



המרכז לפנסיה, ביטוח ופסיכולוגיה כלכלית,
אוניברסיטת בן גוריון

16.5.24

לכבוד:

מר שלומי הייזלר, מנכ"ל משרד האוצר

ראש הצוות לצמצום ארביטראז' רגולטורי במכשירי השקעה וחסכון לטווח קצר ובינוני

הנדון: מענה לקול קורא: מכשירי השקעה וחסכון לטווח קצר ובינוני (להלן: "הקול הקורא")

נכבדי,

נבקש להציג להלן מענה אפשרי לשאלות ולסוגיות שהועלו במסגרת הקול הקורא שבנידון, העוסק בסוגיה אשר אנו רואים בה חשיבות מהמעלה הראשונה, על פי מיטב ניסיונו וידיעותינו. טרם ניגש לדון בסוגיות שעל המדוכה, נפתח בהצהרה עצמית והקדמה.

הקדמה

הח"מ, פרופ' אביה ספיבק¹ ופרופ' דוד לייזר² מהמרכז לפנסיה, ביטוח ופסיכולוגיה כלכלית, אוניברסיטת בן גוריון, כותבים מענה זה, המוגש כאן במסגרת פעילות מחקרית אקדמאית, מטעם ועבור הציבור הרחב- בנטרול כל זיקה לגופים או ארגונים אשר תוצאות הצוות עשויות להשפיע עליהם. מטרתנו היא לתרום לעבודת הצוות בהיבטים המחקריים הרלוונטים לשאלות שבנידון, ובניסיון השטח הנצבר לגביהן. בהתאמה, נשמח גם לבוא ולהציג היבטים משלימים בפני הצוות.

מנקודת מבטנו, הנושא שעל סדר היום הינו ראשון במעלה בחשיבותו כציר מוביל בדיון על התיווך הפיננסי במוצרי השקעה שונים- מהכנסה פנויה ועד פנסיית חובה, ונסביר.

מוצרי ההשקעה ודרכי המכירה העומדים בבסיס הקול הקורא, הינם מוצרי השקעה הפונים לקהל בעל הכנסה פנויה להשקעה. אוכלוסייה זו הצליחה להשיג משאב כלכלי מספק, הפנוי להשקעה (להבדיל מאוכלוסייה המצוייה בחובות וזקוקה לאשראי) ואולי בעצם כך יש ללמד על יכולות אנליטיות ועסקיות גבוהות ביחס לכלל האוכלוסיה; בחרה להשקיע את המשאב הפנוי על מנת להשיא בגינו תשואה (ולא לבזבז אותו על צריכה שוטפת); ופנתה מיוזמתה ליועצים פיננסיים

¹ פרופ' אביה ספיבק הוא יושב ראש המרכז לפנסיה ביטוח ופסיכולוגיה כלכלית. היה ממקימי התוכנית לכלכלה וחברה ועמית בכיר במכון ון ליר בירושלים. בין השנים 2002 עד 2006 היה המשנה לנגיד בנק ישראל וקידם רפורמות חשובות בנושאי יציבות פיננסית ומערך התשלומים. שימש כראש המחלקה לכלכלה ודיקן הפקולטה למדעי הרוח והחברה באוניברסיטת בן-גוריון בנגב וכנשיא האגודה הישראלית בכלכלה. פרופ' ספיבק שימש כחבר בוועדות לאומיות רבות, כולל של מילגות אלון, פרס ישראל ופוסט-דוקטורט של יד הנדיב. הוא אחד מהחוקרים הבולטים בישראל בנושא הפנסיה, פרסם חוות דעת ומאמרים רבים העוסקים בבחינת הרפורמות הפנסיוניות שנעשו בישראל והצעות לשינויים עתידיים.

² פרופ' דויד לייזר הוא פרופסור אמריטוס במחלקה לפסיכולוגיה באוניברסיטת בן-גוריון בנגב. הוא בעל תואר ראשון במתמטיקה מהאוניברסיטה העברית והשלים לימודי דוקטורט בפסיכולוגיה באוניברסיטת ג'נבה שם היה עוזר מחקר של ז'אן פיאז'ה. הוא מתמחה בפסיכולוגיה כלכלית ושימש כנשיא החטיבה לפסיכולוגיה כלכלית באגודה הבינלאומית לפסיכולוגיה יישומית (IAAP). ושל העמותה הבינלאומית לפסיכולוגיה כלכלית (IAREP).



המרכז לפנסיה, ביטוח ופסיכולוגיה כלכלית,
אוניברסיטת בן גוריון

הנתפסים בעיניה כמומחים ומפוקחים, על מנת שינחו אותה לגבי ההשקעה המיטבית עבורה (לעומת אוכלוסייה פאסיבית ביחס ליתרות משאביה, אשר נוטה להשאירם בחשבון העו"ש, או לחלופין מבקשת להיעזר בגורמים לא מפוקחים לצורך ביצוע השקעות).

אוכלוסייה זו הצליחה להתגבר על שלל מחסומים פסיכולוגיים, התנהגותיים ופרקטיים בהם מכירה הספרות האקדמית בדגש על מחקרים קודמים של הח"מ, ואשר תוצאתם לרוב, לפי הספרות המוכרת, הינה פעולה לא אפקטיבית מבחינת יעילות פיננסית.

לעומת הגישה ההימנעותית- פאסיבית המודגמת לקרוב בספרות, ביחס לקבלת החלטות פיננסיות, האוכלוסייה המשקיעה במוצרי ההכנסה הפנויה אשר בבסיס הקול הקורא הפגינה אקטיביות ואוריינות פיננסית לכתחילה.

זו בדיוק האוכלוסייה שקובעי המדיניות צריכים לעודד, ולחזק את האמון שלה בביצוע השקעות מתוך המשאבים העומדים לרשותה, וככל ואוכלוסייה זו תאבד את אמונה בסקטור היועצים הפיננסיים המפוקחים, מקל וחומר שכלל האוכלוסייה (המתאפיינת בפאסיביות פיננסית, תת אוריינות פיננסית וגישה הימנעותית מקבלת החלטות השקעה) צפויה לאבד אמון יקר זה, וכפועל יוצא לדחות ולדחוק את ההחלטות הפיננסיות באופן המוביל לתת- מיטביות בניצול המשאבים, ובהתאמה לתועלת הציבורית בכלל. ובלשון אחר- אם בארזים נפלה שלהבת...

במסמך שלהלן, אנו מבקשים להתייחס אל צד הצרכן- הוא האדם בעל ההכנסה הפנויה הזמינה להשקעה במוצרים שבבסיס הקול הקורא, ומאידך אל צד היצרן למען הפשטות, אף כי צד זה מורכב משתי חוליות נפרדות ובלתי תלויות- חוליית התיווך המנגישה לצרכן סט מוצרים פיננסיים, וחוליית היצרן, המייצר את המוצר הפיננסי.

כריכת שתי חוליות נפרדות אלו נעשתה, במחשבה תחילה, היות ועל בסיס ניסיונו ומחקרנו, ריבוי ההטיות הקוגניטיביות והחסמים האישיותיים של הצרכן מקשים עליו לקבל החלטת השקעה, ומקל וחומר- להבין ולהפנים את רמות המורכבות המקצועית וניגודי האינטרסים של המתווך העומד מולו במעמד ההשקעה, ויצרן מוצר ההשקעה עצמו.

במחקרים קודמים שערכנו, העוסקים במודלים של קבלת החלטות פיננסיות, השפעה של חינוך פיננסי, ואפקטיביות של מתודות הקניית ידע פיננסי, מצאנו כי ככלל, הצרכן הפיננסי מתקשה לפעול בצורה אקטיבית לשם קבלת החלטה על המוצר הפנסיוני המועדף עליו, וכי הקניית ידע על דרך של גילוי נאות ללקוח אגב תהליך מכירה, הינה בעלת אפקטיביות מוגבלת מבחינת השפעה על מידת הרציונליות של קבלת ההחלטה.

ממצאים אלו, אשר יש בהם כדי ללמד על תהליך קבלת החלטת השקעה של לקוח במוצר חיסכון (לשיטתנו- גם כשמדובר בחיסכון מתוך ההכנסה הפנויה, ולא רק בחיסכון פנסיוני מנדטורי), בשילוב הניסיון המקצועי הנצבר של הח"מ בתפקידים במגזר הציבורי והפרטי, עומדים בבסיס המענה אותו נבקש להציג. ונתחיל במלאכה:



המרכז לפנסיה, ביטוח ופסיכולוגיה כלכלית,
אוניברסיטת בן גוריון

דיון בסוגיות- צד הצרכן

אנשים בכל הגילאים עומדים בפני החלטות כלכליות חשובות, שמורכבותן עשויה לגדול ככל שהשנים עוברות. קבלת החלטות מבוססת על דפוסי ההתנהגות הפיננסית של האדם. בעשורים האחרונים היתה התפתחות של המוצרים הפיננסיים שגורמת להם להיות מורכבים יותר וקשים יותר להבנה, גם על ידי מומחים ובודאי על ידי משקיע רגיל.

ניתן לסווג התנהגות פיננסית כמושפעת ממספר גורמים: גורמים חיצוניים, גורמים מצביים, יכולות קוגניטיביות וגורמים פסיכולוגיים (Maison, 2019).

יכולות קוגניטיביות

במחקרים נמצא כי יכולות קוגניטיביות מסויימות בתחום קבלת החלטות נחלשות עם הגיל. יכולות קוגניטיביות פלואידיות כמו סיבתיות, זיהוי תבניות ופתרון בעיות נמצאות בירידה הקשורה לגיל החל משנות ה-20 המוקדמות (Peters & Bruine de Bruin, 2012; Salthouse, 2004; Strough, 2004; Parker, & Bruine de Bruin, 2015; Zaval, Li, Johnson, & Weber, 2015).

הטיות קוגניטיביות

במקרים רבים הפרט לא פועל באופן רציונלי, כפי שהיה מצופה ממנו לפי התיאוריות הכלכליות הקלאסיות, בעקבות הטיות קוגניטיביות.

גורמים אישיותיים

תכונות אינדיבידואליות אשר החוקרים עוסקים בהן עשויות להיות לא ספציפיות או ספציפיות באופיין. התכונות הלא ספציפיות כוללות תכונות פסיכולוגיות שונות, בעיקר תכונות אישיות או טמפרמנט (למשל מוחצנות, נירוטיות, רגישות ללקיחת סיכונים, אופטימיות). מאפיינים ספציפיים, לעומת זאת, הם כאלה שקשורים לתחום הנחקר, במקרה זה לנושאים פיננסיים, ועשויים לכלול עמדות כלפי כסף, בנקים וביטוח;

אוריינות פיננסית

מעבר להשפעות קוגניטיביות ואישיותיות, חשוב לבחון גם את תפקידה של האוריינות הפיננסית על קבלת החלטות.

כל האמורים מלמדים על כך שהצרכן אינו מצוי בנקודת מצב מיטבית אובייקטיבית ורציונלית במעמד קבלת החלטה פיננסית, ומכאן שעל קובעי המדיניות לעצב מעמד זה בצורה המבטיחה את מיטביות ההחלטה עבור הלקוח, ולכל הפחות מזעור ניגוד העניינים של הגורם המתווך.

דיון בסוגיות- צד היצרן והמתווך

בסיסו של דיון זה הינו פשוט עד כדי פשטני. על מנת לבסס אמון, ועל מנת לבסס המלצה מקצועית ללא משא פנים ולטובת הלקוח, ברי כי המתווך הממליץ על המוצרים השונים חייב להיות אובייקטיבי.



המרכז לפנסיה, ביטוח ופסיכולוגיה כלכלית,
אוניברסיטת בן גוריון

אובייקטיביות כאמור מושגת על דרך של יישור האינטרסים בין הצרכן למתווך, ובין היתר באמצעות סנכרון מערך התמריצים ומניעת העדפת שיווק מוצר אחד על פני אחר, וכן על ידי כינון חובות משפטיות כגון חובת נאמנות וחובת תום לב אשר יאפשרו ללקוח אכיפה בדיעבד, מקום בו יוכיח כי המתווך פעל לרעתו ולצורך מיקסום תועלת אישית.

אנו קוראים לצוות להביא לשינויים בתוך המסגרת הקיימת, בלי לנסות לערוך שינויים מבניים – ניסיון אשר אין לו סיכוי לאור הכוחות והאינטרסים הקיימים בפועל. נזכיר כי רפורמות עליהן המלצנו ואשר הוצעו לפועל – פנסית החובה [משנת 2008] והחלפת האג"ח המיועדות בביטוח תשואה הצליחו להתממש בהיותן בתאימות עם האינטרסים שהיו קיימים במשק. יחד עם זאת נבהיר כי סוכני הביטוח מעניקים שירותים חשובים ללקוחותיהם ואין הכוונה לפגוע בפעילות סקטור זה. לדעתנו אינטרס מהותי של סוכני הביטוח הוא בכך שהציבור יראה אותם כגורמים אובייקטיביים אשר רק טובת הצרכן היא לנגד עיניהם.

נזכיר כי הדיון הוא ביחס למוצרים הנידונים במסגרת הקול הקורא, והם קופות גמל להשקעה, פוליסות חיסכון טהור וקרנות נאמנות, כאשר שני הראשונים משווקים לרוב על ידי סוכני הביטוח ואילו האחרון על ידי יועץ השקעות, שני סוגי בעלי רישיון לתיווך פיננסי- המוענקים על ידי רשות שוק ההון ורשות ניירות ערך, בהתאמה.

רמת מוצרי ההשקעה

מוצרי ההשקעה שנידונים בקול הקורא, הינם חלק מקטגוריית מוצרי השקעה רחבה יותר של מוצרי השקעה מתוך ההכנסה הפנויה. מאפייני הקטגוריה הינם הזמינות למשקיע הישראלי, והפיקוח כאן בישראל.

אנו רואים לנכון לסדר את הקטגוריה על ציר של מידת הפיזור בנכסים שבבסיס ההשקעה, יחד עם וודאות לגבי החשיפה לנכס³: בקצה הבלתי-מפוזר, והוודאי של הציר, משקיע יכול לבחור בניירות ערך החשופים לנכס בסיס יחיד (מניה, אגרת חוב, אופציה או נגזר אחר שערכם נגזר מתוצאותיו של מנפיק יחיד) או בפורזיציה במטבע חוץ מסוים, או במטבע וירטואלי יחיד, או באופציה בינארית על נכס יחיד וכדומה.

בהמשך הציר, נמצאת קטגוריה מפוזרת יותר, בה המשקיע יכול לצפות מראש באילו סוגי נכסים יושקע הכסף, לרוב על ידי מנהל השקעות מומחה. כאן ניתן למנות את קרנות הנאמנות (בין אם עוקבת מדד או בעלת מדיניות השקעה אקטיבית אחרת)- להן התחייבות תשקיפית לגבי מדיניות ההשקעות, במקרים מסוימים- גם קרנות השקעה פרטיות⁴, השקעה בצבר הלוואות במסגרת פלטפורמת P2P, וכן יצירת תיק השקעות מגוון- באופן עצמאי או באמצעות מנהל תיקים מורשה.

בקצה ציר הפיזור והוודאות מצויים, בין היתר, פוליסות חיסכון טהור וקופות גמל להשקעה, שם עיקר שיקול הדעת מועבר למנהל ההשקעות של הגוף המוסדי, ולמשקיע ישנה אפשרות מוגבלת

³ השקעות בפקדונות, מוצרים בנקאיים מובנים, קרנות כספיות ומכשירי הגנה מפני סיכונים מט"ח וריבית כלולים בדיון זה תחת אותם עקרונות.

⁴ תחת מגבלות דיני ניירות ערך לענין קיומה של חובת תשקיף



המרכז לפנסיה, ביטוח ופסיכולוגיה כלכלית,
אוניברסיטת בן גוריון

להשפיע על נכסי הבסיס שבהשקעה. מוצרים אלו מאפשרים לבחור במסלול או תמהיל מסלולים המוצעים על ידם, אך מידת המחויבות להרכב המסלול פחותה לעומת ההתחייבות התשקיפית של קרן נאמנות, ובפרט כשמדובר במסלולים כלליים או תלויי גיל, בהם מצוי מנעד רחב של נכסי השקעה, על פי שיקול הדעת של הגוף המוסדי, מה שמקטין את האפשרות לנהל תמהיל השקעות מתוכנן מראש.

הרעיון המסדר בבסיס הטיעון שלהלן, הינו כי מלבד מצבים בהם הלקוח בוחר בעצמו נכסי השקעה בדידים מהקטגוריה הראשונה, יתר מוצרי ההשקעה המתוארים מעלה הם מצבים בהם הלקוח מסתמך על שיקול דעת של מתווך פיננסי לענין פיזור ההשקעות שלו, בין אם המתווך הוא מנהל ההשקעות של הקרן או הגוף המוסדי, או שהמתווך הוא מנהל תיקים או יועץ השקעות, או מנהל פלטפורמת ה-P2P אשר יוצר את סולמות הדירוג לפיהם מאוגדים צברי ההלוואות המוצעים ללקוחות.

קיטוע הדיון לקרנות נאמנות, קופות גמל להשקעה ופוליסות חיסכון טהור כשלעצמה, מצמצמת את השיח ביחס למוצרי ההשקעה האחרים, ומתעלמת, בין היתר, ממוצר רביעי בעל מאפיינים דומים - תיק השקעות מנוהל או מיועץ על ידי מנהל תיקים או יועץ השקעות מורשה (וכן ממאפייני מוצרים מפוקחים זמינים אחרים, הנתפסים כאפיקי השקעה פנויה).

אנו סבורים כי יש להרחיב את יריעת הדיון לכל הפחות למלוא המוצרים המצויים בשתי הקטגוריות של הנכסים המפוזרים⁵. עם זאת, לצורך פשטות הדיון, אנו מקבלים את נקודת המוצא של הצוות לפיה מדובר בשלושה מכשירים נפוצים ביותר וזמינים למשקי בית, המאפשרים פיזור השקעות והינם ברי נזילות בטווח קצר.

רמת התיווך הפיננסי

עולם התיווך הפיננסי המורשה, נחלק, בכלליות, לשלושה סוגים עיקריים:

א. פעילות יועצי השקעות מורשים על ידי רשות ניירות ערך⁶: כללי האסדרה החלים עליהם מותאמים למתווך פיננסי העוסק בהתאמת השקעות ללקוח, בין אם מדובר בהשקעה בנכס יחיד כגון מניה בודדת, בנכס מפוזר כגון קרן נאמנות, או בבניית תיק השקעות המורכב מנכסים שונים ומותאם לצרכי הלקוח, בהתאם לאיפיון אותו ערך היועץ, ועל פי ניסיונו.

החובות המקצועיים של היועץ כלפי הלקוח משתרעים מרגע בירור הצרכים, עבור בחובות תיעוד ותפעול, ועד בחירת מוצרי ההשקעה המתאימים ביותר ללקוח. ואולם, הוראות הדין מגבילות אותם מלהציע ללקוח מוצרי השקעה מפוקחים אשר אינם נכללים בדין הרלוונטי מכוחו הם מוסמכים (כגון פוליסות חיסכון וקופות גמל, וכן מוצרים אלטרנטיביים אחרים כגון P2P - הזמינים דווקא לסוכני הביטוח), ובכך נפגמת יכולתם להציע תיק השקעות מיטבי ללקוחותיהם.

⁵ עולם ההשקעות בנכסי בסיס בדידים, המפורט בקטגוריה הראשונה, נכלל לצורך דיון זה כחלק מהדיון בתיק מנוהל או מיועץ.

⁶ מרבית היועצים עובדים תחת הסקטור הבנקאי, על פי מחקרי רשות ניירות ערך.



המרכז לפנסיה, ביטוח ופסיכולוגיה כלכלית,
אוניברסיטת בן גוריון

ב. פעילות סוכני ביטוח וסוכנים פנסיונים, אשר רובם עובדים כעצמאיים או תחת סוכנויות

תאגיד ובתי סוכן⁷ המורשים על ידי רשות שוק ההון, אותה ניתן לחלק לשני רכיבים:

1. תיווך במוצרים מורשים, על בסיס האסדרה הרלוונטית של רשות שוק ההון לגביהם:

גם בתחום זה, בדומה ליועצי השקעות, יצרה הרשות אסדרה ענפה ביחס לאופן מכירת המוצרים המפוקחים- פנסיה, גמל, השתלמות, ביטוח על סוגיו.

האסדרה מבוססת על גילוי נאות ללקוח, ועוסקת בהיבטים המוצריים הסטנדרטיים של שוק זה- ללא התאמה יעודית להיבטי ניהול השקעות בהתאמה לצרכי לקוח ספציפיים, מעבר להסבר על מסלולי ההשקעה הזמינים בגופים מוסדיים שונים, מתוכם הלקוח יכול לבחור להשקיע. ונדגיש- במעמד מכירת מוצר פנסיוני (אשר מובא כאן בהיקש למוצרי השקעה פנויה), מושם דגש על התאמת המוצר ללקוח במונחי כסויים ביטוחיים, דמי ניהול והיבטים מוצריים נוספים, כאשר בחירת מסלול ההשקעה הינה אחת מבין הפרמטרים, ולא עיקר הייעוץ בדומה לייעוץ ההשקעות.

ככלל, כאמור בדוח מבקר המדינה ביחס לפעילות רשות שוק ההון, שהתפרסם בינואר 2024, כ-80% מכלל החוסכים לפנסיה בוחרים במסלול השקעות תלוי גיל- אשר אמור להתאים בין מועד הפרישה שלהם לבין רמת הסיכון שבתיק, באחריותו של הגוף המוסדי, ומיעוט מהחוסכים בוחר במסלולי השקעה בעלי התמחות בנכסי בסיס מסויימים.

ככל הנראה תחת תודעה זו, גם במעמד שיווק מוצרי השקעה לטווח בינוני- קצר (פוליסות החיסכון וקופות גמל להשקעה), האסדרה לגבי חובות בירור הצרכים והתאמת מוצר ההשקעה ללקוח מצומצמת משמעותית לעומת זו החלה על יועצי ההשקעות. יתכן ויש בכך יעילות (על דרך של צמצום נטל רגולטורי), במקום בו ממילא הסוכן יכול להציע ללקוח רק מוצרים מפוקחים ומפוזרים, המנוהלים על ידי גופים מורשים ובהם מנהלי השקעות מורשים.

כך או כך, ברי כי הציבור יוצא נפסד ממצב בו בפוגשו יועץ פיננסי בעל רישיון, זה האחרון מוסמך להציע לו מנעד מצומצם של מכשירי השקעה מפוקחים.

2. פעילות לא מפוקחת למכירת מוצרי השקעה: בשונה מיועצי השקעות, סוכני הביטוח

והפנסיה אינם מנועים⁸ מלהציע ללקוחותיהם מוצרי השקעה אשר אינם מצריכים רישיון ייעוץ השקעות מאת רשות ניירות ערך. כך, יכולים סוכני הביטוח להציע ללקוח,

⁷ בדיון זה לא נרחיב את היריעה לענין בעלות גופים מוסדיים בסוכנויות, שכן המיקוד הוא ברמת הכפיפות והפיקוח על המתווך היחיד- בין אם מדובר במערך הציות של בנק, אליו כפופים רוב יועצי ההשקעות (על פי ממצאי בדיקת רשות ניירות ערך משנת 2023)*, ובין אם מדובר בסוכנות ביטוח עצמאית/ עבודה כיחיד, שהם פורמט העבודה הנפוץ בקרב הסוכנים, כפי שניתן ללמוד מהדוח השנתי של רשות שוק ההון, המפורסם באתר האינטרנט שלה.

⁸ תחת מגבלות הכוללות גילוי נאות במעמד המכירה.



המרכז לפנסיה, ביטוח ופסיכולוגיה כלכלית,
אוניברסיטת בן גוריון
למשל, השקעה במטבעות וירטואלים, פלטפורמות P2P, או כל מוצר השקעה שהתיווך
בו אינו טעון רישיון מאת רשות ניירות ערך.

לשיטתנו, מכלל מקטעי הדיון בהם עוסק הקול הקורא, מקטע זה - בו מתווך פיננסי הנחזה על ידי הלקוח להיות בעל רישיון יעודי, מומחיות מקצועית, וחובות זהירות (לכל הפחות) כלפי הלקוח, מציע לו להשקיע במכשירי השקעה, ללא אסדרה יעודית המתאימה למכירת מוצרי השקעות (לרבות חובות ברור צרכי לקוח ונימוק ההמלצה המקצועית, כללי מניעת ניגוד עניינים, אסדרת מבנה תגמול ועמלות), היא ארביטראז' רגולטורי לא מוסבר אשר עלול להוות כר פורה לפגיעה בציבור המשקיעים הרחב. למעשה כבר רואים כי יש זליגה מתחומים יותר מפוקחים לתחומים פרוצים יותר. זה מחזק את הצורך בראייה כוללת כפי שאנו אומרים כאן.
כאשר מוסיפים למשוואה את החשש כי מוצרים אלו אינם מפוקחים (לדוגמה - קרנות השקעה פרטיות), או מפוקחים אך ללא הגנות משקיעים יעודיות (כגון - זירות השקעה במטבעות וירטואלים, או P2P), גדל הסיכון לתוצאה הרסנית לציבור הרחב.

אנו סבורים כי יש לבחון את כל שלושת מקטעי התיווך האמורים (יעוץ השקעות, תיווך סוכן פנסיוני ביחס למוצרים פנסיונים והפניית לקוח על ידי סוכן פנסיוני למוצרים שאינם פנסיונים) תחת אספקלריה דומה, בשינויים המחויבים, כדי להבטיח שבמעמד בו הלקוח מסתמך על מתווך הנתפס בעיניו כמורשה וכפועל לטובתו. הדברים נכונים ביתר שאת, ביחס למקטע התיווך השלישי שהצגנו - הפניה של לקוח להשקעה במוצר לא מפוקח, תחת מסכת יחסי לקוח - סוכן שאינה מפוקחת.

יש ליישר את פני השטח בכל הקשור באסדרת מעמד מכירת ההשקעה, בחובות המשפטיות של המתווך, כללי התגמול וטובות ההנאה, וגם את הגילוי הנאות. נוסיף ונאמר כי מגזר סוכני הביטוח והיועצים הפיננסיים צריכים להיות מרוצים מרפורמה אשר תגרום לציבור להעמיק את האמון בהם. יתירה מזאת, מגזר זה ברובו מעניק שירותים חשובים לצרכנים ולכן הרפורמה שיש בה צורך חייבת לא לפגוע בבסיס הכלכלי של המגזר.

דיון משלים: על טכניקה וטכנולוגיה פיקוחית:

בפסקאות שלהלן נבקש להאיר זווית משלימה וקריטית לאפקטיביות הדיון ותוצאותיו.

מושכלת יסוד היא כי אסדרה, גם המיטבית והמתאימה ביותר למטרתה, אינה יעילה אם אינה מיושמת. על מנת להיות מיושמת, דרושה הרתעה מפני החשש מהפרת כללי האסדרה. הרתעה מושגת באמצעות אכיפה, וענישה ככל הנדרש, של המפר. אכיפה יכולה לבוע ממספר מקורות: אכיפה על ידי המדינה - הרגולטורים הפיננסיים, אכיפה פרטית - על ידי צדדים שנפגעו מההפרה ופנו לערכאות, ואכיפה עצמית - על ידי הישות המפוקחת עצמה.



המרכז לפנסיה, ביטוח ופסיכולוגיה כלכלית,
אוניברסיטת בן גוריון

אכיפה על ידי המדינה: למדינה סמכויות פיקוח, ביקורת ואכיפה נרחבות ביחס למתווכים הפיננסיים- יועצי ההשקעות וסוכני הביטוח. ואולם, הוצאתן לפועל בצורה מיטבית, תחת משאב מוגבל, מחייבת בחינה של תצורות העבודה מול ישויות אלו.

בסופו של יום, הן יועצי ההשקעות וסוכני הביטוח הינם יחידים הפועלים מול מיליוני לקוחות מדי יום. בחינה יחידנית של עמידת כל אחד מהם בכלל הוראות האסדרה היתה עד לפני מספר שנים משימה בלתי אפשרית. ואולם, אנו מניחים כאן (ונרחיב, במידת הצורך) את היעילות שבקביעת מערכות אכיפה דיגיטליות (Supervisory-Tech), המאפשרות התחברות ממסדי הנתונים של המפוקחים, וניתוח פעילויותיהם בכלים טכנולוגים, על מנת לאתר הפרות ואף לאכוף אותן בצורה אוטומטית. ממשקים כאלו, הדומים למצלמות תנועה בכביש, מוטמעים כבר היום בחלקים מהמערכת הפיננסית- כגון בקרת מסחר בבורסה, דיווחי רשות איסור הלבנת הון ומודל החשבונות הדיגיטליות שהוטמע אך לאחרונה.

אנו סבורים כי ניטור אוטומטי של פעילות אוכלוסיות המתווכים יהווה כשלעצמו הרתעה יעילה מפני הפרות, ויקל את אכיפתן. המצב הנוכחי, בו לפחות חלק מאוכלוסיית המתווכים, כפוף לביקורות אקראיות (אם בכלל, בשל קוצר משאבים), מפחית את ההרתעה בצורה מהותית. המחקר מראה שיעילות הרתעה היא פונקציה של הסיכוי להיתפס, הרבה יותר מאשר מחומרת הענישה.

אכיפה פרטית: התחזקות מגמת האכיפה הפרטית בסקטור הפיננסי, בדגש על תובענות ייצוגיות (בין אם בגין הפרת דיני ניירות ערך, או היבטים צרכניים של מוסדות פיננסיים- ובהם ביטוח פנסיה וגמל), פסחה על עולם התיווך הפיננסי שאינו מופעל באמצעות גוף פיננסי מסורתי- כגון בנק או גוף מוסדי. סיבות אפשריות לכך יכולות להיות חוסר במומחיות הנדרשת לזהות את הנזק הנגרם, חוסר כדאיות בתביעה- שכן מדובר בפיזור מתווכים (להבדיל מתביעה נגד מוסד אחד), קושי בהתארגנות התובעים וחשש מפני כוחו של הנתבע (במידה והלקוח חש "שבוי" בידיו, בשל חוסר אוריינות פיננסית).

תחת תובנה זו, שהינה תוצאה אפשרית של היות שוק התיווך מפוזר, ברי כי יש חשיבות יתרה באכיפה על ידי המדינה (שכן קיים כשל שוק ביכולת לאכיפה פרטית). לצד זאת, יש להגביר את מערכי הטיפול בתלונות לקוחות בקרב הרגולטורים, על מנת לתת מענה הולם להפרות.

אכיפה עצמאית: נכונותו של הגורם המפוקח לוודא בעצמו את עמידתו בהוראות הדין תנבע, לרוב, מהרצון להימנע מאכיפה חיצונית- על ידי המדינה או פרטית. מאידך, מבחינת יעילות- היא דורשת מהמפוקח עצמו להשקיע משאבים ועלויות (ובמקביל מפחיתה את המשאבים הדרושים מהמדינה או אוכפים פרטיים).

מתווכים הפעילים תחת גופים מוסדיים או בנקים, הינם חשופים לאכיפה מאת המדינה או לאכיפה פרטית- בשל כדאיות התביעה במצב של "טעות נגררת" וריבוי הפרות. לעומת זאת, בקרב המתווכים הפועלים באופן עצמאי או תחת סוכנויות קטנות- קטן משמעותית הסיכוי לאכיפה עצמית. על שום כך, מוצע להימנע מאסדרה המתבססת על אכיפה עצמית כקו הגנה



המרכז לפנסיה, ביטוח ופסיכולוגיה כלכלית,
אוניברסיטת בן גוריון

ראשון, אלא לכל היותר לאפשר מתן הקלות באכיפה במצב בו הגוף הוכיח כי נקט אמצעים סבירים להימנעות מההפרה.

לסיכום:

אמנם קול קורא זה התמקד בדיון תחום ביחס למקטע שוק מסוים, אך אנו מוצאים את הרחבת היריעה לגבי האסדרה החלה על מקטע זה כמתחייבת על מנת ליצור אסדרה ואכיפה קוהרנטיות ויעילות, לשם הגנה מיטבית על הלקוחות ושכלול השוק, וביתר שאת- ביחס למוצרי הפנסיה, אשר הינם מוצרים מנדטוריים שרכישתם מתחייבת לפי דין, להבדיל ממוצרי השקעה הפונים לקהל המשקיע יתרות נכסים פנויים המצויים בידו.

בברכה,

פרופ' אביה ספיבק ופרופ' דוד לייזר