

ד"ר מיכאל שראל
msarel@kohelet.org.il
ראש פורום קהלת לכלכלה

פורום קהלת (ע"ר)
עם ועולמו 8, ירושלים
9 ביוני 2024



התייחסות לקול קורא של הצוות לצמצום ארביטראז' רגולטורי במכשירי השקעה וחסכון לטווח קצר ובינוני

מיכאל שראל, יונתן סורוצקין

תיאור המצב הקיים והבעיות המרכזיות בו

כיום מוצעים לציבור המשקיעים והחוסכים בישראל מספר מכשירי השקעה וחסכון מנוהלים לטווח קצר ובינוני – פוליסות חסכון, קופות גמל להשקעה וקרנות נאמנות. מוצרים אלה דומים בכך שמטרתם לאפשר לציבור לחסוך ולהשקיע את הכנסתו הפנויה.

ישנם פערים רגולטורים רבים בין שלושת המכשירים:

- המסגרת הפיקוחית
- הרגולציה הנוגעת להפקדה
- הרגולציה הנוגעת למשיכה
- הרגולציה הנוגעת לניוד
- הרגולציה הנוגעת לקבלת הלוואות על חשבון החיסכון
- המסגרת המיסויית
- הגורמים המתווכים וחובות הגילוי

הבדלים אלה, הנוצרים עקב חקיקה של גופי האסדרה והאסדרה עצמה, יוצרים עיוותים רבים וחוסר יעילות ענפי הפוגעים הן ברווחת החוסכים והן בפעילות שוק ההון. שחקנים הפעילים בענף מנצלים את הפערים הרגולטוריים, מיעוט השחקנים בכל מוצר, ופערי המידע הקיימים על מנת לגרוף רווחים אשר לא היו מתקיימים בשוק משוכלל.

הפערים הרגולטוריים בין שלושת המכשירים מייצרים כשלי שוק רבים ופוגעים הן ברווחת החוסכים והן בתפקוד של שוק ההון, ולרובם הגדול אין שום הצדקה כלכלית או חברתית. הם מייצרים סגמנטציה של השוק להרבה מקטעים קטנים בהם יש מיעוט שחקנים ואינם מספיק תחרותיים, ובחלקם קיימת בעיה חריפה של ניגודי עניינים מצד המשווקים, הדוחפים את החוסכים למכשירים נחותים ויקרים במיוחד.

העלות הגבוהה והסרבול הרב של מוצרי החסכון וההשקעה מובילים גם לאחזקה גבוהה מדי (לא אופטימלית) בידי הציבור של יתרות זכות בעו"ש ושל פיקדונות בנק, אשר אינם מניבים ריבית כלל או שמניבים ריבית נמוכה ביותר. ברמה המקרו-כלכלית, אחזקה גבוהה זו מעוותת את הקצאת האשראי במשק. חלק ניכר משוק האשראי נשלט על-ידי הבנקים, הנהנים מתחרות מוגבלת (מספר הבנקים קטן יחסית והכניסה לשוק מצד שחקנים חדשים היא קשה) ומאשראי זול מאד (מחנית הריבית שהם משלמים על אחזקות עו"ש ופיקדונות). רגולציה על מסלולי ההשקעה של הגופים המנהלים את החסכון מובילה גם היא להקצאה לא יעילה של מקורות האשראי וההון (העדר השקעה במכשירי הון לא סחירים, העדר איגוח מספק של משכנתאות).

בעיה חמורה במיוחד היא בעיית ניגודי העניינים וחוסר השקיפות בעבודתם ובתגמולם של סוכני הביטוח:

- סוכני הביטוח נהנים מגישה ישירה ללקוחות, לרוב דרך מקומות העבודה או דרך שיווק מוצרים ביטוחיים (כגון ביטוח רכב). גישה ישירה זו נותנת לסוכנים יתרון מהותי בבואם לשווק מוצרי חיסכון מסוימים (ובמיוחד פוליסות חיסכון) על פני מוצרים אחרים.
- מודל התגמול של סוכני וסוכנויות הביטוח מבוסס על תשלומי עמלות מהגופים המוסדיים השונים בגין מכירת מוצריהם. העמלות משולמות כשיעור מהפוליסה או מסך הנכסים המנוהלים במוצרי חיסכון, או כשיעור מסך ההעברה של יתרות חיסכון של לקוח מגוף מוסדי אחד לגוף מוסדי אחר. גובה העמלות והתמהיל ביניהן משתנה בין מוצרים וגופים מוסדיים שונים ובהתאם לחוזה ההתקשרות בין הגוף המוסדי לסוכן הספציפי. מבנה העמלות של סוכני הביטוח וחוסר השקיפות של העמלות מובילים לשורה של עיוותים הפוגעים בטובתו של המבוטח והחוסך. ניתן להבחין בין שלוש הטיות הנוצרות כתוצאה ממבנה תגמול הסוכנים:

- **הטיה ליצרנים (גופים מוסדיים) מסוימים;** סוכנים עשויים לנטות לשווק את המוצרים של יצרנים שמשלמים לסוכנים את העמלות הגבוהות ביותר, אף אם המוצרים של יצרנים אחרים מתאימים יותר לצרכיו של הלקוח.
- **הטיה למוצרים מסוימים;** סוכנים עשויים לנטות לשווק את סוגי המוצרים שעבורם העמלות המשולמות לסוכנים הן הגבוהות ביותר, אף אם מוצרים אחרים מתאימים יותר לצרכיו של הלקוח.
- **הטיית מכירה,** המתמרצת מכירה עודפת של מוצרים והעברה תכופה בין מוצרים; סוכנים עשויים להמליץ ללקוחות להעביר את החסכונות שצברו ליצרן אחר, רק על

מנת שהסוכן יקבל את העמלה עבור העברה זו, אף אם ההעברה לא משרתת את טובת הלקוח.

- לפי דוח הממונה על רשות שוק ההון, ביטוח וחיסכון, סך העמלות ששולמו בשנת 2021 לבעלי רישיון במקטע התיווך (הנשלט בידי סוכני הביטוח) עמד על 9.5 מיליארד שקלים. במונחים של שנת 2024, מדובר בכ-11.7 מיליארד שקלים בשנה או למעלה מכך.¹ חלק ניכר מסכום עתק זה משולם בעקיפין על ידי ציבור החוסכים לסוכני הביטוח, מבלי שהציבור יקבל תמורה משמעותית עבורו. זאת, על רקע ניגוד עניינים מובנה בין טובת החוסך לטובת הסוכן וחוסר שקיפות קיצוני לגבי העמלות המשולמות לסוכנים.
- מבנה התמריצים המתגמל ניווד מתמרץ את הסוכנים לבצע פעולות ניווד רבות אשר אינן בהכרח משקפות את טובת הלקוח. עלות עמלת הניווד נופלת בסופו של דבר על הלקוחות ופוגעת בתשואת החיסכון שלהם.
- הסוכנים נהנים מחוסר שקיפות לחוסך ובכך מנצלים פערי מידע.

ההמלצות

כאמור, לרוב הפערים הקיימים כיום בין המכשירים השונים אין כל סיבה מוצדקת. יש לבטל הבדלים אלה ולאחד בין המכשירים הקיימים, כך שכל הערוצים לחיסכון לטווח קצר ובינוני יפעלו תחת משטר רגולטורי ומיסויי אחיד. איחוד זה יבטל חלק גדול מהעיוותים הקיימים כיום ויאפשר תחרות משוכללת יותר ומעבר נוח בין גופים ובין מסלולים.

הגורם היחיד שעשוי להצדיק שונות רגולטורית בין המכשירים השונים הוא היכולת להשקיע באפיקים לא סחירים. לכן, נראה שצריכים להתקיים שני מכשירים – מכשיר שמאפשר השקעה בנכסים סחירים בלבד ומכשיר שמאפשר השקעה גם במוצרים לא-סחירים. השוני בין שני המכשירים מחייב גם הבדלים מסוימים באסדרה הנוגעת למשיכה, ניווד וקבלת הלוואות על חשבון החיסכון. למשל, המכשיר השני (שמאפשר השקעה גם במוצרים לא-סחירים) צריך להתאפיין בגמישות נמוכה יותר לגבי נקודות זמן למשיכה ולניווד (אולי פעם החודש, בסיום כל חודש קלנדרי), תקופה ארוכה יותר בין מועד מתן ההוראה למועד ביצוע המשיכה או הניווד (למשל שבועיים מראש), וגמישות גדולה יותר לקבלת הלוואות על חשבון החיסכון. יתכן גם שהמכשיר השני מחייב גם שקיפות רבה יותר כלפי החוסכים לגבי העלויות העקיפות הכרוכות בניהול ההשקעות, שלא תמיד באות לידי ביטוי ישיר בדמי הניהול המוצהרים.

בנוסף, נדרשת הגברת משמעותית מאד של השקיפות כלפי החוסכים לגבי העמלות המשולמות לסוכנים וצמצום ניגודי העניינים בעבודתם של הסוכנים. ביתר פירוט, נדרש:

- לחייב כל גוף מנהל לשלם לכל סוכן עמלה אחידה (מבלי להטיל פיקוח על גובה העמלה האחידה). בכך, תפחת ההטיה בין מוצרים בעלי תכליות זהות, התחרות תתחזק, ויגבר התמריץ של הסוכן לתווך ללקוח את המוצר המתאים ביותר עבור הלקוח, מבין כל קבוצת מוצרים תחליפיים.

¹ החישוב מניח שהעמלות גדלו כמו התוצר המקומי הגולמי, אך סביר להניח שקצב גידול העמלות הוא מהיר יותר, בהינתן הגידול המהיר בחיסכון ארוך הטווח של הציבור.

- לחייב את הסוכנים ואת הגופים המוסדיים לשקף ללקוח את העמלה המשולמת לסוכן. בכך, תשתפר יכולתו של הלקוח להפנים את מערך התמריצים הפועל על סוכן הביטוח ולפעול למען קבלת השירות הטוב ביותר עבורו. יש לדאוג שהעמלות והתגמולים יועברו בפורמט אחיד, תוך ציון התגמול הממוצע, כפי שקיים בדיווח עמלות בקופ"ג ופנסיה.
- לחייב כל גוף מוסדי לפרוס את העמלה המשולמת על ידו לסוכן הביטוח עבור העברת יתרות חיסכון של לקוח למספר רב של תשלומים חודשיים (לתקופה של לפחות 5 שנים, ורצוי אף 10 שנים), ולהתנות את המשך התשלום של עמלה זו, על פני זמן, בכך שיתרת החיסכון של הלקוח אכן ממשיכה להתנהל בגוף המוסדי שקיבל את ההעברה. זאת, על מנת לנטרל את ניגוד העניינים החמור שקיים היום בין התמריץ של הסוכן להעברה תכופה של יתרות חיסכון בין גופים מוסדיים לטובת הלקוח. לחילופין, ניתן לקבוע עמלה יחידה (ברורה ושקופה לחוסכים) שמהווה שיעור מהנכסים תחת ניהול עבור כל סוכן ולאסור עמלות "צירוף" או "פעולות".
- לחייב כל גוף מנהל לשלוח הודעה (מייל, אס.אמ.אס, וכו') ללקוח המבקש להעביר את יתרת חסכונותיו אל הגוף הזה ולפרט בהודעה זו את סך העמלה שיקבל לכיסו, בגין ההעברה, הסוכן שיזם את ההעברה. בהודעה זו תינתן הזדמנות ללקוח לבטל בצורה פשוטה ומיידית את הוראת ההעברה. רק במידה והלקוח לא ביטל את ההעברה תוך 24 שעות מקבלת ההודעה, יבצע הגוף המוסדי את ההעברה המבוקשת.

המעבר המוצע מהמבנה הקיים למבנה המומלץ

- כאמור, צריכים להתקיים שני מכשירים בלבד – מכשיר שמאפשר השקעה בנכסים סחירים בלבד ומכשיר שמאפשר השקעה גם במוצרים לא-סחירים. ניתן ולקבוע ש:
- שני המכשירים החדשים יופעלו במסגרת קופות גמל להשקעה.
 - תקרת ההפקדה השנתית לקופת גמל להשקעה תבוטל.
 - האפשרות למשיכה קצבתית אחרי גיל 60 של יתרת החיסכון בקופות הגמל להשקעה תמשיך להתקיים, אך הפטור ממס רווחי הון על הקצבה יבוטל (למעט הסכום הקיים בכל קופת גמל להשקעה לפני ביצוע השינוי המוצע).
 - כל פוליסות החיסכון יהפכו לקופות גמל להשקעה. השיווק והפיקוח יהיה בהתאם לשיווק ולפיקוח הנהוגים כיום על קופות גמל להשקעה.
 - קופות הגמל להשקעה יוכלו להתנהל גם בניהול עצמי, עם אסדרה מתאימה של כללי זהירות.
 - קרנות הנאמנות יוכלו להמשיך להתקיים, ורכישה שלהן על ידי אנשים פרטיים תתאפשר גם באופן עקיף, כנכסים בתוך קופת גמל להשקעה שבבעלותם (בניהול של גוף מנהל או בניהול עצמי של החוסך).
 - ניתן יהיה לעבור ללא כל עלות (וללא כל אירוע מס) בין מסלולים שונים ובין גופים מנהלים שונים (כפי שניתן לעבור כיום בין קופות גמל להשקעה).
 - ערוצי ההפצה הקיימים כיום יימשכו, בתנאי שיישמו כל ההמלצות שפורטו לעיל לגבי השקיפות כלפי החוסכים לגבי העמלות המשולמות לסוכנים.