווי-משקל בשווקים עם צרכנים קצרי-ראייה⁸, כפי שנוסח אצל Laibson ו-Gabaix שמראים שגם תחת תחרות עזה קיים לפירמות תמריץ ל"פיצול תמחור" — תחרות אגרסיבית על הרכיב הגלוי (המחיר) לצד הצנעת הרכיבים המורכבים שבהם מתגלם הערך האמיתי.

למעלה מכך, תחרות על הפחתת דמי ניהול בלבד, בנטרול התייחסות לתשואות, עלולה להיות גילום של כשל "התחרות על הרכיב השגוי" (Heidhues & Köszegi)⁹ לפיה גוף מוסדי המבקש לגבות דמי ניהול גבוהים יותר כנגד ניהול השקעות מעולה נענש בידי השוק במצב בו הסיגנלים מאותתים ללקוח שהמחיר הוא התכונה החשובה ביותר.

מבחינת היקפים, מוערך סך החיסכון הפנסיוני בישראל בלמעלה משלושה טריליון ש"ח, בקצב גידול ממוצע של כ-8% לשנה¹⁰ (ואף מעל 10% בשנים מסוימות). מאחר ששיעור ההפרשה קבוע בדין, נוצר "ביקוש קשיח" למוצר, שאינו נגזר מרצון הצרכן: גם אם ישתנו התשואות ודמי הניהול מהותית, סביר כי זרימת הכספים אל הגופים המוסדיים לא תשתנה, אלא אם יבחרו עובדים להימנע מהפקדה תוך הפרת החוק.

בבחינת שכלול השוק, על פי הנתונים ברשות שוק ההון¹¹, פועלות כיום מעל 60 חברות המנהלות קופות גמל (מהן כ-24 מנהלות גם קרנות פנסיה, ומעל 20 מציעות ביטוח מנהלים); ואולם שמונה גופים מנהלים למעלה מ-85% מסך תיק החיסכון הפנסיוני, ובכל מוצר בנפרד מנהלים כ-4 עד 6

⁵ חוזר גופים מוסדיים 2022-9-28 "מסלולי השקעה בקופות גמל" ("חוזר המסלולים"); וראו דוח הממונה על שוק ההון, החיסכון והביטוח לשנת 2024, פרק 2.

⁶ לדוגמה, מסלולים "עוקבי S&P 500" המוצעים על ידי גופים מוסדיים שונים נבדלים זה מזה באופן החשיפה למדד (חשיפה ישירה, נגזרים או קרנות סל), בשיעור גידור המט"ח ובדמי הניהול — כך ששני מסלולים בעלי שם זהה אינם בהכרח מוצר זהה.

⁷ דוח הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות — הפרדת תאגידים ריאליים מגופים פיננסיים (משרד האוצר, ספטמבר 2022).

⁸ Xavier Gabaix & David Laibson, Shrouded Attributes, Consumer Myopia, and Information Suppression in Competitive Markets, 121 Q.J. Econ. 505 (2006).

⁹ Paul Heidhues & Botond Köszegi, Behavioral Industrial Organization, in 1 Handbook of Behavioral Economics 517 (B. Douglas Bernheim et al. eds., 2018).

¹⁰ נתוני ההיקף והריכוזיות מבוססים על דוח הממונה על שוק ההון, החיסכון והביטוח לשנת 2024, ועל דוח הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות (2022).

¹¹ דוח הממונה על שוק ההון, החיסכון והביטוח לשנת 2024, פרק 4 (נתונים כמותיים בתחום החיסכון הפנסיוני).

גופים חופפים בין 50% ל-80% מן הכספים¹². השוק מתאפיין בחסמי כניסה גבוהים, אף שמדדי הריכוזיות CR3 ו- CR5 שנבחנו בדוח הריכוזיות ביחס לכל מוצר בנפרד לא הדגישו ריכוזיות מובהקת — נקודה שאלה אשוב בשער הרביעי.

מזווית העמית, אין גורם — פרטי או מדינתי — האחראי במישרין לתשואת ההפרשות (למעט רכיב "הבטחת התשואה"); העובדים נושאים בהפסדי התשואה, אך שליטתם על אופן השקעת כספם מועטה, אם בכלל. מרגע שבחרו את זהות הגוף המוסדי, את המוצר ואת המסלול, הם מאבדים שליטה על הכסף עד להחלטה אחרת (משיכה או נידוד).

נתיב הבקרה היחיד הוא הדוח הרבעוני, המפרט את ההפקדות, התשואה ודמי הניהול — אך אינו כולל פירוט של הנכסים המוחזקים או של עסקאות ההשקעה. תלות מבנית זו של העמית בגוף המוסדי היא שמצדיקה את חובת הנאמנות הספציפית הקבועה בסעיף 13³ לחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005 ("חוק הפיקוח על הגמל"), שעניינה "נאמנות וטובת העמיתים" — חובה שתשמש עוגן לניתוח שיובא בהמשך.

מעל למבנה הפירמות, האסדרה יוצרת נוקשות מונולטית נוספת- מבנה המסלולים. רפורמת מסלולי ההשקעה שנכנסה לתוקף מלא ב-2024 ביקשה לחזק שקיפות ואחידות באמצעות רשימת מסלולים מוגדרת¹⁴, אך בכך גם צמצמה את מרחב הגיוון ההשקעתי: הגופים מחויבים לנהל את כספי הלקוחות שבמוצרים השונים (ביטוחי מנהלים, פנסיה וגמל, כפי שיפורטו להלן) במיעוט מסלולים מתוך רשימה סגורה, המקבעת דמיון מבני בין אפיקי ההשקעה המוצעים לחוסך. בפועל, עיקר כספי הפנסיה מנוהלים כיום במסלולים הדיפולטיביים- המסלולים הכלליים ותלויי הגיל¹⁵.

כדי להמחיש את בעיית "התכונות הסמויות" בהקשר הפנסיוני, דמו שני מסלולים בעלי שם זהה ודמי ניהול זהים ונמוכים: החוסך, המשווה על בסיס הרכיב הבולט (המחיר), אינו יכול להבחין מראש (לאור המוגבלות שבהסתמכות על תשואות עבר) בכך שאחד מהם מנוהל בצורה אנליטית מעמיקה ומניב תשואה מותאמת סיכון עדיפה לאורך זמן, בעוד האחר חוסך בעלויות ניהול ומניב תשואה מותאמת סיכון מופחתת (קרי- מצב בו התשואה האבסולוטית גבוהה יותר, אך כרוכה בסיכונים מוגברים).

מנגד, יש להישמר מהחלה גורפת של מודל 'התכונות הסמויות'. אסכולת השווקים היעילים תטען כי דמי הניהול הנמוכים בישראל אשר הינם מהנמוכים בעולם, אינם 'פיתיון' אלא הישג תחרותי של ממש, וכי מנגנוני הארביטראז' והברירה בשוק צפויים להעניש לאורך זמן גופים המניבים תת-תשואה שיטתית¹⁶, עד כדי פליטתם מן השוק. אף עמדת רשות שוק ההון, שנשמכה על דמי הניהול הנמוכים כראיה לתחרותיות, מבטאת גישה זו.

¹² דוח הריכוזיות (2022); וכן מבקר המדינה היבטים בהתמודדות עם יוקר המחיה (2024).

¹³ חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005, ס' 3 ("נאמנות וטובת העמיתים").

¹⁴ דוח הממונה על שוק ההון, החיסכון והביטוח לשנת 2024, פרק 2 (רפורמת מסלולי ההשקעה).

¹⁵ מבקר המדינה היבטים בהתמודדות עם יוקר המחיה (2024); ולרפורמת המסלולים ראו חוזר גופים מוסדיים

"מסלולי השקעה בקופות גמל" (28.9.2022).

¹⁶ לטיעון 'הברירה הדרוויניסטית' של השוק ראו Milton Friedman, Essays in Positive Economics (1953); Eugene F. Fama, Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance, 49 J. Fin. Econ. 283 (1998).

1.3. ועדות ורפורמות משנת 2008 ואילך

לצד השלמת המעבר למודל הפרטי ברפורמת פנסיה חובה, ליווה את המערכת הפיננסית הישראלית גל מתמשך של ועדות שביקשו להתמודד עם טענות של היעדר תחרות בסקטור הפיננסי והמוצרים הפיננסיים הזמינים למשקי הבית. חלקן מיקדו את מבטן במערכת הבנקאית- בדגש על אשראי ותשלומים (ועדת זקן וועדת שטרם והצוותים המשלימים- בריס וליכט), ואחת עסקה בריכוזיות הכלל-משקית וברמת הריכוזיות של הגופים המוסדיים עצמם (אשר בענין שוק המוצרים הפיננסיים, תוצריה הובעו על ידי הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות).

האחרונה שבהן (צוות גרדוס כהגדרתו לעיל) סימנה היפוך מגמה ביחס להפרדה המבנית שקבעה ועדת בכר, לצורך יצירת תחרות במקטע הבנקאי-קמעונאי. אף שרוב הוועדות כווננו למערכת הבנקאית ולא לשוק החיסכון לטווח ארוך, הן מתוות יחד את התבנית הרעיונית של התערבות מבנית לשיפור תכונות מוצריות ותועלות צרכניות- תבנית שממנה ניתן להפיק לקחים לענייננו.

1.3.1. ועדת זקן (2013)¹⁷ ועדת שטרם (2015)¹⁸

בשנת 2013 הוקמה "ועדת זקן" — הוועדה לבחינת הגברת התחרותיות במערכת הבנקאות — שביקשה להגדיל את מספר השחקנים בשוק, לצמצם את פערי המידע הצרכניים ולהקל על ניווד לקוחות בין בנקים. בעקבותיה הוקמה בשנת 2015 "ועדת שטרם" (הוועדה להגברת התחרותיות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים הנפוצים). המלצתה המרכזית, הפרדת חברות כרטיסי האשראי משני הבנקים הגדולים, לצד שורת הפרדות מבניות משלימות וצעדים להוספת שחקנים חדשים במקטע התשלומים, יושמה בחוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות (2017)¹⁹.

שתי ועדות אלו כווננו למערכת הבנקאית ולא לשוק החיסכון לטווח ארוך, אך חשיבותן לענייננו כפולה: ראשית, הן ביססו את גישת ההתערבות המבנית — הגדלת מספר השחקנים, הפרדות מבניות, הגנות ינוקא והקלות ניווד — ככלי המרכזי לעידוד תחרות; ושנית, כפי שיפורט בשער הרביעי, ניסיון העבר מלמד כי כלים אלו הניבו במערכת הבנקאית תוצאות חיוביות אך חלקיות בלבד, לקח שיש לו משמעות מיוחדת בבואנו לבחון האם ראוי להחילם כמות-שהם על שוק החיסכון לטווח ארוך, אם ייקבע כי הגברת תחרות היא הדרך להביא לתוצאות המבוקשות בנייר עמדה זה.

מכלול הרפורמות הללו, לצד צעדים משלימים כגון ניווד חשבונות מהיר ("מעבר בקליק"), הבנקאות הפתוחה ומאגר נתוני האשראי, אכן חוללו תמורות: הוקמו שני בנקים חדשים לראשונה מזה כארבעה עשורים, וחברות כרטיסי האשראי שהופרדו תרמו לצמיחת האשראי החוץ-בנקאי. עם זאת, כפי שיודגם בשער הרביעי, השפעתם על נתחי השוק של הבנקים הגדולים נותרה מוגבלת — ולראיה בחודש מאי 2026 הוגדרה הבנקאות בישראל כ"קבוצת ריכוז" בידי הממונה על התחרות²⁰.

¹⁷ הוועדה לבחינת הגברת התחרותיות במערכת הבנקאות (בראשות דוד זקן), דין וחשבון (מרץ 2013).

¹⁸ הוועדה להגברת התחרותיות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים הנפוצים (ועדת שטרם), דין וחשבון סופי (ספטמבר 2016).

¹⁹ החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"ז-2017.

²⁰ הכרזת הממונה על התחרות בדבר קבוצת ריכוז בענף הבנקאות (מאי 2026), לפי חוק התחרות הכלכלית, התשמ"ח-1988.

1.3.2. הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות (2021–2022)²¹

חוק הריכוזיות (החוק לקידום התחרות וצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013) הציב חסמים בין פעילות ריאלית לפעילות פיננסית במשק. במסגרת המשך בחינתו הוקם הצוות הבינמשרדי לבחינת פרק ד' לחוק, שסיכום עבודתו פורסם בספטמבר 2022 והפנה זרקור, לראשונה באופן ממוסד, אל ריכוזיות הגופים המוסדיים עצמם. הצוות מצא כי כ-11 גופים מנהלים כ-90% מסך הנכסים המנוהלים במשק²², וכי חמשת הגופים הגדולים מהווים כ-80% מכך. נתוני בנק ישראל מאותה עת מעלים תמונה דומה: נכון ליולי 2022 ניהלו הגופים המוסדיים כ-2.2 טריליון ש"ח (כ-132% תוצר) — היקף דומה לזה של מערכת הבנקאות — כאשר ארבעה גופים בלבד ריכוזו כ-50% מהנכסים.²³

הצוות עמד על שורה של חששות הנלווים למבנה שוק זה, אשר אינם תחרותיים באופיים בהכרח: הגדלת הסיכון הסיסטמי הנובעת מחשיפה למחזוריות אחידה ולתגובות מתואמות בעת משבר; הקצאה לא-יעילה של משאבים, העלולה לעוות את תמחור הנכסים ולפגוע בעומק שוק ההון והחוב המקומי ובניזילותו; ריכוז כוח תאגידי הנובע מדומיננטיות הגופים המוסדיים בהצבעות באסיפות הכלליות של חברות ציבוריות ובכללו "מונוליטיות הצבעתית" הנוצרת מהסתמכות משותפת על מספר מצומצם של יועצי הצבעה (פרוקסי); וניגודי עניינים בממשק שבין הכלכלה הריאלית לשוקי ההון.²⁴

החששות שמנה הצוות — סיכון סיסטמי, הקצאת משאבים לא-יעילה, ריכוז כוח תאגידי וניגודי עניינים בממשק הריאלי-פיננסי — אינם עומדים במנותק זה מזה אלא מזינים זה את זה: ריכוז ניהול הנכסים בידי מעטים הוא שמעצים הן את הסיכון הסיסטמי (חשיפה מתואמת) והן את כוח ההצבעה המרוכז באסיפות הכלליות.

היבט נוסף שהעלה הצוות, ושזוכה לתשומת לב גוברת גם בספרות האמריקאית, הוא בעיית ה"בעלות המשותפת" (Common Ownership) כאשר מספר מצומצם של גופים מוסדיים מחזיק במקביל במניות של חברות מתחרות באותו ענף, עלול הדבר להחליש את התמריץ התחרותי בין החברות, שכן האינטרס המוסדי הוא השאת תשואה, גם אם באמצעות עידוד פרקטיקות אנטי-תחרותיות. ואולם, החששות האמורים לא תורגמו לטענה ישירה על תת-תחרות בשוק המוצרים או היצרנים, לאור הנתונים הכמותיים שהוצגו בדוח.

1.3.3. צוות בחינת אמצעים להגברת התחרות במערכת הבנקאית למגזר הקמעונאי

(2025)

בנובמבר 2024 מינו שר האוצר ונגיד בנק ישראל צוות בין-משרדי שהובל על ידי ראש אגף תקציבים בשעתו, יוגב גרדוס ("צוות גרדוס") לבחינת אמצעים להגברת התחרות במערכת הבנקאית למגזר הקמעונאי, ובכלל זה עידוד שחקנים מהמערכת המוסדית, גופי אשראי חוץ-בנקאי וחברות

²¹ דוח הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות — הפרדת תאגידים ריאליים מגופים פיננסיים (משרד האוצר, ספטמבר 2022).
²² דוח הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות — הפרדת תאגידים ריאליים מגופים פיננסיים (משרד האוצר, ספטמבר 2022), פרק 8.
²³ בנק ישראל "יד ביד נצעד – בחינת הדמיון בתיקי הנכסים של הגופים המוסדיים ומשמעותו" דוח היציבות הפיננסית, המחצית השנייה של 2022, תיבה 3 (להלן: תיבת בנק ישראל 2022), בעמ' 1.
²⁴ רשות שוק ההון העמידה בצוות דעת מיעוט, ובה הצביעה על אינדיקציות לתחרותיות בשוק — ובראשן שיעורם הנמוך יחסית של דמי הניהול — כראיה נגד מסקנת הריכוזיות.

תשלומים לקבלת רישיון בנק. דוח הצוות, שהוגש ביולי 2025, קבע — בהיפוך של ההפרדה שנקבעה בוועדת בכר — כי חברת החזקות פיננסית השולטת בגוף מוסדי תוכל לשלוט גם בבנק "קטן", בכפוף למגבלת היקף נכסים שלא תעלה על 2.5% מסך הנכסים במערכת הבנקאית²⁵, וזאת כדי לצמצם את הסיכון התחרותי, היציבותי ואת חשש ניגודי העניינים העלולים להתעורר משילוב כזה.

חשוב לענייננו כי הצוות אסר על בנק הנשלט בידי חברת החזקות השולטת גם בגוף מוסדי לעסוק בייעוץ, בתיווך או בהפצה של מוצרי ביטוח וגמל המיוצרים על ידי אותו גוף מוסדי — כלומר שימר את עקרון ההפרדה בין ייצור המוצר הפנסיוני לבין ערוצי ההפצה הבנקאיים, אף בתוך המתווה המקל.

משמעות הדבר כפולה: ראשית, המחיצה שהציבה ועדת בכר בין בנקאות לחיסכון לטווח ארוך כבר אינה נתפסת כקבועה בל-יעבור, והמחוקק והרגולטור מוכנים לבחון מודלים משולבים; ושנית, גם במודל המשולב נשמר עקרון-על — הפרדה מבנית בין ייצור המוצר הפנסיוני לבין הפצתו. שני עקרונות אלו — נכונות לשילוב מבוקר לצד שמירה על חוצץ בממשק ייצור-הפצה — הם התשתית הרעיונית שעליה תיבנה הצעת המדיניות בשער הרביעי.

משמעות ההיפוך שביצע צוות גרדוס עמוקה: מזה כעשרים שנה שימשה מסקנת ועדת בכר עוגן לתפיסה שלפיה יש להרחיק את הבנקאות מניהול החיסכון לטווח ארוך. ההמלצה המתירה לגוף מוסדי לשלוט בבנק קטן — בכפוף לתקרת נכסים ולאיסור על שיווק הדדי של מוצרים — מלמדת כי המחוקק והרגולטור מוכנים כיום לבחון קישוריות מבוקרת בין הענפים, ובלבד שיישמר החוצץ בין ייצור המוצר להפצתו, וכן ימנעו השפעות צולבות המעוררות חשש לניגוד עניינים בין היצרן לצרכן. תפיסה זו, גם אם עניינה בכיוון ההפוך (החזקת בנקים בידי מוסדיים), פותחת פתח רעיוני לבחינת הכיוון המשלים שבו עוסק נייר זה.

מגבלת ה-2.5% שקבע צוות גרדוס אינה שרירותית: היא נועדה לאפשר כניסת שחקן בנקאי בהיקף המספיק כדי לייצר לחץ תחרותי, אך קטן דיו כדי שלא ליצור סיכון יציבותי או ריכוזי חדש. הצוות אף בחן את מגמת ה-BaaS (Banking as a Service), שבה בנקים מספקים תשתית תפעולית לגופים אחרים — מגמה שהרגולטורים בעולם מעודדים, והרלוונטית במישרין לרעיון הפעלת "ארנק" פנסיוני על גבי תשתית בנקאית. כך, גם בכיוון שבו עסק גרדוס וגם בכיוון המשלים המוצע כאן, המכנה המשותף הוא ניצול תשתית קיימת ויציבה לצמצום חסמי כניסה, תוך שמירה על חוצצים מבניים.

ואולם, צוות גרדוס עצמו סייג את המלצתו והזהיר כי שליטה מקבילה בבנק ובגוף מוסדי עלולה לרכז את קבלת ההחלטות בידי מעטים²⁶ ולהגדיל את הריכוזיות הכלל-משקית; ההיתר ניתן בכפוף למגבלות כמותיות ולאיסור שיווק הדדי דווקא משום חשש זה. משכך, אין ללמוד מן ההחלטה כי המחיצה שקבעה ועדת בכר נזנחה, אלא כי היא נבחנת מחדש בזירות ובכפוף לחוצצים. כפי שאבקש להראות, גם ההצעה שבנייר זה כפופה לאותה זהירות ולאותם חוצצים עצמם.

²⁵ דוח הצוות לבחינת האמצעים להגברת התחרות במערכת הבנקאית למגזר הקמעונאי ("צוות גרדוס"), דוח מסכם (יולי 2025).

²⁶ דוח צוות גרדוס (יולי 2025) עמד במפורש על החשש מפני ריכוזיות כלל-משקית מוגברת, ומיתן אותו באמצעות מגבלת נכסים (עד 2.5% מן המערכת הבנקאית) ואיסור על שיווק הדדי.

2. מפת המוצרים הפנסיוניים

ההפרשה הפנסיונית שהוסדרה ברפורמת פנסיה חובה יכולה להיות מופנית לאחת משלוש משפחות מוצרים המוכרות בדין לחיסכון לטווח ארוך: קרנות פנסיה, ביטוחי מנהלים וקופות גמל. אף שכל המוצרים כפופים לאותה תשתית אסדרתית ולאותם כללי השקעה, הם נבדלים זה מזה במבנה המשפטי-אקטוארי שלהם ובאופן שבו הם אוגדים שלושה רכיבים הניתנים, עקרונית, להפרדה: רכיב תפעולי-משמורתי ("ארנק" ההפקדות והנכסים), רכיב ניהול ההשקעות, ורכיב הכיסוי הביטוחי. עמידה על ההבדלים בין המוצרים היא תנאי מוקדם להצעת ה-Unbundling שתוצג בהמשך שער זה, שכן היא חושפת אילו רכיבים ניתן לנתק²⁷ ולגוון בלא לפגוע במהות המוצר הפנסיוני.

שורש האחידות המוצרית נעוץ במנגנון האסדרה עצמו: הרגולטור מגדיר בפירוט רב את מבנה המוצר, את מסלולי ההשקעה המותרים, את אופן חישוב דמי הניהול ואת ערוצי ההפצה. הסדרה מפורטת זו, שתכליתה הגנת הצרכן ויציבות, מייצרת תוצר לוואי: היא מקבעת דמיון מבני בין הגופים ובין מוצריהם, ומצמצמת את מרחב החדשנות והבידול. כך, בניגוד לשווקים שבהם הבידול המוצרי הוא מנוע התחרות, בשוק הפנסיוני נדחקת התחרות כמעט כולה אל רכיב המחיר — על תוצאותיו שתוארו לעיל.

2.1. ביטוחי מנהלים

ביטוח מנהלים הוא מוצר חיסכון פנסיוני אינדיבידואלי המעוגן בפוליסת ביטוח בין המבטח למבוטח. הוא כולל רכיב השקעתי-שמטרתו השגת תשואה לקצבה הפנסיונית, וכן רכיב ביטוחי-למקרי אובדן כושר עבודה וחלילה מוות. בשונה מקרן הפנסיה, אין בו רכיב של ערבות הדדית בין המבוטחים; הכיסויים הביטוחיים (ביטוח חיים למקרה מוות וביטוח אובדן כושר עבודה) נרכשים באופן פרטני ומתומחרים לפי מאפייני המבוטח.

מבחינת רכיב ניהול ההשקעות, במוצר זה חל שינוי עקרוני. פוליסות ותיקות כללו לעיתים הבטחות חוזיות בעלות ערך רב לחוסך — ובראשן מקדם קצבה מובטח²⁸, המבטיח את שיעור ההמרה של הצבירה לקצבה חודשית ללא תלות בעדכוני תוחלת החיים העתידיים, ולעיתים אף הבטחת תשואה. הבטחות אלו צומצמו בהדרגה באסדרה, בין היתר מטעמי יציבות, והן מהוות התחייבות של המבטח עצמו.

בפוליסות החדשות בוטלה ההבטחה, וסיכון אריכות החיים הושב אל החוסך, כך שנכון להיום מוצר זה, אשר מבוסס על חוזה בין הלקוח למבטח, כולל ניהול השקעות מבוסס DC, וכן כיסויים ביטוחיים משלימים, וכל אחד מהם ניתן לתמחור, לאיגום או להפרדה בנפרד.

²⁷ לסקירת הנתונים הכמותיים של מוצרי החיסכון הפנסיוני ראו רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון דוח הממונה על שוק ההון, החיסכון והביטוח לשנת 2024, פרק 4 (נתונים כמותיים בתחום החיסכון הפנסיוני).

²⁸ מקדם הקצבה המובטח בפוליסות הביטוח הוותיקות הוגבל בהוראות הממונה על שוק ההון, בין היתר נוכח העלייה בתוחלת החיים והשלכותיה על יציבות המבטחים.

2.2. קרנות פנסיה (מקיפות ומשלימות)

קרן הפנסיה החדשה היא המכשיר המרכזי שאליו מופנית ההפרשה במסגרת פנסיה חובה, והיא בנויה על עקרון הערבות ההדדית: העמיתים נושאים במשותף בסיכונים האקטואריים — אריכות ימים, נכות ומוות — ומנגנון האיזון האקטוארי מחלק ביניהם עודפים וגירעונות. הדין מבחין בין שני סוגים. קרן פנסיה מקיפה מצויה תחת תקרת הפקדה חודשית הקשורה לשכר הממוצע במשק; היא כוללת את הכיסויים הביטוחיים (נכות ושארים) במסגרת הביטוח ההדדי. והחל משנת 2022 קיים בה מנגנון הבטחת תשואה המבטיח תשואה של 5.15% ריאלי בגין 30% מנכסי הקרן, בהתפלגות מותאמת גיל בין העמיתים.²⁹

לעומתה, קרן פנסיה כללית (המכונה גם "משלימה") מיועדת להפקדות מעל תקרת הקרן המקיפה או לחוסכים שאינם זכאים להטבת האג"ח המיועדות (או אינם מעוניינים בה); היא אינה נהנית מגיבוי מנגנון הבטחת התשואה.

ההבחנה בין שני הסוגים חשובה לטיעון המרכזי של נייר זה: הרכיב ההדדי והגיבוי המדינתי של הקרן המקיפה יוצרים יסוד קולקטיבי-מאחד, ואילו הקרן הכללית קרובה יותר לחיסכון שוקי טהור, אף כי גם בה מתקיים עקרון ההדדיות. ככל שמבקשים לגוון את אופן ניהול ההשקעות ולפזר את שיקול הדעת ההשקעתי, יש להבחין בין הרכיב הביטוחי-ההדדי, שקשה ומיותר לפרקו, לבין רכיב ניהול ההשקעות, שאותו ניתן ורצוי לגוון — הבחנה העומדת בבסיס רעיון ה-Unbundling שיורחב להלן.

מנגנון הבטחת התשואה, המבטיח תשואה ריאלית קבועה של 5.15% על כ-30% מנכסי הקרן המקיפה (בהתפלגות לפי גילאי לקוחותיה- כאשר עיקר ההבטחה היא של הפנסיונרים- שם עולה אחוז ההבטחה), נועד להגן על החוסך מפני תנודתיות השוק סמוך לפרישה. תקרת ההפקדה החודשית לקרן המקיפה, הקשורה לשכר הממוצע במשק, היא שמפנה את יתרת ההפקדה אל הקרן הכללית — וכך נוצרת ההבחנה המעשית בין שני סוגי הקרנות.

2.3. קופות גמל לחיסכון

קופות הגמל הן משפחת מוצרים המבוססת על חיסכון טהור של לקוח יחיד, לרוב ללא רכיב של ערבות הדדית או ביטוח מכל סוג שהוא, אלא ניהול חשבון השקעה בלבד. לצד קופות אלו פועלות קרנות ההשתלמות — מכשיר חיסכון לטווח בינוני הנהנה מהטבת מס ייחודית — וכן קופת גמל להשקעה, מכשיר שהונהג בשנת 2016³⁰ ומאפשר הפקדה נזילה עד לתקרה שנתית, הניתנת למשיכה כסכום הוני בכל עת (בכפוף למס רווחי הון) או להמרה לקצבה פטורה בגיל הפרישה. משותף לכל אלו כי ניהול ההשקעות נעשה בשיטת המסלולים, כאשר שיקול הדעת ההשקעתי מצוי בידי הגוף המוסדי.

²⁹ האג"ח המיועדות בוטלו והוחלפו במנגנון הבטחת תשואה ("כרית ביטוח") החל משנת 2022; ראו תיקוני החקיקה ותקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) בעניין זה.

³⁰ קופת גמל להשקעה הונהגה בשנת 2016 ומאפשרת הפקדה שנתית עד תקרה מעודכנת, בנזילות מלאה; ראו הוראות חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005, והתקנות מכוחו.

2.4. קופת גמל בניהול אישי (IRA)

קופת גמל בניהול אישי (Individual Retirement Account) היא הסוג היחיד מבין המוצרים שבו שיקול הדעת ההשקעתי אינו מסור למנהל ההשקעות של הגוף המוסדי, כחלק ממסלול השקעה שנבחר על ידי החוסך, אלא לחוסך עצמו או למנהל תיקים מורשה שמונה מטעמו. המכשיר קיים כבר היום במסגרת הדין הישראלי ומוסדר בתקנות ייעודיות³¹, אך תפוצתו בשוק מצומצמת היות וקיימים מעט יצרנים שלו, סוכנים פנסיוניים אינם מקבלים בגינו תגמול בשל מגבלות הקבועות בתקנות, נוחות הצריכה והזמינות שלו מוגבלת, ובהתאמה הידע הציבורי עליו מוגבל.

במוצר זה נותק, למעשה, רכיב ניהול ההשקעות מרכיב ה"ארנק הפנסיוני" – הפלטפורמה התפעולית באמצעותה מבוצעות הפקדות ומשיכות. הגוף המוסדי משמש כמנהל תפעולי-משמורתי, בעוד שיקול הדעת ההשקעתי בידי הלקוח או שלוחו. בכך שונה המכשיר מהותית מן המודל של מסלולי ההשקעה, והוא מהווה – כפי שיפורט בשער הרביעי – את אבן הפינה של הצעת המדיניות שבבסיס נייר זה, שכן הוא מגלם כבר כיום את הפרדת רכיב ההשקעה מרכיב הייצור, ומאפשר פרגמנטציה אמיתית של שיקול הדעת ההשקעתי.

מבחינה תפעולית פועל מוצר הניהול האישי כך: הגוף המנפיק משמש מנהל תפעולי-משמורתי (custodian) המחזיק את הנכסים בנאמנות (במישרין או באמצעות חבר בורסה או תת משמורתן אחר), מבצע את ההפקדות והמשיכות ומטפל בהיבטי המס והדיווח, בעוד החלטות ההשקעה מתקבלות בידי החוסך או בידי מנהל תיקים מורשה מטעמו.

מבחינת ההיצע, על פי נתוני ה"גמל-נט", ברמת היצרנים, קיימים כיום מעט ספקים של IRA-חברה מתמחה אחת (גלובלנט גמל), ושניים-שלושה גופים מוסדיים אשר מוכרים מוצר זה ללקוחות HIGH NET בעלי צבירות גבוהות בלבד (וזאת בהמשך לקריסת קופת הגמל סלייס ב-2023, שהתמחתה במוצר זה). כך, לקוחות המבקשים להיחשף למוצר לא תמיד מוצאים ממי לרכוש אותו, בכלל או במחיר תחרותי למסלוליות.

3. פירוק המוצר הפנסיוני לרכיביו (Unbundling)

הרעיון המסדר של נייר זה הוא לפרק את האיגוד (bundling) הגלום במוצר הפנסיוני ולפרקו לרכיביו הפונקציונליים. כפי שעלה מן הסקירה לעיל, המוצר הפנסיוני מאגד שלושה רכיבים הניתנים, עקרונית, להפרדה: רכיב תפעולי-משמורתי – "ארנק" ההפקדות, המזומן והנכסים; רכיב ניהול ההשקעות – קבלת החלטות על הקצאת הנכסים ובחירתם; ורכיב הכיסוי הביטוחי – נכות, מוות ושארים.

הטענה היא כי קיימת שונות בתכונות כל אחד מהמוצרים, ואין בהכרח יתרון באספקתם על ידי אותו יצרן, אלא זו תולדה של מבנה הרגולציה. זאת ועוד, לא כל הרכיבים דורשים את אותו מבנה שוק: רכיב המשמורת ורכיב הביטוח נהנים מיתרונות לגודל, מיציבות ומאגוסי סיכונים, ולכן מוטב שישענו, כל אחד מהם, על תשתית גדולה מפוקחת ויציבה; ואילו רכיב ניהול ההשקעות אינו

³¹ קופת גמל בניהול אישי מוסדרת בתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) העוסקות בקופת גמל בניהול אישי; היקף הנכסים המנוהלים בה נותר זניח ביחס לשוק המסלולי.

בהכרח כולל יתרון לגודל, והוא המקטע שבו המונוליטיות ההשקעיתית מתרכזת, באופן בו הגיוון והפרגמנטציה צפויים לשפר את התועלת לצרכן, ולהקטין החצנות שליליות על המשק הישראלי.

מנגד, לאיגוד (bundling) של רכיבי המוצר הפנסיוני (תפעול, ביטוח, השקעות) יש היגיון שאין להקל בו ראש. ריכוז המשמורת, ניהול ההשקעות והכיסוי הביטוחי בגוף אחד מפחית עלויות תיאום, מפשט את המוצר עבור צרכן מוגבל-קשב, ומאפשר סבסוד צולב המזיל את המוצר. פירוק הרכיבים עלול, לפיכך, להגדיל את מורכבות המוצר ואת עלויות התפעול, ולפזר את האחריות בין גורמים אחדים באופן המקשה על החוסך לדעת 'למי לפנות'. אין בכך כדי לשלול את רעיון ה-Unbundling אך יש בכך כדי לחייב שהפירוק ייעשה במשורה — רק ברכיב שבו התועלת שבפיזור עולה על עלות אובדן האיגוד.

3.1. "ארנק הפנסיה": רכיב התפעול והשמירה (Custody)

הרכיב התפעולי-משמורתי הוא התשתית שבה "יושב" החיסכון: קליטת ההפקדות השוטפות וביצוע המשיכות והתשלומים הקיצבתיים, החזקת המזומן ונכסי ההשקעה, תחשיבי המס והניכויים, ניהול הרישום והזכויות של העמית, וכן העברת הכספים בין גופים (ניוד).

זהו רכיב עתיר-טכנולוגיה ותפעול, המתאפיין ביתרונות מובהקים לגודל ובדרישות רגולטוריות מחמירות של המשכיות עסקית, הגנת סייבר והגנה על נכסי לקוחות³². משום כך מוטב שהוא יישען על תשתית גדולה, יציבה ומפוקחת.

היתרון לגודל ברכיב המשמורת אינו מקרי: עלויות הקמת מערכות סליקה, ניהול רישום זכויות, הגנת סייבר ועמידה בדרישות המשכיות עסקית וההון העצמי הרגולטורי הנדרש בגין הפעילות הן קבועות במידה רבה, או לכל הפחות מבוססות על עלות הקמה גבוהה ועלות שולית פוחתת, ולכן פוחתות פר-לקוח ככל שגדל היקף הפעילות.

3.2. ניהול ההשקעות — תשואה מותאמת סיכון

רכיב ניהול ההשקעות הוא ליבת שיקול הדעת במוצר הפנסיוני: ההחלטה כיצד להקצות את הנכסים (Asset Allocation) ואילו נכסים לבחור (Asset Selection) במטרה להשיא תשואה מותאמת סיכון לאורך אופק החיסכון. זהו הרכיב שבו מתגלמת המומחיות המקצועית, וגם הרכיב שבו נעוצה בעיית המונוליטיות ההשקעיתית: כפי שיפורט בשער הרביעי, בכל גוף מוסדי פועלת ועדת השקעות אחת ומנהל השקעות ראשי אחד³³, המקבלים בפועל את מרבית ההחלטות המהותיות על כלל הכסף המנוהל באותו גוף. ריכוז זה, בשילוב הטיות התנהגותיות משותפות, מצמצם את השונות בין תיקי ההשקעות של הגופים השונים.

ראוי להבחין בין שני רבדים של שיקול הדעת ההשקעתי: הקצאת הנכסים (Asset Allocation) — החלוקה בין אפיקים (מניות, אג"ח, נדל"ן ונכסים לא-סחירים) — ובחירת הנכסים (Asset Selection) — בחירת ניירות הערך או העסקאות הספציפיים בתוך כל אפיק. פרגמנטציה

³² ראו הוראות רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון בעניין ניהול סיכונים סייבר, המשכיות עסקית והגנה על נכסי עמיתים בגופים מוסדיים (חוזרי גופים מוסדיים).

³³ חובת מינוי ועדת השקעות והכללים בדבר קביעת מדיניות ההשקעה קבועים בדין; ראו תקנות וחוזרי הפיקוח על גופים מוסדיים בעניין ועדות ההשקעה וניהול נכסי ההשקעה.

אפקטיבית משמעה פיזור שני הרבדים כאחד בין מקבלי החלטות רבים, כך שהמתאם בין תיקי החוסכים יקטן.

3.3. רכיבי ביטוח — אובדן כושר עבודה, ביטוח חיים ושארם

הרכיב השלישי הוא הכיסוי הביטוחי הנלווה לחיסכון: ביטוח אובדן כושר עבודה, המבטיח הכנסה חלופית אם ייפגע כושר ההשתכרות, וביטוח חיים למקרה מוות ("ריסק") המבטיח קצבה לשארם. בקרן הפנסיה המקיפה רכיבים אלו אגודים במוצר עצמו במסגרת הביטוח ההדדי המפורט בתקנון הקרן; בביטוח מנהלים הם נרכשים באופן פרטני בהתאם למאפייני המבוטח; ואילו במוצרי הגמל וקופת הגמל בניהול אישי הם אינם קיימים כלל.

מכאן נובעת מגבלה שיש להידרש אליה בכל הצעת Unbundling - חוסך המנתק את רכיב ההשקעה ומעבירו למוצר חיסכון טהור עלול להיוותר חשוף, נטול כיסויי נכות ושארם בהם יתכן והוא מעוניין, בשל תת אוריינות פיננסית. לפיכך, כל מתווה של הפרדת רכיבים חייב להסדיר כיצד יונגש הרכיב הביטוחי — למשל באמצעות הצעת כיסוי קולקטיבי לאובדן כושר עבודה ולריסק דרך ערוץ ההפצה, באופן שישווה את תנאי המוצר לאלה של קרן הפנסיה. נקודה זו תיושם בהצעה הקונקרטית שבשער הרביעי.

הפתרון לפער הכיסוי הביטוחי אינו תיאורטי: כבר כיום נמכרים כיסויי אובדן כושר עבודה וריסק כמוצרים עצמאיים, וניתן להציעם כמוצר קולקטיבי המצורף למוצר החיסכון בניהול אישי, בתנאים ובתמחור המשתווים לאלה של הביטוח ההדדי בקרן הפנסיה. הפרדת רכיב הביטוח מרכיב ההשקעה אף מיטיבה עם שקיפות התמחור: החוסך יידע במדויק כמה עולה כל כיסוי, במקום שעלותו תיבלע באיגום הכולל של הקרן. יתרה מזו, הכיסוי לאובדן כושר עבודה בקרן הפנסיה אינו מותאם לעיסוקו הספציפי של המבוטח, כך שחוסכים המבקשים כיסוי לעיסוקם נדרשים ממילא לרכוש פוליסה פרטנית נפרדת. מכאן שהפרדת הרכיב הביטוחי מרכיב החיסכון אינה זרה לשוק גם כיום.

3.4. היבטים אקטואריים בקרנות הפנסיה — עקרון הערבות והביטוח ההדדיים

קרן הפנסיה המקיפה נבדלת ממוצר חיסכון טהור בכך שהיא מגלמת מנגנון של ביטוח הדדי: העמיתים מאוגמים לכלל אקטוארי אחד הנושא במשותף בסיכונים האריכות, הנכות והמוות, ומנגנון האיזון האקטוארי מחלק ביניהם עודפים וגירעונות³⁴. לטענת תומכיו, פונקציית האיגום מוזילה את עלות הכיסוי הביטוחי ומפזרת סיכונים שאדם יחיד אינו יכול לשאת לבדו. ואולם, למנגנון גם מחירים לא מבוטלים: החוסך אינו בוחר את היקף הכיסוי בצורה מלאה אלא מבין חלופות, ואינו יכול לוותר עליו, הוא חשוף לגירעונות אקטואריים שאינם בשליטתו, ומתקיים סבסוד צולב בין קבוצות עמיתים בעלות פרופיל סיכון שונה. נייר זה אינו מכריע בשאלת ערכו של המנגנון האקטוארי והערבות ההדדית, אלא מתמקד ברכיב ניהול ההשקעות; לפיכך, האיגום האקטוארי-הביטוחי אינו יעד לפרגמנטציה במסגרת ההצעה.

³⁴ מנגנון האיזון האקטוארי בקרנות הפנסיה החדשות קבוע בתקנון הקרן ובהוראות הממונה; הוא מבטיח את איתנות הקרן על דרך של חלוקת עודפים וגירעונות אקטואריים בין העמיתים.

4. הצרכן הפנסיוני: שלושה מאפיינים מייחדים

הצרכן של המוצר הפנסיוני הוא צרכן יוצא-דופן, ושלושה מאפיינים מייחדים אותו: ביקושו נכפה עליו בדין ואינו נגזר מהעדפתו; יכולתו לקבל החלטות כפופה לרציונליות מוגבלת, הנובעת, בין היתר מרמת אוריינות פיננסית נמוכה. שלושת המאפיינים הללו מובילים למסקנה אחת: כוחות השוק אינם ממשמעים את איכות המוצר כפי שהיו עושים בשוק משוכלל. מאפיינים אלו הם מפתח לעיצוב כל מענה מדיניות — שכן פתרון הנשען על הרחבת הבחירה בלבד, בלא להתחשב במגבלות הצרכן, עלול להחטיא את מטרותיו.

4.1. ביקוש קשיח לפי דין

כפי שהוצג בשער הראשון, חובת ההפקדה יוצרת "ביקוש קשיח" למוצר הפנסיוני — ביקוש שאינו תלוי בטיב המוצר או במחירו, ומתקיים כל עוד עומדת חובת ההפקדה. הצדקתה של הכפייה נשענת על שני אדנים. הראשון פטרנליסטי: הספרות ההתנהגותית מלמדת כי פרטים נוטים לחסוך בחסר לפרישתם, בין היתר בשל הטיית ההווה (Present Bias) והיוון היפרבולי³⁵ של תועלות עתידיות; ועל כן הכפייה נועדה להגן על הפרט מפני קוצר-הראות של עצמו.

השני נעוץ בהחצנות: פרט שלא יחסוך יהפוך לנטל על קופת המדינה בזקנתו, ומכאן שאי-החיסכון מטיל עלות שלילית על הכלל, המצדיקה התערבות. ואולם, לביקוש הקשיח מחיר: הצרכן אינו יכול "לצאת" מן השוק אלא רק להחליף ספק בתוכו, ובכך נחלש הלחץ התחרותי על איכות המוצר, כאשר ההיצע בשוק דומה בתכונותיו.

ראוי לציין כי הכפייה הפטרנליסטית אינה חפה מביקורת: היא מגבילה את אוטונומיית הפרט ומניחה שהמאסדר 'יודע טוב יותר'. הגישה המקובלת כיום, של 'פטרנליזם ליברטריאני' (Nudge), מבקשת ליישב מתח זה — לשמר את חובת החיסכון ואת ברירות המחדל המיטיבות, אך להרחיב את מרחב הבחירה של מי שמעוניין בכך. הצעת הגיוון והפרגמנטציה עולה בקנה אחד עם גישה זו: היא אינה מבטלת את מסלול ברירת המחדל עבור מי שאינו בוחר, אלא מרחיבה את מנעד האפשרויות עבור מי שמסוגל ומעוניין לבחור אחרת.

4.2. רציונליות חסומה

החוסך מפגין מגבלות התנהגותיות המשפיעות ישירות על בחירותיו. גם בקרב חוסך מיועד ובקיא בפרטי המוצר הפנסיוני קיימת רציונליות חסומה הנגזרת מכך שהמוצר מורכב, ארוך-טווח, ונטול בולטות (Salience) ביומיום — מה שמפחית את התמריץ להשקיע מאמץ בבחירה מושכלת.

לכך מצטרף חוסר הוודאות המתבטא בחוסר היכולת של אדם להעריך את הסיכונים הביטוחיים הספציפיים שלו, וכן את היבטי אריכות ימיו ותמחור צרכיו העתידיים. מגבלות אלו מסבירות מדוע ריבוי פורמלי של מוצרים ומסלולים אינו מיתרגם מאליו לגיוון אפקטיבי בבחירות בפועל.

³⁵ על הטיית ההווה וההיוון ההיפרבולי בהקשר החיסכון הפנסיוני ראו David Laibson, Golden Eggs and Hyperbolic Discounting, 112 Q.J. Econ. 443 (1997).

4.3. תת-אוריינות פיננסית

המאפיין השלישי הוא רמת אוריינות פיננסית נמוכה. המחקר בתחום³⁶ מלמד כי אוריינות פיננסית נמוכה קשורה בהתנהגות חיסכון פחות מיטבית, בהיעדר תכנון פרישה ובקושי להעריך סיכון ותשואה; בישראל, סקרים מצביעים על רמת אוריינות נמוכה יחסית בהשוואה בין-לאומית. במונחי המוצר הפנסיוני, המשמעות היא שהחוסך מתקשה להעריך את תכונות המוצר ואיכותו ובכלל זה להשוות בין מסלולים בעלי שם זהה אך הרכב שונה, או להבחין בטיב ניהול ההשקעות. מכאן נובעת מסקנה שתלווה את פרק ההמלצות: כלי של הרחבת בחירה חייב להיות מלווה בהנגשת מידע ובחיזוק אוריינות.

5. נגישות המוצרים לצרכן

בין הצרכן למוצר ניצב לרוב ערוץ ההפצה, ולזהותו ולתמריצו השפעה מכרעת על המוצר שאליו יגיע החוסך בפועל. שלושה ערוצי הפצה עיקריים פועלים בשוק, ולכל אחד מהם מבנה תמריצים, פרישה ומגבלות משלו.

5.1. סוכנים מורשים מחוץ למערכת הבנקאית

עיקר הפצת המוצרים הפנסיוניים נעשית באמצעות סוכנים ובתי סוכן מורשים הפועלים תחת מבני בעלות שונים. תגמולם מבוסס בעיקרו על עמלות — ובראשן "עמלת היקף", עמלה חד-פעמית הנגזרת מהיקף הכספים שהלקוח מנייד, לצד עמלות נפרעים שוטפות. מבנה תגמול זה יוצר תמריץ מובנה להפנות את הלקוח למוצרים שבגינם משולמת עמלה. מוצר קופת הגמל בניהול אישי כמעט אינו מופץ בערוץ זה: היעדר עמלות סוכן בגינו שולל את התמריץ לשווקו, ובכך מונצחת תפוצתו המצומצמת. מבנה עמלות הסוכנים יוצר גם תופעות לוואי, ובהן "טוויסטינג" — ניוו חוזר של לקוח בין גופים לשם הפקת עמלת היקף נוספת — שכנגדו אימצו הגופים מנגנוני החזר (Clawback).

5.2. סוכנים מורשים במערכת הבנקאית

בעקבות ועדת בכר הופרד ייצור המוצר הפנסיוני מהפצתו הבנקאית, ונקבע כי הבנקים רשאים לעסוק ביעוץ פנסיוני — להבדיל משיווק — באמצעות יועצים פנסיוניים מורשים, שאמורים לפעול באובייקטיביות ותמורת דמי ייעוץ ולא עמלה מהיצרן. הסדרה זו, המעוגנת בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (יעוץ, שיווק ומערכת סליקה פנסיוניים), התשס"ה-2005³⁷, נועדה לצמצם את ניגוד העניינים שבין ההפצה לבין הייצור. בפועל, פרישת הייעוץ הפנסיוני הבנקאי נותרה מוגבלת יחסית, אך עצם קיומו של ערוץ מפוקח, המבוסס על ייעוץ אובייקטיבי ולא על עמלות שונות בין היצרנים (וזאת לאור התכנסות השוק לעמלת הפצה מרבית לבנקים מתוך טווח שהוגדר בדין), הוא נקודת מוצא חשובה להצעה שתוצג בהמשך.

³⁶ ראו: Annamaria Lusardi & Olivia S. Mitchell, The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, 52 J. Econ. Literature 5 (2014).

³⁷ חוק זה מבחין בין "ייעוץ פנסיוני" (אובייקטיבי, ללא זיקה ליצרן) לבין "שיווק פנסיוני" (מטעם יצרן), ומסדיר את פעילות הגורמים המפיצים, לרבות במערכת הבנקאית.

5.3. הפצה ישירה

ערוץ שלישי, ההולך ומתרחב, הוא ההפצה הישירה — הצטרפות מקוונת ישירות מול הגוף המוסדי, ללא תיווך סוכן. ערוץ זה מוזיל את עלות ההפצה עבור הגוף המוסדי. ההפצה הישירה-דיגיטלית יכולה לחסוך את עלות התיווך, מתאימה בעיקר למוצרים פשוטים וגנריים, ומאפשרת לחוסך לנהל את מוצרי החיסכון שלו בעצמו.

6. ארביטראז' רגולטורי בין צרכנים : שכירים ועצמאים

מבנה הזכאות למוצרים השונים יוצר עיוות מובנה בין שתי אוכלוסיות צרכנים : שכירים ועצמאים.

6.1. אי-זמינות מוצר הגמל לשכירים

השכירים כפופים לצו ההרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק³⁸, המחייב את המעסיק להפקדה להסדר פנסיוני הכולל כיסויי נכות ושאררים. מוצר גמל טהור — ובכללו קופת גמל בניהול אישי — אינו כולל כיסויים אלו, ולכן לכאורה אינו עומד בדרישת הצו, אלא אם ירכוש השכיר בנפרד ביטוח אובדן כושר עבודה וריסק.

כתוצאה מכך, לגבי ההפרשה הפנסיונית המחויבת, מוצר הגמל לרבות גמל בניהול אישי אינו זמין בפועל לשכירים, ונוצר יתרון מובנה לקרנות הפנסיה. זו מגבלה מרכזית שכל הצעה לגיוון חייבת להתמודד עמה, והמענה לה — כיסוי קולקטיבי לאובדן כושר עבודה ולריסק דרך ערוץ ההפצה — יפורט בשער הרביעי.

התוצאה המעשית היא כי המעסיק והשכיר הממוצעים, המבקשים לעמוד בחובת ההפקדה, מנותבים כמעט בהכרח לקרן פנסיה מקיפה — ואילו מוצרי החיסכון הטהור- גמל לרבות גמל בניהול אישי נותרים נחלת העצמאים והחיסכון הוולונטרי.

עיוות זה מצמצם דרסטית את בסיס המשתמשים הפוטנציאלי של מוצרי הגיוון, ולכן כל הצעה לפרגמנטציה חייבת לכלול מנגנון המנגיש את המוצר גם לשכירים — באמצעות צירוף כיסוי ביטוחי קולקטיבי, כפי שיפורט.

יש להעיר כי ניתוב השכירים לקרן פנסיה מקיפה נושא היגיון מגן : הכללת כיסויי הנכות והשאררים בביטוח ההדדי מבטיחה לשכיר רשת ביטחון שספק אם היה רוכש מיוזמתו, ומונעת תת-ביטוח בקרב אוכלוסייה מוטת-הווה. הטענה כאן אינה, אפוא, כי יש לבטל את ברירת המחדל של הקרן המקיפה, אלא כי ראוי להנגיש לצדה — באמצעות מנגנון הכיסוי הקולקטיבי שיוצע להלן — גם חלופת גיוון למי שמעוניין בה, בלא לוותר על ההגנה הביטוחית.

6.2. תת-הפקדה בקרב עצמאים

על העצמאים חלה חובת הפקדה לפנסיה החל משנת 2017³⁹, אך אכיפתה מוגבלת, והדבר מתבטא בתת-הפקדות ובפיגורים נרחבים בהיקף הצבירות לבני אותו גיל. פער זה רלוונטי לדיונונו בשני מובנים : ראשית, הוא ממחיש כי "הביקוש הקשיח" אינו אחיד בין אוכלוסיות ; ושנית, דווקא ציבור

³⁸ צו ההרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק (ינואר 2008) הגדיר את חובת ההפרשה הפנסיונית לשכירים, לרבות רכיבי הכיסוי הביטוחי.

³⁹ חובת ההפקדה לעצמאים נקבעה בחוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה ליישום המדיניות הכלכלית לשנות התקציב 2017 ו-2018), התשע"ז-2016, פרק ט'.

העצמאים — שאינו כפוף לצו ההרחבה — הוא הציבור שכבר כיום רשאי לעשות שימוש מלא בקופת גמל לחיסכון לרבות בניהול אישי, ומכאן שהוא אוכלוסיית היעד הטבעית הראשונה להרחבת מוצרי הגיוון והפרגמנטציה.

שער 4: היצרנים, תוצרי הלוואי והצעת המדיניות

7. היצרנים — מבנה שוק הגופים המוסדיים

היצרנים של המוצר הפנסיוני הם הגופים המוסדיים. שער זה ממפה תחילה את מבנה שוק היצרנים: מספרם, התפלגות ניהול הכספים והלקוחות, חסמי הכניסה ומבנה העלויות — ומבסס את הטענה כי חלופת "עוד תחרות ועוד שחקנים" מוגבלת מבחינה מבנית. על רקע זה יוצג ניתוח ניהול ההשקעות ותוצרי הלוואי שלו, ולבסוף — הצעת המדיניות עצמה.

7.1. עשרות יצרני מוצרי חיסכון לטווח ארוך

על פי נתוני רשות שוק ההון, פועלות בישראל מעל 60 חברות המנהלות קופות גמל⁴⁰, מהן מעל 20 מנהלות גם קרנות פנסיה וחלקן גם מציעות ביטוח מנהלים. תמהיל היצרנים מגוון: לצד חברות הביטוח הגדולות (ובהן הפניקס, כלל, מגדל, הראל ומנורה מבטחים) פועלים בתי השקעות (ובהם, בין היתר, מיטב, ילין, אנליסט ומור). על פני הדברים, מספר זה מעיד על שוק מגוון ורב-משתתפים.

7.2. ריכוז הנכסים בידי חמשת הגופים הגדולים

ואולם, בחינת התפלגות התיק חושפת תמונה שונה: דוח הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות עמד על כך שחמשת הגופים הגדולים מרכזים כ-80% מן הנכסים המנוהלים. בנק ישראל מצא כי מספר החברות המנהלות ה"אפקטיביות" — אלו המנהלות יחד כ-90% מהנכסים בכל ענף — עומד על כ-10 חברות בענף הפנסיה, כ-5 בענף הביטוח וכ-25 בענף הגמל.⁴¹

7.3. חסמי כניסה גבוהים ליצרנים חדשים

שוק החיסכון לטווח ארוך מתאפיין בחסמי כניסה גבוהים. מקורם כפול: מצד ההוצאה, מבנה עלויות קבוע וגבוה הנגזר מן הרגולציה — דרישות הון עצמי, תשתיות טכנולוגיה ואקטואריה, הגנת סייבר וניהול משמורת; ומצד ההכנסה, הכנסה שולית נמוכה מן הלקוח הנוסף, נוכח דמי ניהול הנמנים עם הנמוכים בעולם. צירוף זה מקשה על שחקן חדש להגיע ל"נקודת ייצוב" כלכלית, שכן עליו לצבור תיק לקוחות של מיליארדי ש"ח בטרם יכסה את עלויותיו הקבועות — משימה מורכבת נוכח האינרציה הצרכנית וכוחם של ערוצי ההפצה הקיימים.

המדיניות שביקשה לעודד כניסת שחקנים קטנים נשענה בעיקר על מכרזי קרנות ברירת המחדל המפורסמים על ידי רשות שוק ההון: מכרזים אלו מנתבים אל המוסדיים הזוכים בהם עמיתים שלא בחרו קרן באופן אקטיבי, ולרוב נותנים הגנות ינוקא למתמודדים חדשים. ואולם, בכך יש חרב פיפיות- מבנה המכרז, המבוסס על דמי ניהול נמוכים במיוחד, מקשה על השחקנים החדשים להגיע לרווחיות ולייצוב.

⁴⁰ נתוני מספר הגופים והתמהיל הסקטוריאלי מבוססים על דוח הממונה על שוק ההון, החיסכון והביטוח לשנת 2024, פרק 4.

⁴¹ תיבת בנק ישראל (2022), לעיל ה"ש 23, בעמ' 6, ה"ש 23.

8. מבנה ניהול ההשקעות

לאחר שמופה מבנה שוק היצרנים, יש לבחון כיצד מנוהלות ההשקעות בפועל בתוך הגוף המוסדי. ראוי להקדים ולציין כי אופן ניהול ההשקעות אינו נתון רק לשיקול דעת מסחרי, ולתקנות והוראות קונקרטיות (ובהן "קודקס ההשקעות") אלא כפוף לחובת נאמנות סטטוטורית (סעיף 3 לחוק הפיקוח על הגמל) המחייבת את הגוף המוסדי לפעול באמונה ובשקידה לטובת העמיתים.

8.1. מסלולי השקעה- תפריט מוגבל

עבור הלקוח, בחירה באפיק השקעות מועדף נעשית בשיטת המסלולים: כל גוף מציע כעשרה מסלולי השקעה, והחוסך בוחר אחד מהם. בפועל, מרבית החוסכים מצויים במסלול ברירת המחדל — שבעבר היה "מסלול כללי" אחיד, וכיום הוא מסלול תלוי-גיל, המתאים את רמת הסיכון לגיל החוסך, במקבצים של עשרות שנים⁴². מסלולי ברירת מחדל אלו, מטבעם, אינם יכולים להתאים לכלל הטעמים והצרכים האינדיבידואליים.

לצד מסלול כללי ותלוי גיל נקבעה רשימה סגורה של מסלולים נושאי שמות גנריים כגון כללי, מנייתי, אג"ח, הלכתי, מדדים ואחרים, אשר אמורים ללמד על הנכסים המוחזקים באותו מסלול. לצידם, חברות מסוימות מציעות מסלולים מבוססי מדד יחיד- כגון S&P500 או NASDAQ, כאשר בפועל לא מדובר במסלול המקנה את ערך המדד עצמו אלא קירוב לו, בין היתר בשל השפעות הבטחת התשואה בקרנות מקיפות, שערי מט"ח, היבטים אקטואריים ופערי התכסות השקעתיים. ואולם, קיימים לקוחות שטעמי ההשקעה המוגדרים שלהם שונים מתפריטי ההשקעות המוסדיים, או לחלופין הם מבקשים לדעת במדויק את הרכב המסלול, מה שאינו מתאפשר במצב הרגולטורי הנוכחי.

8.2. זהות בשמות, שונות בהרכב

מסלולים בעלי שם זהה אצל גופים שונים אינם בהכרח זהים באפיק ההשקעה שלהם כך שהחוסך אינו "משווה תפוחים לתפוחים". כך למשל, מסלול "עוקב מדדים גמיש" של גופים שונים עשוי לכלול מדדים שונים בתכלית, ולהניב תשואות שונות, בהתאמה. זאת בשונה מקרנות הנאמנות, הכפופות לחובת גילוי תשקיפית מפורטת⁴³ המאפשרת השוואה אפקטיבית בין מוצרים הנושאים שם דומה (למשל- קרן נאמנות עוקבת ת"א 125).

8.3. ועדת השקעות אחת ומנהל אחד – מונוליטיות ברמת הגוף

בכל גוף מוסדי פועלת, ככלל, ועדת השקעות עמיתים אחת ומנהל השקעות ראשי אחד, המקבלים בפועל את מרבית ההחלטות המהותיות על הקצאת ההשקעות — עבור כלל הכסף המנוהל באותו גוף, על פני כל מסלוליו ומוצריהם (למעט ככל וקיימים מוצרים או קופות נפרדים לגביהם הקודקס מתיר שונות ועדות). כאשר מספר מצומצם של גופים מנהל את מרבית החיסכון הלאומי, התוצאה

⁴² לפי דוח מבקר המדינה לשנת 2024 (הפיקוח של רשות שוק ההון על הגופים המוסדיים המנהלים חיסכון ארוך טווח), מסלול חכ"מ תלוי-הגיל ומסלול כללי מהווים כ-80% מהנכסים ומהעמיתים בתיק החיסכון לטווח ארוך (לוח 11);

⁴³ להבדיל מקרנות הנאמנות, הכפופות לחובת פרסום תשקיף ודיווח לפי חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994, ההשוואה בין מסלולי השקעה מוסדיים מוגבלת.

המצטברת היא מונוליטיות השקעתית ברמה הלאומית : מעטים מקבלי ההחלטות, וגבוהה החשיפה המצרפית של המשק לכל טעות שיטתית שלהם.

עומק הבעיה חורג ממספר המסלולים : גם אם יוכפל מספרם, כל עוד ניצבים מאחוריהם אותה ועדת השקעות ואותו מנהל ראשי, קיים חשש למונוליטיות, מה גם שרוב הלקוחות ורוב הכסף עדיין נמצאים במסלול הכללי או תלוי הגיל. יתר על כן, מנהל ההשקעות הראשי נמדד ומתוגמל לעיתים ביחס לקבוצת הייחוס (מיקומו בטבלת התשואות) — תמריץ אשר עלול לעודד אותו להיצמד להחלטות עמיתיו ולא לחרוג מהן. כך, הריכוז ברמת הגוף (מנהל אחד לכל הכסף) והתמריץ ברמת השוק (היצמדות לקבוצת הייחוס) פועלים באותו כיוון — צמצום השונות.

8.4. עדריות והטיית ביתיות — מונוליטיות חוצת-גופים

על המונוליטיות שבתוך הגוף מצטרפת מונוליטיות חוצת-גופים, שמקורה בהתנהגות מתועדת בספרות של מנהלי ההשקעות המוסדיים. אפקט העדר — (Herding) חיקוי החלטות ההשקעה של מנהלים אחרים — הוסבר במודל המוניטין של Scharfstein ו-⁴⁴ Stein כאסטרטגיה רציונלית להגנה על מקום העבודה : מבנה תמריצים המעניש חריגה עצמאית שנכשלה, אך סולח לטעות "יחד עם העדר", מה שמועצם על ידי פרסום טבלאות תשואה השוואתיות. לממצאים אלו יש תימוכין אמפיריים גם בישראל : בנק ישראל מצא כי מידת הדמיון בתיקי הנכסים הסחירים המקומיים של הגופים המוסדיים גבוהה מאוד. לפי הבנק, הדמיון נובע בין היתר ממיעוט נכסים להשקעה, אך ככל הנראה גם מהתנהגות עדרית, שאחד מהסבריה המרכזיים הוא השוואת הביצועים לגופים המתחרים והחשש ממעבר לקוחות : לחברה המנהלת תמריץ להידמות למתחרותיה כדי שלא תבלוט לרעה, גם במחיר שלא תבלוט לטובה.⁴⁵ לצדו פועלת הטיית הביתיות — (Home Bias) המתבטאת בהעדפת השקעות בשוק המקומי. עם זאת, שיעור נכסי חו"ל בתיקי הגופים המוסדיים צמח משמעותית בשנים האחרונות, ולפי בנק ישראל מידת הדמיון בתיקי חו"ל נמוכה משמעותית מזו שבתיק המקומי — אם כי עדיין גבוהה ביחס לתבחינים הקיימים.⁴⁶

9. החצנות וסיכונים מערכתיים בניהול ההשקעות המוסדי

המונוליטיות ההשקעתית עלולה לייצר סיכונים החורגים מן התשואה של החוסך היחיד ומשליכים על המשק הישראלי. כאשר מנהל השקעות יחיד מכריע עבור מסת נכסים עצומה, עלות טעותו אינה מוגבלת לחוסך בודד אלא נפרשת על פני כלל לקוחותיו בו-זמנית — ופוגעת בחיסכון החשוב ביותר של כל אחד מהם, זה המיועד לפרנסתו בזקנתו. "עלות הטעות" של מקבל החלטות בודד גדלה, אפוא, ביחס ישר להיקף הנכסים הנתונים לשיקול דעתו : ככל שמעטים המנהלים וגדול הכסף שבידיהם, כן מתעצמת החשיפה של הציבור לכל שגיאה שיטתית. בנק ישראל הצביע על כך שדמיון רב בתיקי הנכסים עלול לשמש ערוץ להעברת זעזוע משמעותי ולהפיכת אירוע נקודתי לאירוע כלל-מערכתי, בין היתר באמצעות מנגנון "מכירות החיסול" (fire sales) בעתות משבר.⁴⁷

⁴⁴ David S. Scharfstein & Jeremy C. Stein, Herd Behavior and Investment, 80 Am. Econ. Rev. 465 (1990); ולעניין הטיית הביתיות ראו Kenneth R. French & James M. Poterba, Investor Diversification and International Equity Markets, 81 Am. Econ. Rev. 222 (1991).

⁴⁵ תיבת בנק ישראל (2022), לעיל ה"ש 23, בעמ' 1, 6 ו-9.

⁴⁶ תיבת בנק ישראל (2022), לעיל ה"ש 23, בעמ' 1, 4 ו-8.

⁴⁷ תיבת בנק ישראל (2022), לעיל ה"ש 23, בעמ' 1 ו-9.

אפקט זה מתעצם בעת קיומה של העדריות: כאשר המנהלים המוסדיים נוטים להחלטות מתואמות, טעות שיטתית אינה מבודדת בגוף אחד אלא משותפת לכולם — וכלל החוסכים במשק חשופים אליה באותו רגע.⁴⁸

תוצר לוואי נוסף הוא היווצרותם של גופים "גדולים מכדי ליפול": חמשת עד עשרת הגופים הגדולים מנהלים נתח כה מהותי מן החיסכון הלאומי, עד שכשל תפעולי או פיננסי של אחד מהם עלול ליצור פגיעה בביטחון הסוציאלי של מאות אלפי ואף מיליוני לקוחות. מצב זה יוצר גם סיכון מוסרי — (Moral Hazard) ציפייה מובלעת לגיבוי מדינתי בעת משבר, המחלישה את משמעת השוק.

מן העבר האחר, אין להתעלם מן היתרונות שברכיו ובגודל, שאותם עלולה הפרגמנטציה לכרסם. גופים גדולים נהנים מיתרון לגודל בניתוח ההשקעות, מכוח מיקוח מול מנפיקים ומנגישות לעסקאות גדולות ולנכסים לא-סחירים; ופיקוח על מספר מצומצם של גופים גדולים אפקטיבי יותר, מבחינת הרתעה, מפיקוח על מאות ישויות קטנות.

10. פתרונות למונוליטיות ההשקעית

ככל וימצא באופן אמפירי (מחקר אשר נייר זה אינו עוסק בו) כי המונוליטיות ההשקעית היא סיכון המחייב התערבות במבנה השוק, ניתן לבחון חלופות המגבירות את פרגמנטציית ההשקעות בפועל, באמצעים שונים:

10.1. תקרת השפעה למנהל השקעות יחיד

חלופה אפשרית היא הטלת תקרה על היקף הכסף שמנהל השקעות (או ועדת השקעות) יחיד רשאי לנהל. פתרון זה מבוסס על העקרון הקבוע בחוק הפיקוח על הגמל, לפיו במיזוגים ורכישות של גופי גמל לא יעלה חלקו של הגוף הממוזג על 15% משוק החיסכון לטווח ארוך⁴⁹. ואולם, המעשיות של פתרון זה מוגבלת.

אופן אחד בו ניתן ליישם רעיון זה הוא דרישה מהגופים המוסדיים לפצל את קבלת ההחלטות ההשקעיות בין כמה מנהלי השקעות וועדות השקעה. ואולם, אין זה סביר שגוף מוסדי יחזיק שני "כוכבי" השקעות מקבילים ועצמאיים אשר יתחרו זה בזה בתוך אותה חברה- על כל המגבלות הפנים תאגידיות והמוניטיניות הכרוכות בדבר.

אופן נוסף ליישום הרעיון הוא יצירת מגבלת גודל אבסולוטית לגוף מוסדי מתוך שוק החיסכון לטווח ארוך, אך גם חלופה זו אינה חפה מקשיים- אין הצדקה כלכלית להקמה כפולה של תשתיות תפעוליות, אקטואריות ומשמורתיות נוספות רק כדי לגוון את רכיב ההשקעה.

בנוסף למגבלות הפרקטיות האמורות ביישום ההפרדה, קיימת הסתייגות מתודולוגית נוספת: פיזור שיקול הדעת ההשקעתי אינו מפחית את המונוליטיות באופן ליניארי, ואף אינו מספיק כשלעצמו. כל עוד נותרים בעינם הגורמים המעודדים עדירות מלכתחילה — ובראשם פרסום טבלאות תשואה

⁴⁸ דוח הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות (משרד האוצר, ספטמבר 2022) עמד על הסיכון הסיסטמי הנובע מריכוז ניהול הנכסים בידי מספר מצומצם של גופים.

⁴⁹ ההגדרה "החזקה מהותית בתחום החיסכון לטווח ארוך" — שליטה בנתח שוק העולה על 15% מסך נכסי החיסכון לטווח ארוך — קבועה בחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005.

השוואתיות, מבני תגמול המתמרצים היצמדות לקבוצת הייחוס וזרם השקעות משותף שאליו נחשפים כלל המנהלים באותה עת — עלולים גם מקבלי החלטות רבים להתכנס להחלטות דומות⁵⁰.

10.2. הוספת מסלולים ויצירת אפיקי השקעה מובהקים

חלופה נוספת היא הרחבת מנעד המסלולים והסרת מגבלת הכמות שלהם ויצירת אפיקים מובהקים ומובחנים, בדומה למודל קרנות הנאמנות, תוך עידוד הציבור לבחור מסלול (או עירוב מסלולים) התואם את טעמיו (במישרין או באמצעות מתווכים פיננסיים בעלי התמחות בניהול השקעות לטווח ארוך).

יתרונה של חלופה זו כפול: היא מאפשרת ללקוחות לבחור מבין יותר אפיקי השקעה בהתאם לטעמם האישי (ובכך מושגים גם גיוון ללקוח וגם פרגמנטציית השקעות), ואף מאפשרת עירוב מסלולים מושכל על ידי הלקוח (או יועצו-) היות והוא מסוגל לאבחן את הרכבם ופרופיל הסיכון שלהם (לעומת המצב הנוכחי בו תתכן חשיפת יתר או חשיפת חסר לאפיק או סוג נכס, בשל חוסר השקיפות בהרכב המסלולים). כתוצאה מהבחירה בין יותר חלופות, אותה מסת כסף תחולק בין יותר אפיקי השקעה השונים זה מזה, ובכך גם תופחת המונוליטיות.

זווית גישה נוספת לרעיון מסדר זה, היא הקטנת האינטרוול שבמסלולים תלויי גיל, ויצירת מסלולים לפי שנת יעד לפרישה, במקבצים קטנים יותר מהמקובל כיום- טווחים של 5-10 שנים למשל.

10.3. חיזוק הניהול העצמאי: קופת הגמל בניהול אישי

חלופה שלישית, המעמיקה את הגיוון עד לרמת הפרט, היא חיזוק מוצר קופת הגמל בניהול אישי-IRA. כאן שיקול הדעת ההשקעתי עובר לחוסך עצמו (תחת מגבלות ההשקעה הקבועות בתקנות, המחייבות, בין היתר, פיזור ראוי על מנת להימנע מסיכון כספי פנסיה) או למנהל תיקים מורשה מטעמו ובכך מושגת הפרגמנטציה העמוקה ביותר האפשרית: ריבוי אמיתי של מקבלי החלטות, שכל אחד מהם מכריע עבור תיק ההשקעות הפנסיוני שלו.

חסרון מהותי של החלופה, נכון להיום, הוא חסם ההיצע והזמינות של מוצר זה לקהל הרחב, המוצע על ידי יצרנים בודדים בלבד, כאשר נכון ל-2026, רק אחד מהם פתוח להצטרפויות מהקהל הרחב, והאחרים (שלושה-ארבעה יצרנים) מתנים את ההצטרפות בהיקף נכסים מנוהלים. כך, "מוצר" קופת הגמל בניהול אישי הוא מוצר שיש לו ביקוש, אך חסר בו היצע. שני גורמים עיקריים עשויים להסביר זאת:

עבור גוף מוסדי קיים, מוצר הניהול האישי הינו מוצר נחות לעומת הקופות המסלוליות: היות שעל פי התקנות לא ניתן לתגמל בגינו סוכנים, ערוצי ההפצה שלו נחותים, דמי הניהול שבו נמוכים ביחס לקופות המסלוליות ומערך התפעול שלו שונה ומורכב לעומת ניהול קופות מסלוליות, על שום כך לגוף המנהל כבר כיום קופות מסלוליות, קשה להצדיק הקמת קו פעילות חדש כזה.

מנגד, גוף מוסדי המבקש לספק אך ורק מוצר גמל בניהול אישי מתקשה להגיע לייצוב כלכלי. מבחינת דוחותיהן הפומביים של חברות הפעילות כיום בתחום זה בלבד (גלובלנט גמל ואקטיון גמל)

⁵⁰ השפעת הביזור על העדריות אינה ליניארית אלא תלויה בוויסות הגורמים המעוררים אותה — פרסום טבלאות תשואה השוואתיות, מבני תגמול יחסיים וזרם השקעות משותף למשל

הוצאות ההנהלה והכלליות הבסיסיות של גוף IRA (לאחר עלויות ההקמה) מוערכות במיליוני ש"ח בשנה⁵¹ – לרבות עמידה בהון עצמי רגולטורי בעת הפסד תפעולי. בשוק שבו דמי הניהול צונחים לכיוון 0.2%, ובהיעדר עמלות סוכן המניעות שיווק, קשה מאוד לשחקן חדש לצבור תיק של מיליארדי \$, המגלם נקודת איזון.

התוצאה המתחזרת: מדובר במוצר בעל ערך צרכני, אך ללא גורם בעל תמריץ לייצרו ולהפיצו. על שום כך, אציע להלן שתי חלופות המגבירות את נגישותו של מוצר זה.

11. בסיס לרפורמת גיוון ההשקעות הפנסיוניות עקרון ה-Unbundling

נייר זה מציע בסיס לרפורמה שתסייע בגיוון ההשקעות, גם לטובת טעמי הצרכן וגם לטובת הפחתת המונוליטיות. זאת, על בסיס יצירת פריקות במוצר הפנסיוני לעומת אופן הצעתו כיום – והוספת יצרנים באמצעות הפרדה מבנית בין "ארנק" פנסיוני (רכיב התפעול והמשמורת), בין רכיב הביטוח לבין ניהול ההשקעות.

הארנק – תשתית יציבה, מפוקחת ובעלת יתרונות לגודל – מנתק את עצמו משיקול הדעת ההשקעתי, ומעליו "יושבת" שכבת השקעה מבוזרת ומגוונת: החוסך עצמו, מנהל תיקים מטעמו, או קרנות מתמחות (כגון קרנות נאמנות המנוהלות לפי שנת יעד לפרישה). מבנה זה משמר את היציבות והיעילות במקום שבו הן חשובות (משמורת וביטוח), ומפצל ומבזר את רכיב שיקול הדעת ההשקעתי.

לשם כך, אבקש להציע שתי חלופות של יצרני "ארנק פנסיוני" כזה, בנוסף לחברות המציעות כיום IRA. "הארנק" הפנסיוני: הבנקים המסחריים (ובתנאים מסויימים גם נותני שירותי תשלום מפקחים), ו"עמיתים" – הגוף המנהל את קופות הגמל הוותיקות שבהסדר.

11.1. חלופה א': הפעלת הארנק בידי "עמיתים"

חלופה אחת היא הפעלת הארנק הפנסיוני על גבי התשתית הממשלתית של "עמיתים" – הגוף המפעיל את הקרנות הוותיקות. יתרונה בכך שהיא נשענת על תשתית קיימת ומתוקצבת, וכבר מתמחה בפעילות תפעול קופות גמל, לרבות IRA, בהקשרים דומים (בין היתר בשל הניסיון הנצבר שלה כ"מנהל המיוחד" בקופות הגמל של לקוחות "סלייס"). ואולם, לחלופה זו חיסרון מובנה: היא יוצרת תלות במוצר חצי-ציבורי/ממשלתי, אשר עשוי להפוך לספק יחיד של המוצר, תוצאה שכשלעצמה אינה מיטבית מבחינת תחרות.

11.2. חלופה ב': הפעלת הארנק בידי המערכת הבנקאית

החלופה המשלימה לחלופת "עמיתים" היא הפעלת הארנק הפנסיוני גם בידי המערכת הבנקאית, בה יתחרו הבנקים (ובתנאים מסויימים – גם נותני שירותי תשלום מפקחים) זה בזה על הצעת המוצר. אציין כבר כעת כי לשיטתי, חלופה זו אינה פוגעת בתכליות ועדת בכר: הבנק אינו קובע את ההשקעות, אלא, הלקוח עצמו, או מנהל תיקים שאינו קשור לבנק, הוא המחליט – ובכך נמנע ניגוד העניינים המובנה שהצדיק את ההפרדה המבנית לכתחילה.

⁵¹ האומדנים הם בסדר גודל ומבוססים על מבנה העלויות האופייני לחברה מנהלת קטנה; הם נועדו להמחיש את חסם הייצוב הכלכלי ולא לשמש נתון מדויק.

הבנקים הם גופים פיננסיים מפקחים יציבותית, בעלי תשתית משמורת ותפעול מוגנת מפני סיכונים סייבר, המשכיות עסקית, מעילות והונאות ויתר ראשי הסיכון הפיננסיים הקשורים במשמורת, והמוצר המבוקש דומה במהותו לחשבון ניהול תיק ניירות ערך סטנדרטי, בתוספת רכיב רישומי ותפעולי פנסיוני של הפקדות, משיכות ומיסוי.

הדמיון בין המוצר המבוקש לבין חשבון ניהול תיקי ניירות ערך רגיל הוא מהותי: הבנק כבר מפעיל כיום עבור לקוחותיו חשבונות משמורת וניהול תיקים, לרבות דיווח, סליקה והגנת נכסים; הרחבת יכולת זו למוצר פנסיוני בניהול אישי היא הרחבה טכנית של פעילות קיימת, ולא כניסה לתחום זר.

על שום כך, ההבחנה מתקופת טרום-בכר חדה: אז היה הבנק גם יצרן המוצר וגם מנהל ההשקעות בפועל, ומכאן ניגוד העניינים; כעת הבנק הוא אך ורק ערוץ תפעול ומשמורת, בעוד שיקול הדעת ההשקעתי נותר בידי הלקוח או מנהל התיקים חיצוני.

בנוסף, סוכנויות הביטוח של הבנקים (המורשות כיום בביצוע ייעוץ פנסיוני, ומכירת ביטוח אגב משכנתא) יוכלו להציע רכישת כיסוי לאובדן כושר עבודה ולריסק במסגרת קולקטיבים שיוקמו, ובכך ניתן יהיה להשוות את תנאי המוצר לאלה של קרן הפנסיה ולוודא כי גם בבחירת גמל בניהול אישי החוסך אינו נפגע ביטוחית. אגב כך גם ניתן לפתור את הארביטראז' הרגולטורי ומגבלת אי-זמינות מוצר הגמל לשכירים שתוארה בשער השלישי.

מבחינה תפעולית יפעל מודל הארנק הבנקאי כך: הלקוח פותח חשבון חיסכון פנסיוני בניהול אישי בבנק המשמורן; ההפקדות (מן המעסיק או מן העצמאי) נקלטות ומושקעות לפי הוראות הלקוח או מנהל התיקים מטעמו; הבנק מטפל במשמורת הנכסים, בסליקה, בתחשיבי המס, בדיווח התקופתי ובניוד; ולצד אלו מוצע ללקוח, כרובד נפרד ואופציונלי, כיסוי ביטוחי קולקטיבי (אובדן כושר עבודה וריסק) בתנאים המשתווים לקרן פנסיה. כל רכיב מתומחר בנפרד ובשקיפות, והלקוח רואה בזמן אמת את נכסיו — בשונה מן הדוח הרבעוני המצומצם הנהוג כיום.

יודגש, כי יישום חלופה זו יצריך אימוץ מנגנוני הפרדות מבניות וחסימות זרימת מידע עודף, על מנת להימנע ממצב של שליטה של הבנק בלקוח, שכן כלל מעגלי החיים הפיננסיים שלו מנוהלים בו (במצב בו הלקוח בוחר לנהל את הארנק הפנסיוני בחשבון הבנק העיקרי שלו), ומתלות מוחלטת של הלקוח בבנק זה, ותופעות נלוות כגון סבסודים צולבים, שימוש אסור במידע וכיו"ב, סוגי סיכונים שקיבלו התייחסות נקודתית בצמתים דומים בעבר.

12. רובד ניהול ההשקעות בקופת גמל בניהול אישי

חיזוק מוצר ה-IRA, לרבות באמצעות שילוב הבנקים משתלב במגמה רחבה של אינדיבידואליזם פיננסי — בשנים האחרונות חלה עליה בפופולריות חשבונות השקעה עצמאיים המנוהלים בידי הפרט, כחלק ממגמת אוריינות פיננסית של מקטעים מסוימים באוכלוסייה⁵².

בתוך כך, הבנקים כבר מפעילים כיום חשבונות ניהול תיקי ניירות ערך עבור לקוחותיהם, כך שהמעבר להפעלת ארנק פנסיוני בניהול אישי הוא הרחבה טבעית של יכולת קיימת, המעצימה את שליטת החוסך בכספו. מניעת אפשרות זו עלולה להביא להקטנת אימוץ המוצר על ידי הלקוחות.

⁵² למגמת העלייה בחשבונות המסחר העצמאי ראו נתוני הבורסה לניירות ערך בתל אביב.

פער ההיצע-ביקוש אף מתחדד עם הזמן: ככל שגובר האינדיבידואליזם הפיננסי וזמינות המידע, וככל שדור צעיר ומעורב יותר נכנס לשוק החיסכון, גובר הביקוש למוצרים מותאמים אישית, בעוד ההיצע, הכבול ברשימת המסלולים הסגורה ובהיעדר תמריץ להפצת הניהול האישי, נותר מוגבל.

ואולם, היות ומדובר בנכס פיננסי המשקף את עיקר הביטחון הסוציאלי של החוסך, ועל מנת לאזן בין חופש הבחירה לבין הגנת החוסך, מוצע לתחום את רובד ניהול ההשקעות בקופת הגמל בניהול אישי בשלושה אופנים, המהווים התאמות והרחבות לקבוע בתקנות המסדירות את ניהול ההשקעות ב-IRA כיום.⁵³

12.1. לקוח המנהל בעצמו — חשיפה למדדים מובילים או קרנות מתמחות

מוצע כי חוסך המנהל את כספי החיסכון הפנסיוני⁵⁴ שלו בעצמו (ואינו משקיע כשיר בהתאם לתוספת הראשונה לחוק ניירות ערך או עומד בתנאי הסף הכמותי הקבוע בתקנות כיום, הנמוך מביניהם) יוגבל להשקעה במדדים מובילים בלבד כגון אלו המוכרים כבר היום למסלולי ההשקעה-Russell 2000, S&P500, NASDAQ ומדדים מובילים נוספים, ואף מפוזרים וסחירים יותר כדוגמת מדדי MSCI גלובליים, ובלבד שהמנפיקים של המוצרים הינם מפוקחים ורשומים למסחר במדינות מובילות, כפי שיקבע בהוראות הדין.

תחת רשימה סגורה ומצומצמת, ניתן להתיר מנעד רחב יותר של מדדים מאלו הזמינים במסלולים כיום, ולהבטיח פיזור באמצעות הגבלת השיעור המרבי מן התיק שיושקע בכל מדד או מוצר בודד, בדומה למגבלות הקיימות כבר כיום על שיעור ההשקעה במניה בודדת או בקרן סל בודדת בקופת גמל בניהול אישי.

כמו כן, ניתן יהיה להשקיע בקרנות נאמנות ייחודיות המותאמות ליעד פרישה- כפי שיפורט להלן. בכך נשמרת נזילות ופיזור, ומצטמצם הסיכון הנובע מהחלטות בלתי-מיומנות של משקיע לא-מקצועי, כמו גם חשיפה לנכסים "רעילים" שאיפיינו את הכשלים הקודמים בתחום זה, ובכללם פרשת סלייס.

12.2. תחרות במקטע ניהול ההשקעות- קרנות נאמנות מתמחות לפי יעד פרישה

לצד ניהול עצמי, לקוח יוכל להשקיע בקרנות נאמנות ייעודיות לפרישה, לפי שנות פרישה מוגדרות מראש⁵⁵. נכון להיום קרנות כאלו לא קיימות בישראל- שכן החיסכון הפנסיוני מתנקז אל מסלולי ההשקעה המוסדיים. פתיחת שוק חדש לקרנות נאמנות כאלו, המפוקחות כיום על ידי רשות ניירות ערך, תאפשר כניסת מתחרים נוספים במקטע ניהול ההשקעות, מה שיגדיל בתורו את הפרגמנטציה.

רפורמת "קרנות הגידור בנאמנות" המקודמת במהלך 2026 שמטרתה לאפשר למנהלי קרנות נאמנות סחירות להחזיק גם בנכסים לא סחירים (נדל"ן, תשתיות וחוב פרטי), הינה תשתית המאפשרת יצירת תיקי נכסים מאוזנים ומגודרים ביחס לסיכונים שוק, כמקובל כיום בעולם החיסכון לטווח ארוך.

⁵³ תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (קופת גמל בניהול אישי), תש"ע-2009
⁵⁴ ביחס לקרנות השתלמות ניתן לבחון קריטריון מקל ומותאם, שיאפשר גם ניהול תיק השקעות מבוסס נכסים שאינם מפוזרים ביסודם.

⁵⁵ קרנות יעד פרישה (Target-Date Funds) נפוצות בתוכניות 401(k) בארצות הברית ומשמשות בהן כמסלול ברירת מחדל כשיר (QDIA); הן מתאימות אוטומטית את תמהיל הסיכון ככל שמתקרב מועד הפרישה.

במקטע זה תידרש התאמה לעניין מועדי הניודים הנכנסים והיוצאים במבנה הפנסיוני הנוכחי, אל מול מועדי ההצטרפות והיציאה מקרנות הנאמנות הייעודיות, וכן התאמה במנגנון פרסום התשואות, כדי לאפשר השוואה צרכנית מלאה ושקופה.

12.3. מנהלי השקעות בעלי רישיון ניהול תיקים בלבד

שיקול הדעת ההשקעתי, ככל שהוא מואצל לגורם מקצועי, יימסר אך ורק למנהלי תיקים או יועצי השקעות אובייקטיביים בעלי רישיון לפי חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות⁵⁶ — ולא לכל יועץ פיננסי אחר. בכך מובטח כי הגורם המנהל כפוף למשטר רישוי, פיקוח וחובות אמון מוכר. זאת ועוד, מנהלי תיקים אלו יידרשו לסדרת בירור צרכים מותאמת לניהול תיק חיסכון פנסיוני, לאור המאפיינים הייחודיים שלו לעומת תיק חיסכון מתוך ההכנסה הפנויה.

בשולי הדברים מוצע לבחון התאמות ברישוי מתווכים פיננסיים אחרים העוסקים בחיסכון הפנסיוני, ובפרט כאשר המלצתם ללקוח אינה על מסלול או מוצר השקעה יחיד, אלא עירוב של מספר מסלולי או מוצרי השקעה, הדורש בחינת חשיפות בתיק בכללותו.

13. מהלכים משלימים נדרשים

כדי שהמהלך יגשים את תכליתו, נדרשים מספר מהלכים משלימים:

13.1. יישור מגרש ההפצה

יש לשקול ליישר את מגרש ההפצה כך שכלל הערוצים: סוכנויות עצמאיות, סוכנויות הבנקים והיצרנים עצמם, יורשו להציע את מלוא מנעד המוצרים לפי אינטרס אחד בלבד: טובת הלקוח. כל עוד מבנה התגמול מטה את ההפצה בין מוצרים, יונצחו כשלי התיווך שתוארו בשער השלישי, ומוצרי הגיוון יודרו הלכה למעשה. עם זאת, ייתכן שעיקר החסם אינו במנגנוני ההפצה אלא בהיעדר מודעות ציבורית לקיומן של החלופות. לפיכך, לצד בחינת מבנה ההפצה — ובעדיפות לה — נדרש מהלך של חינוך שוק: פרסום והסברה ציבוריים, בהובלת הרגולטור או בשיתוף היצרנים, שיציגו לציבור את חלופות ההשקעה העומדות לרשותו, ובכללן קופת הגמל בניהול אישי.

13.2. חובת גילוי

לצד יישור המגרש, יש לבסס חובת גילוי קונקרטית: על הגוף המפיץ (בין אם מדובר במתווך או ביצרן עצמו) לגלות ללקוח, בעת ההצטרפות, את קיומם של מוצרים פנסיוניים חלופיים שאינו מציע (ובהם מוצרי ניהול אישי), את ההבדל המהותי ביניהם, ואת זהות מנהל ההשקעות בפועל ומבנה שכרו. גילוי כזה, המתועד ומהווה ראיה, הופך את הבחירה שלא לגוון לבחירה מודעת, ולא לתוצר של היעדר מידע או של הכוונת ערוץ ההפצה. זהו יישום של עקרון 'הגילוי ככלי עבודה בידי הצרכן', המשלים את הפתרון המבני, הגם שאינו פתרון מושלם.

⁵⁶ חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995, מסדיר את רישוי מנהלי התיקים וחובותיהם כלפי לקוחותיהם.

לבסוף, למעסיק שמור תפקיד מגביל: עליו להימנע מתיעול עובדיו למוצר או ליצרן מסוים, ולהבטיח כי בחירת המוצר והמנהל נותרת בידי העובד, כפי שקובע הדין כיום.

14. סיכום עקרונות הרפורמה המוצעת

ניתן לגבש את עקרונות היישום לכדי מספר המלצות מדיניות קונקרטיות:

- (1) לתקן את האסדרה כך שתתאפשר הפעלת 'ארנק' פנסיוני בניהול אישי (IRA) על גבי תשתית בנקאית מפקחת (לרבות שחקני תשלומים מפקחים מסוימים), תוך הפרדה מלאה בין הבנק כמשמורן ומפיץ לבין שיקול הדעת ההשקעתי הנותר בידי הלקוח או מנהל תיקים מטעמו.
- (2) לחייב הצעת כיסוי ביטוחי קולקטיבי (אובדן כושר עבודה ושארים) לצד המוצר, בתנאים המשתווים לקרן הפנסיה, כדי להנגישו גם לשכירים הכפופים לצו ההרחבה.
- (3) ליישר את מגרש ההפצה ולנתק את תגמול המפיצים מסוג המוצר או זהות היצרן, כדי למנוע את הדרתם של מוצרים מסוימים.
- (4) להטיל חובת גילוי מפורשת ומוגברת על היצרנים והמתווכים.
- (5) לתחום את רובד ההשקעה כך שיתאים לתיק חיסכון לטווח ארוך- מדדים מובילים, קרנות נאמנות ייעודיות לפרישה, ומעורבות מנהלי תיקים ויועצי השקעות מורשים בלבד.
- (6) לקבוע מנגנון בחינה תקופתי (למשל אחת לשלוש שנים) של השפעת המהלך על השונויות בין התיקים ועל תשואות החוסכים.

15. סיכום

שוק החיסכון הפנסיוני המנדטורי בישראל מתאפיין במונוליטיות משולשת מבנית- ברמת הפירמה, ברמה המוצרית וברמה ההשקעית, שמקורה באסדרה אחידה ומפורטת המעצבת את המוצר, ובהטיות התנהגותיות מתועדות של מנהלי ההשקעות המוסדיים. בנוסף לפגיעה הצרכנית כתוצאה מתת גיוון מוצרי והשקעתי, המונוליטיות עלולה לייצר תוצרי לוואי מערכתניים: עלות הטעות המוגברת של מקבל החלטות יחיד, סיכון ההדבקה הנובע מן העדריות, וסיכון "גדול מכדי ליפול" של הגופים הגדולים.

ניסיון להתמודד עם המונוליטיות באמצעות הכלים המסורתיים — עידוד שחקנים חדשים וקטנים, מגבלות גודל או מכרזי ברירת מחדל — נתקל בחסמים מבניים: חסמי כניסה גבוהים, דמי ניהול נמוכים, וקריסות שהעלו את חסם הכניסה האפקטיבי ואף פגעו באמון הציבור ביחס לגופים קטנים וחדשים. פתרון חצי-מבני, כגון החלת "תקרה" על היקף הנכסים של מנהל השקעות יחיד, אינו מעשי, שכן הוא מחייב שכפול יקר של תשתיות תפעוליות.

נייר זה הציע בסיס לרפורמה, המבוססת על עקרון ה-Unbundling: הפרדת "הארנק" הפנסיוני (רכיב התפעול, המשמורת ומכירת הביטוח המשלים) מרכיב ניהול ההשקעות. הארנק יישען על תשתית יציבה, מפקחת ובעלת יתרונות לגודל, ובכללה, המערכת הבנקאית, בעוד שיקול הדעת ההשקעתי יפוזר בין ריבוי מקבלי החלטות: החוסך עצמו, מנהלי תיקים מורשים, וקרנות נאמנות

מתמחות כגון קרנות לפי שנת פרישה. מבנה זה מגשים פרגמנטציה של קבלת ההחלטות ההשקעיות וגיוון מוצרי ממשי, מבלי לפרק את האיגום הביטוחי-האקטוארי של הקולקטיב.

שילוב הבנקים כמפעילי הארנק אינו מחייה את ניגוד העניינים שביקשה ועדת בכר למגר — שכן הבנק אינו מחליט לאן יופנה הכסף — והוא עולה בקנה אחד עם נכונותם המתגבשת של המחוקק והרגולטור, כפי שבאה לידי ביטוי בהמלצות צוות גרדוס, לבחון מודלים משולבים ובלבד שיישמרו חוצצים מבניים בין ייצור המוצר להפצתו. לצד המהלך נדרשים צעדים משלימים — יישור מגרש ההפצה, חובות גילוי מורחבות, מגבלות על רובד ההשקעה, ונייטרליות המעסיק.

בכך מציע נייר זה חלופת מדיניות מדודה וברת-יישום: לא הלאמה, ולא הישענות עקרה על ריבוי שחקנים חדשים, אלא ניצול תשתית קיימת ויציבה כמצע לפיזור שיקול הדעת ההשקעתי ולהרחבת מנעד הבחירה של החוסך. מהלך כזה עשוי להפחית את הסיכון הסיסטמי הנלווה למונוליטיות, לשפר את התאמת המוצר לצורכי החוסך היחיד, ולמתן את ההשפעות המצרפיות של ההטיות ההתנהגותיות — מבלי לפגוע ביציבות המערכת ובאמון הציבור בה.

לבסוף, ראוי לסמן את גבולות ההצעה ואת כיווני המחקר הנדרשים. הפרגמנטציה אינה תרופת פלא: השפעתה על העדריות תלויה בוויסות מקביל של הגורמים המעודדים אותה, מידת אימוצו של המוצר בידי הציבור אינה ודאית, והמעבר מחייב היערכות רגולטורית, טכנולוגית וצרכנית. נדרשת אפוא בחינה אמפירית מלווה שתעקוב אחר השפעת המהלך על השונות בין התיקים ועל תשואות החוסכים, ותאפשר כיול מדיניות מתמשך.

ביבליוגרפיה

חקיקה

- חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל), התשס"ה-2005.
- חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ייעוץ, שיווק ומערכת סליקה פנסיוניים), התשס"ה-2005.
- חוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995.
- חוק השקעות משותפות בנאמנות, התשנ"ד-1994.
- החוק לקידום התחרות וצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013.
- החוק להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות בשוק הבנקאות (תיקוני חקיקה), התשע"ז-2017.
- חוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה ליישום המדיניות הכלכלית לשנות התקציב 2017 ו-2018), התשע"ז-2016 (חובת הפקדה לעצמאים).
- צו ההרחבה לביטוח פנסיוני מקיף במשק (ינואר 2008).

דוחות ופרסומים רשמיים

- רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון דוח הממונה על שוק ההון, החיסכון והביטוח לשנת 2024.
- הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות דוח הצוות לבחינת פרק ד' לחוק הריכוזיות – הפרדת תאגידים ריאליים מגופים פיננסיים (משרד האוצר, ספטמבר 2022).
- הצוות לבחינת האמצעים להגברת התחרות במערכת הבנקאית למגזר הקמעונאי ("צוות גרדוס") דוח מסכם (יולי 2025).
- בנק ישראל "יד ביד נצעד – בחינת הדמיון בתיקי הנכסים של הגופים המוסדיים ומשמעותו" דוח היציבות הפיננסית, המחצית השנייה של 2022, תיבה 3 (2022).
- מבקר המדינה היבטים בהתמודדות עם יוקר המחיה (2024).
- הוועדה לבחינת הגברת התחרותיות במערכת הבנקאות ("ועדת זקן") (2013).
- הוועדה להגברת התחרותיות בשירותים הבנקאיים והפיננסיים הנפוצים ("ועדת שטרוס") (2015).

ספרות

- לאה אחדות ואביה ספיבק מאפייני הרפורמה במערכת הפנסיה בישראל (2010).
- ראובן גרונאו הצדקות ההפרטה של מערכת הפנסיה בישראל.

Xavier Gabaix & David Laibson, Shrouded Attributes, Consumer Myopia, and Information Suppression in Competitive Markets, 121 Q.J. Econ. 505 (2006).

Jacob S. Hacker, The Great Risk Shift: The New Economic Insecurity and the Decline of the American Dream (2006).

Paul Heidhues & Botond Kőszegi, Behavioral Industrial Organization, in 1 Handbook of Behavioral Economics 517 (B. Douglas Bernheim et al. eds., 2018).

David Laibson, Golden Eggs and Hyperbolic Discounting, 112 Q.J. Econ. 443 (1997).

Annamaria Lusardi & Olivia S. Mitchell, The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence, 52 J. Econ. Literature 5 (2014).

Kenneth R. French & James M. Poterba, Investor Diversification and International Equity Markets, 81 Am. Econ. Rev. 222 (1991).

David S. Scharfstein & Jeremy C. Stein, Herd Behavior and Investment, 80 Am. Econ. Rev. 465 (1990).